

הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות

מאת

זוהר גושן*

בעיית החשיפה להצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות מוצאת את ביטוייה בכל קבוצת מתווכים בניירות-ערך, כאשר חלק מחברי הקבוצה (בדרך-כלל הרוב) נמצאים משני עברי עסקה המתבצעת עם הקבוצה. במקרים אלו יש חשש כי הרוב ינשל את המיעוט. ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים שוללת את יעילותו של מנגנון ההצבעה כאמצעי לגזירת העדפה של הקבוצה מתוך עמדותיהם האינדיבידואליות של חבריה. עובדה זו מחייבת להתמודד עם בעיית ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים.

ההתמודדות עם בעיית ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות מתבצעת במגוון של דרכים – החל מהטלת איסור על ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים, עבור לאימוצו של רוב מיוחד, הטלת חובות אמונים וחובת הגינות, איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים, וכלה באי-התערבות. מטרתו הראשונה של מאמר זה היא, לבחון את יתרונותיהם וחסרונותיהם של פתרונות אלו ולבסס את הטענה כי ניתן לסווגם לפתרונות המעניקים לקבוצה (כנגד הגורם המצוי בניגוד אינטרסים) הגנות מסוג "כלל קניין" או "כלל אחריות". סיווג כזה מבהיר את מהותן של הגנות אלו ואת השפעתן הכלכלית. הגנה מסוג "כלל קניין" מבוססת על משטר המבטיח את ביצוען של העסקאות ואת קביעת מחירן על בסיס רצוני בלבד. במלים אחרות: רק הסכמת הקבוצה לעסקה, במחיר

* מרצה, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.
תודה לאילל בנבנשתי, לישי בר, לחנוך דגן, לגיא הלפסק, לאלון הראל, לעמרי ידלין, לאריאל פורת, לאוריאל פרוקציה, לאד רוק, לאלכס שטיין, למשתתפי הסמינר המחלקתי בפקולטה למשפטים בירושלים, למשתתפי הסמינר על משפט וכלכלה באוניברסיטת תל-אביב ולחברי מערכת משפטים ועורכיה, על הערות מועילות לטיוטות קודמות של מאמר זה, וליעל לוסטמן על עזרה מצויינת במחקר. על סיוע במימון המחקר תודתי למכון למחקרי חקיקה ע"ש סאקר, הפקולטה למשפטים בירושלים.

אשר יושפע מהשווי הסובייקטיבי שהקבוצה מייחסת לה, תאפשר את ביצוע העסקה. בקבוצה זו ניתן לסווג, למשל, את הכלל האוסר על הצבעה תוך ניגודי אינטרסים ומתנה את ביצוע העסקה בקבלת רוב מתוך הנותרים שאינם נגועים בניגודי אינטרסים ("רוב מתוך המיעוט"). הגנה מסוג זה מעניקה למיעוט כוח לנהל משא-ומתן שישאיר בידיה נתח של ממש מהערך המוסף הנובע מן העסקה, מחד גיסא, וחושפת את הרוב ואת המיעוט לסכנת סחטנות שתסכל עסקאות יעילות, מאידך גיסא.

מנגד, הגנה מסוג "כלל אתריות" מבוססת על משטר המאפשר את כפיית העסקאות על הקבוצה, תוך הבטחת פיצוי ראוי המבוסס על שוויה האובייקטיבי של העסקה. לקבוצה זו ניתן לסווג, למשל, את הכלל המתיר לבעל-שליטה להצביע תוך ניגודי אינטרסים, אך מתנה זאת בכך שהעסקה תהיה "הוגנת". מתן היתר לבעל-השליטה להצביע מאפשר לו למעשה לכפות את העסקה על המיעוט (ליטול מהם נכס), כשמדידת הוגנותה של העסקה מתבססת על שוויה האובייקטיבי. הגנה מסוג זה תמנע בעיית סחטנות ותאפשר לרוב להשאיר בידי נתח של ממש מהערך המוסף, מחד גיסא, ותחשוף את המיעוט לסכנה שבית-המשפט יאשר עסקאות לא-יעילות, מאידך גיסא.

סיווגם של הפתרונות השונים לכלל קניין ולכלל אחריות מעורר את השאלה מהם הגורמים המשפיעים על בחירת מיימה? מטרתו השנייה של מאמר זה היא לבסס את הטענה, כי משקלם היחסי של עלויות השיפוט ועלויות משא-ומתן, מחד גיסא, ומידת יעילותם של מנגנוני-שוק חוץ-משפטיים, מאידך גיסא, הם המשפיעים על בחירתה של ההגנה הראויה לבעיית ניגודי האינטרסים. דהיינו: יעילותה ואמינותה של המערכת המשפטית, יעילותם של שוקי-ההון, התפלגותם של ההחזקות בניירות-ערך ומידת תחכומם של המשקיעים במדינה נתונה הם המשפיעים העיקריים על סוג ההגנה שתאומץ. טענה זו נתמכת גם בבחינה אמפירית של מאפייני המערכת המשפטית ומאפייני שוקי-ההון בכמה מדינות אל מול ההגנות שאומצו באותן מדינות.

מבוא. א. על הקשר שבין הסכמה להצבעה. ב. בעיית ניגודי האינטרסים. 1. כללי; 2. דוגמאות. ג. פתרונות אפשריים. 1. איסור עסקאות בניגוד אינטרסים: הסכמה פה אחד; 2. צמצום החשיפה לניגוד אינטרסים: רוב מיוחס; 3. חובת אמונים והגינות העסקה: רוב רגיל; 4. איסור הצבעה בניגוד אינטרסים: רוב מתוך מיעוט; 5. אי התערבות. ד. מאפייני הפתרונות. ה. שיקולים בבחירת הפתרון העדיף. 1. עלויות משא-ומתן; 2. עלויות שיפוט; 3. מנגנוני-בקרה חוץ-משפטיים; 4. תמנות-מצב אמפיריות. ו. סיכום ומסקנות.

מבוא

הצבעה תוך ניגוד אינטרסים היא אחת הסוגיות המרכזיות בדיני תאגידים¹. זוהי בעיה שכיחה בעיקר בשל ריבויין של קבוצות המשקיעים הנוטלים חלק במימון פעילותו של התאגיד (בעלי-מניות, בעלי-מניות בכורה, מחזיקי אגרות-חוב וכד'). בדרך כלל, קבוצות אלו מורכבות ממספר גדול של משקיעים² ולצורך פעילותם המשותפת הם נזקקים למנגנון-ההצבעה — מנגנון החשף מעצם טיבו לבעיית ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים. כל קבוצת-משקיעים, כקבוצה, היא צד לחוזה עם התאגיד³. לכל משקיע בקבוצה יש מגוון העדפות עצמאי לגבי כדאיות תנאיו של החוזה — נייר-הערך. למרות זאת, ניתן להניח, כי כל חברי הקבוצה סבורים כי החוזה מייצג עבורם עסקה כדאית מן הטעם הפשוט, שההצטרפות לקבוצה היא תוצר של החלטה אינדיבידואלית של כל משקיע שבחר לרכוש את נייר-הערך. אולם בעוד שההצטרפות לקבוצה נעשית על בסיס החלטות אינדיבידואליות של כל משקיע ומשקיע, הרי שמשלב ההצטרפות ואילך על חברי הקבוצה לקבל החלטות באופן קולקטיבי, כקבוצה, מכיוון שההתקשרות בחוזה היא על בסיס קבוצתי. לשם כך יש לאמץ מנגנון שיאפשר לקבל החלטות קבוצתיות לגבי אופן מימושו של החוזה או שינויו.

המנגנון המקובל לקבלת החלטות קולקטיביות הוא מנגנון-ההצבעה. מנגנון זה מבוסס על ההנחה ש"דעת-הרוב" מגלמת את "העדפת הקבוצה", קרי: הבחירה

1 בעיה זו אינה אלא אחת מבכורותיה של הבעיה היסודית והידועה בדיני תאגידים — "בעיית הנציג". ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתאוריה מאחרת של דיני חברות" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה (תשנ"ז-1996) 239.

2 זהו תוצר טבעי של רצון המשקיעים לגוון את השקעותיהם ולמזער את חשיפתם לסיכונים על-ידי השקעה קטנה במספר גדול של חברות. אסטרטגיית גיוון ההשקעות מקטינה את החשיפה לסיכונים המיוחדים חברות מסוימות, לפי הרעיון שזכה לביטוי הציורי "אין להניח את כל הביצים בסל אחד". ראו גם R.A. Brealey *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks* (Cambridge, Mass., 1969).

3 כך, למשל, בעלי-המניות הם צד לחוזה המגולם במסמכי-היסוד של החברה, כפי שבעלי אגרות-החוב הם צד לחוזה ההלוואה המגולם בשטר-הנאמנות. על הפירמה כפקעת חותית ראו O.E. Williamson *The Economic Institutions of Capitalism* (New York, 1985) 304-307; E.F. Fama & M.C. Jensen "Separation of Ownership and Control" 26 *J.Law & Econ.* (1983) 301; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel "The Corporate Contract" 89 *Colum. L.Rev.* (1989) 1416.

הממקסמת את תוחלת הרווח עבור כלל הקבוצה⁴. אחד התנאים המוקדמים לנכונותה של הנחה זו הוא, שכל אחד מן המצביעים מצביע בכנות בהתאם להערכתו הסובייקטיבית את כדאיות ההצעה עבור הקבוצה⁵. דא עקא, שהנחה זו נשללת כאשר חלק מן המצביעים בקבוצה מצויים בניגוד אינטרסים – בין טובתם בכשירותם כחברי הקבוצה ובין טובתם ככשירות אחרת מחוץ לקבוצה. בדרך-כלל מדובר במקרים שבהם אמורה להתבצע עסקה בין הקבוצה ובין אחד מחבריה. במצבים אלו המצביע אינו מבטא בדרך הצבעתו את הערכתו הסובייקטיבית לגבי כדאיות העסקה לקבוצה, כי אם את כדאיות העסקה עבורו בלבד. קיומם של ניגודי אינטרסים בתוך הקבוצה מעקר את יעילותו של מנגנון-ההצבעה, ככלי לאיתורה של "העדרת הקבוצה"⁶. עובדה זו מחייבת התמודדות שונה לגבי מדידת כדאיותן של עסקאות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים עבור הקבוצה.

דיני החברות מאמצים מגוון פתרונות לבעיית ניגודי האינטרסים. פתרונות שונים מאמצים הן לגבי סוגיות שונות באותה שיטת-משפט הן לגבי אותה סוגיה בשיטות-משפט שונות. מטרתו הראשונה של מאמר זה היא, לבחון את יתרונותיהם ותסרונותיהם של פתרונות אלו ולבסס את הטענה, כי ניתן לסווגם לפתרונות המעניקים לקבוצה (כנגד הגורם המצוי בניגוד אינטרסים) הגנות מסוג "כלל קניין" או "כלל אתריות"⁷.

הגנה מסוג "כלל קניין" מבוססת על משטר המבטיח את ביצוען של העסקאות ואת קביעת מחירן על בסיס רצוני בלבד. במלים אחרות: רק הסכמת הקבוצה לעסקה, במחיר שיושפע מהשווי הסובייקטיבי שהקבוצה מייחסת לה, תאפשר את ביצוע העסקה. בקבוצה זו ניתן לסווג, למשל, את הכלל האוסר על הצבעה תוך ניגודי אינטרסים ומתנה את ביצוע העסקה בקבלת רוב מתוך הנותרים שאינם נגועים בניגוד אינטרסים ("רוב מתוך המיעוט").

מנגד, הגנה מסוג "כלל אתריות" מבוססת על משטר המאפשר את כפיית העסקאות על הקבוצה, תוך הבטחת פיצוי ראוי המבוסס על שווייה האובייקטיבי של העסקה. לקבוצה זו ניתן לסווג, למשל, את הכלל המתיר לבעל-שליטה להצביע תוך ניגוד אינטרסים, אך מתנה זאת בכך שהעסקה תהיה "הוגנת". מתן היתר לבעל-השליטה

S. Nitzan & U. Procaccia "Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms" 51 *Public Choice* (1986) 191 4

A. Sen "Behaviour and the Concept of Preference" *Rational Choice* (Oxford, J. Elster ed., 1986) 60 5

K. Arrow *Social Choice and Individual Values* (New Haven, 2d ed., 1963) 6

G. Calabresi & A.D. Melamed "Property Rules, Liability Rules, and Inalienability – One View of the Cathedral" 85 *Harv. L. Rev.* (1972) 1089 7

להצביע מאפשר לו למעשה לכפות את העסקה על המיעוט (ליטול מהם נכס), כשמדידת הגינותה של העסקה מתבססת על שוויה האובייקטיבי.

סיווגם של הפתרונות השונים לכלל קניין ולכלל אחריות מעורר את השאלה, מהם הגורמים המשפיעים על בחירת מי מהם? מטרתו השנייה של מאמר זה היא לבסס את הטענה כי משקלם היחסי של עלויות השיפוט ועלויות משא-ומתן, מחד גיסא, ומידת יעילותם של מנגנוני-שוק חוץ-משפטיים, מאידך גיסא, הם המשפיעים על בחירתה של ההגנה הראויה לבעיית ניגודי האינטרסים. דהיינו: יעילותה ואמינותה של המערכת המשפטית, יעילותם של שוקי-ההון, התפלגותן של ההחזקות בניירות-ערך ומידת תחכומם של המשקיעים במדינה נתונה הם המשפיעים העיקריים על סוג ההגנה שתאומץ. טענה זו נתמכת גם בבחינה אמפירית של מאפייני המערכת המשפטית ומאפייני שוקי-ההון בכמה מדינות אל מול ההגנות שאומצו באותן מדינות.

בחלק הראשון אציג את ייעודו של מנגנון-ההצבעה כאמצעי לאיתורה של "הסכמה" קבוצתית, כרקע לחלק השני שבו תוצג בעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים. בחלק השלישי אבחן את הפתרונות האפשריים לבעיה, החל באיסור מוחלט על ביצוע עסקאות תוך ניגוד אינטרסים וכלה במשטר של אי-התערבות כלל, תוך ניתוח היתרונות והחסרונות של כל אחד מן הפתרונות. בחלק הרביעי נסווג את הפתרונות המרכזיים לכלל קניין ולכלל אחריות. בחלק החמישי אצביע על שורת מאפיינים המשפיעים על בחירת החלופה הרצויה, תוך חשיפת משקלם היחסי על-ידי התבוננות אמפירית בהסדרים המשפטיים הקיימים בכמה מדינות. בחלק השישי אסכם.

א. על הקשר שבין הסכמה להצבעה

קידומן של עסקאות יעילות בכלכלת שוק מגדיל את הרווחה והצמיחה במשק. עסקאות שבהן נכסים עוברים ממי שמעריך אותם פחות למי שמעריך אותם יותר הן עסקאות יעילות⁸. בכל פעם שמתבצעת עסקה בין פרטים, ישנה הנחה שהעסקה היא יעילה. למשל: כאשר ראובן מוכר נכס ללאה, ההנחה היא שהנכס שווה לראובן פחות משהוא שווה ללאה ולכן זוהי עסקה יעילה. עם זאת, ההנחה בדבר היותה של העסקה יעילה היא רק הנחה. מכיוון שהעסקה מבטאת את הפערים בהערכות השווי הסובייקטיביות של ראובן ולאה, לעולם איננו יכולים לדעת בוודאות שהעסקה אכן יעילה. כצופים מן הצד,

8 במאמר זה הביטוי "עסקה יעילה" עניינו יעילות-פרטו — עסקה המשפרת את מצבו של אחד הצדדים לפחות ואינה מרעה את מצבו של איש. ראו R. Posner *Economic Analysis of Law* (Boston, 4th ed., 1992) 13.

הבוחרים את העסקה, אנו נאלצים להתבסס על הערכת שווי אובייקטיבית, שהמתאם בינה ובין ההערכות הסובייקטיביות כמעט לעולם אינו מושלם.⁹

מכל-מקום, ההנחה בדבר היותה של העסקה יעילה מבוססת על מדד סביר — ההסכמה. אם ראובן הסכים למכור את הנכס ולאה הסכימה לקנותו, ההנחה היא שכל אחד מהם עשה כן מתוך מחשבה שהעסקה כדאית עבורו על בסיס הערך הסובייקטיבי שכל אחד מהם מייחס לנכס. ההסכמה מאפשרת לאתר בקירוב עסקאות יעילות¹⁰. לכן כל עוד מדובר בעסקאות בין פרטים וכל עוד ההסכמה היא מרצון חופשי, אפשר להניח שהעסקה יעילה¹¹.

כאשר עוברים מתחום העסקאות שבין פרטים (בעלים יחיד של נכס) לתחום העסקאות עם קבוצות (בעלים משותפים של נכס), איתרון של עסקאות יעילות הופך מורכב יותר. כיצד נדע מתי עסקה עם קבוצה היא יעילה? גם כאן עלינו להשתמש בהסכמה כקירוב סביר. מכיוון שהקבוצה מורכבת מפרטים, שלכל אחד מהם הערכה סובייקטיבית שונה בדבר כדאיות העסקה, עלינו למצוא מנגנון שיאפשר לגזור את הסכמת הקבוצה מתוך הערכותיהם הסובייקטיביות של הפרטים בקבוצה. המנגנון המקובל הוא מנגנון ההצבעה.

כל הפרטים בקבוצה מצביעים בעד העסקה או נגדה — כל אחד בהתאם להערכתו הסובייקטיבית את כדאיות העסקה. כל מצביע מבטא בהצבעתו מטען אינפורמטיבי שיש ברשותו ושעל בסיסו גיבש את עמדתו (בעד או נגד). ההצבעה משקללת את מגוון ההערכות הסובייקטיביות של הפרטים בקבוצה לעמדה אחת המבטאת את "העדפת הקבוצה". העדפת הקבוצה המתבטאת בעמדת הרוב היא הסכמת הקבוצה. ההנחה היא, שרעת הרוב היא הקירוב הטוב ביותר לקיומה של עסקה יעילה¹². ההצבעה מבטאת גם

9 T.S. Muris "Cost of Completion or Diminution in Market Value – The Relevance of Subjective Value" 12 *J. Legal Stud.* (1983) 379.

10 ראו, פורנר, לעיל הערה 8, בעמ' 99.

11 זהו אחד הטעמים לכך, שהמשפט אינו מכיר בלגיטימיות של עסקאות שנעשו תוך כדי עושה, כפייה, תרמית וכיצא באלו נסיבות השוללות את האפשרות לאתר "הסכמה".

12 בהינתן מטרה אחת משותפת לכלל המצביעים העומדים בפני בחירה בין שתי אפשרויות, כלל ההצבעה האופטימלי תלוי בארבעה פרמטרים: כישורי המצביעים, מספר המצביעים, מערך התמריצים הנובע מהחלטה נכונה או שגויה וההסתברות להתממשותו של כל מצב טבע. לענייננו, שני הפרמטרים הראשונים הם הרלבנטיים. בהינתן קבוצת מצביעים בעלי כישורים דומים, כלל רוב יניב החלטות יעילות; וככל שמספר המצביעים יגדל, כך תשתפר איכות ההחלטה. ולהיפך: כאשר כישורי המצביעים שונים מאוד זה מזה, כלל רוב יניב החלטות לא-יעילות; וככל שמספר המצביעים יגדל, כך תפחת איכות ההחלטה. ראו S. Nitzan & J. Paroush "Optimal Decision Rules in Uncertain Dichotomous Choice Situations" 23 *International Econ. Rev.* (1982) 289. מכל-מקום, כאשר כישוריו של כל מצביע הם כאלו שהערכתו טובה יותר מהטלת מטבע — כלומר: לכל מצביע

את הקירוב הטוב ביותר לבחירה שהיתה נעשית אילו היה מדובר בבעלים יחיד של נכס (הסכמה של פרט יחיד)¹³. ביסוד מנגנון ההצבעה עומד הרעיון, שכאשר מספר רב של מצביעים מנסים "לנחש" מהי הבחירה העדיפה, סביר יותר, מבחינה הסתברותית, שה"ניחוש" של הקבוצה הגדולה יותר הוא ה"נכון"¹⁴.

הערפת "דעת הרוב" על-פני "דעת המיעוט" אינה מבוססת על טעמים אידיאולוגיים, אלא על הסתברות. אין שום סיבה להניח מראש, כי דווקא עמדת המיעוט השולל את העסקה היא העדיפה, כאשר רוב הפרטים בקבוצה סבורים שהעסקה כדאית. למעשה, גם המיעוט מעוניין בקיומו של משטר המערף את "דעת הרוב"¹⁵. ההסכמה להימנות עם קבוצה הכפופה למשטר הרוב מבוססת על הכרת חברי הקבוצה בכך, שהרוב מגן עליהם מפני טעויות. על-אף אמונתו הסובייקטיבית של המיעוט כי בהצבעה זו הוא "צודק", הוא מכיר בכך שמבחינה סטטיסטית הוא "טועה" וכי הרוב מגן עליו מפני טעות הן בהצבעה העכשווית והן במכלול ההצבעות שיהיו בעתיד. עם זאת, בהחלט ייתכן שבמקרים מסוימים יסתבר בדעיבר כי המיעוט צדק, ממש כשם שיתכן כי ראובן שמכר נכס ללאה יתחרט על כך בדעיבר. בכך אין ולא כלום. בשני המקרים עניין לנו במנגנונים כלליים לאיתורן של עסקאות יעילות מראש בעת ביצוען¹⁶. זוהי תוצאה בלתי-נמנעת של היעדר מדד מדויק לקיומן של עסקאות יעילות והסתפקות במנגנון ההסכמה שהוא בגדר קירוב בלבד¹⁷.

הסתברות גדולה מ-0.5 לבחור בחלופה העדיפה — כי אז ככל שמספר המצביעים ילך ויגדל, כך גם ההסתברות לבחירת החלופה העדיפה תלך ותגדל.

L.A. Bebchuk "The Sole owner Standard for Takeover Policy" 17 *J. Legal Stud.* (1988) 197.

R.J. Gilson & R. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va.L.Rev.* (1984) 549.

M. Taylor "Proof of a Theorem on Majority Rule" 14 *Behavioral Science* (1969) 228 ראו (מאחורי מסך בערות מושלם בנוגע להצעות שיעלו להצבעה וכאשר לעמדה הצפויה לגביהן, המצביע יעדיף כלל רוב רגיל).

R.A. Epstein "Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to Ronald Coase" 36 *J.Law & Econ.* (1993) 553, 558 ראו

17 המסקנה ש"דעת הרוב" מהווה מדד לקיומה של עסקה יעילה לא תשתנה גם אם יש פרט אחד בקבוצה המחזיק ברוב נכסי הקבוצה ולכן דעתו הפרטית תהיה בגדר "דעת הרוב"; שכן גם כעת ניתן להניח כי הסתברותית ה"רוב" מדייק יותר בהערכותיו, בשל הפער במידת ההשקעה באיסוף מידע, בלימודו ובפעולה על פיו, שכל משקיע המשתתף בהצבעה מבצע. מכיוון שקבלת החלטה גרועה תפגע באורח ניכר במחזיק ברוב נכסי הקבוצה, ואילו החלטה טובה תטיב אתו מאוד, כדאי לו להשקיע במידע. כאשר פרט בקבוצה משקיע יותר במידע, בהשוואה ליתר חברי הקבוצה, כי אז סביר גם שאיכות הערכותיו טובה יותר. ראו B.S. Black "Shareholder Passivity Reexamined" 89 *Mich.L.Rev.*

האם דרישת רוב מיוחס (למשל: שלושה רבעים) תשפר את איכות ההחלטה של הקבוצה? התשובה לכך היא שלילית¹⁸. אכן, ככל שיותר מצביעים תומכים בהחלטה, כך ישנה הסתברות גבוהה יותר שבחירה זו תהיה בגדר עסקה יעילה לקבוצה. במובן זה החלטה שרוב מיוחס תומך בה היא "טובה יותר" מהחלטה שרוב רגיל תומך בה. אולם לשיפור בהסתברות של קבלת החלטה טובה יש מחיר: דחייתן של העסקאות שזכו לרוב רגיל, אך לא זכו לרוב מיוחס. דחייתן של עסקאות אלו אינה יעילה. נניח, למשל, שנדרש רוב של 75% לקבלתה של החלטה מסוימת, אך בפועל תמכו בה רק 70% מן המצביעים. תוצאת ההצבעה משקפת שתי דעות: מצד אחד, קבוצה של 30% מן המצביעים (המיעוט) הסבורה שהעסקה גרועה, ומצד אחר, קבוצה של 70% מן המצביעים (הרוב) הסבורה שהעסקה טובה. מבחינה סטטיסטית אין כל סיבה להניח שדווקא המיעוט צודק. נהפוך הוא: השיקול שבשלו לכתחילה העדפנו את "דעת-הרוב" מתעצם כאשר בהחלטה תומכת קבוצה גדולה יותר מרוב רגיל. מבחינה סטטיסטית זוהי טעות להעדיף את "דעת-המיעוט".

דרישת רוב מיוחס אינה משפרת את איכות ההחלטה של הקבוצה, אלא מגדילה את סיכויי הטעות. בעוד שהעסקאות הזוכות ברוב מיוחס היו מתקבלות ממילא גם ברוב רגיל, העסקאות שזוכות ברוב רגיל אך לא זוכות ברוב המיוחס היו נדחות (תוך העדפת דעת-המיעוט על פני דעת-הרוב). מטעם זה, דרישת רוב רגיל היא האופטימלית, כמדד לאיתורה של "העדפת הקבוצה".

לדרישת הרוב המיוחס חסרון נוסף. מנגנון-ההצבעה חשוף לא רק לסכנת הצבעה תוך ניגודי אינטרסים, אלא גם לסכנת ההצבעה האסטרטגית¹⁹. אחת הצורות של הצבעה אסטרטגית היא "סחטנות": מצביע הסבור שהעסקה המוצעת טובה — ביצוע העסקה עדיף על פני דחייתה — אך הוא מתנגד לה בניסיון לסחוט תמורה גבוהה יותר. ייתכנו כמה מצבים של סחטנות.

במצב אחד, הסחטנות יכולה להיות מופנית כלפי הצד האחר לעסקה ומטרתה לשפר את מצבה של כל הקבוצה, והסחטן ביניהם. במקרה זה ניתן לומר, שהכינוי עם המטען השלילי — "סחטנות" — אינו מוצדק כלל; שכן מעשהו של הסחטן אינו שונה מכל

18 520; E.F. Fama "Efficient Capital Markets — A Review of Theory and Empirical Work" 25 J.Fin. (1970) 383.

19 ההנחה היא, כי מערך-התמריצים וההסתברות להתרחשותם של מצבי הטבע השונים אינם ידועים. כאשר בהחלטה מסוימת מערך-התמריצים וההסתברות ידועים, ישנם מצבים שיטו את הכף לטובת כלל של רוב מיוחס. ראו ניצן ופרוקציה, לעיל הערה 4; וכן ניצן ופורוש, לעיל הערה 12.

19 הבעיה הכללית נידונה במקום אחר, ראו ד' גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות — מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג (תשנ"ד) 109. כאן ייעשה שימוש רק בחלק הרלבנטי לדיון בבעיית ניגודי האינטרסים.

פרט אחר המנהל משא־ומתן נוקשה: אין זו סחיטה כי אם מיקוח. אולם, כבכל מיקוח, לצד האחר שמורה הזכות לסגת מן העסקה. לא אחת מיקוח המושך את החבל יתר על המידה גורם לאובדן העסקה — עסקה שגם הסחטן היה מעדיף את ביצועה כפי שהיא, על אובדנה.

ככל פרט המנהל משא־ומתן גם הקבוצה חייבת להעריך לא רק את טיבה של העסקה, אלא גם את הסיכוי לקבל נתח גדול יותר מהעודף שנוצר מן העסקה (מחיר טוב יותר) בלי לגרום לאובדנה. כל המצביעים בקבוצה מצביעים על שני הפרמטרים גם יחד. אילו סברו שהעסקה טובה אך הסיכוי לקבל מחיר טוב יותר הוא גבוה, היו מצביעים נגד (מתמקחים). כאשר הרוב תומך בעסקה, ההנחה היא שהרוב סבור כי העסקה טובה וכי הסיכוי לקבל מחיר טוב יותר הוא נמוך (הסיכון לגרום לאובדן העסקה הוא גבוה). במצב שבו יש רוב רגיל התומך בעסקה (אך נדרש רוב מיוחס), פרט המתנגד לעסקה משום שהוא סבור כי ניתן לקבל מחיר גבוה יותר חושף את כל הקבוצה לסיכון שתוחלת הרווח שלו אינה מפצה על נטילתו²⁰. כשם שאין כל סיבה להניח כי המיעוט צודק לגבי הערכותיו את טיב העסקה, כך אין כל סיבה להניח שהמיעוט צודק באשר להערכותיו את הסיכוי לקבל מחיר טוב יותר. מבחינה סטטיסטית הרוב צודק הן בהערכותיו את טיב העסקה והן בהערכותיו את הסיכוי לקבל מחיר טוב יותר. סחטנות המתרחשת במצבים אלו אינה יעילה. דא עקא, שדרישת רוב מיוחס מאפשרת את היווצרותם של מצבים אלו. מחד גיסא, מתאפשר מצב שבו יש רוב רגיל התומך בעסקה, אך אינו מספיק לאישורה, ומאידך גיסא, גדל הסיכון שקבוצת המיעוט תסיק כי יש ביכולתה לבלום את העסקה ותבצע סחטנות (ככל שהרוב המיוחס גבוה יותר, המיעוט היכול לבלום את העסקה קטן יותר). אכן, דרישת הרוב המיוחס מטילה מחיר כבד על הקבוצה. ככל שאפשרות הסחטנות קלה יותר, כך גדל הסיכון לסיכולן של עסקאות שהיו יכולות להיטיב עם כלל הקבוצה²¹.

20 בהחלטת השקעה עם סיכון ישנן כמה אפשרויות לרווח או להפסד (למשל: 50% סיכוי להרוויח 100 ו-50% סיכון להפסיד 20). שקלול כל אחת מן האפשרויות בהתאם להסתברות שתתרחש מבטא את תוחלת הרווח של אותה השקעה ($100 \times 0.5 - 20 \times 0.5 = 40$). בהנחה שמשקיעים הם שונאי סיכון, נכונותם להשקיע מושפעת משיעור תוחלת הרווח לכל רמת סיכון, בהשוואה להשקעות חלופיות (מסוכנות או בטוחות). ככל שהסיכון עולה, כך תידרש מן ההשקעה תוחלת רווח גבוהה יותר.

21 כל עוד הסחטנות מבוססת על אמונה בתום-לב של הסחטן, כי ניתן להשיג מחיר טוב יותר או שההצעה אינה טובה, קשה להצדיק הטלת אחריות עליו בשל אובדן העסקה; שכן אין הוא אלא מממש זכות שהוענקה לו בעצם הדרישה לרוב מיוחס. אולם, ייתכנו מקרים שלקבוצה תיווצר עילת תביעה כנגד המיעוט במקרה שסחטנותו גרמה לאובדן העסקה (על-אף שהסחטן נושא בחלקו היחסי בנזק ככל חברי הקבוצה), כאשר ההתנגדות הונעה משיקולים זרים ושלא בתום-לב.

במצב השני, הסחטנות מכוננת לשפר את מצבו של הסחטן בהשוואה לשאר חברי הקבוצה בשתי דרכים חלופיות. בדרך אחת הסחטנות מופנית כנגד הצד האחר לעסקה. למשל: התנאת הסכמתו של הסחטן בקבלת תמורה גבוהה יותר מזו המוצעת לשאר חברי הקבוצה. בנסיבות אלו ברור, שעצם הדרישה לתנאים שונים מצד הסחטן מעמידה אותו במצב של ניגוד אינטרסים. כך גם ברור שאין מדובר במיקוח נוקשה, שכן בהנחה שסחטנות מסוג זה אינה משנה את עלות ביצוע העסקה לצד האחר, התמורה העודפת המתבקשת על-ידי הסחטן אמורה להגיע מהקטנת חלקם של שאר חברי הקבוצה. בדרך שנייה הסחטנות מופנית כנגד שאר חברי הקבוצה, כשמטרתה לשפר את מצבו של הסחטן על חשבון שאר חברי הקבוצה. למשל: התנאת הסכמתו של הסחטן בקבלת חלק מן התמורה המגיעה לשאר חברי הקבוצה. מבחינה כלכלית מצב זה אינו שונה מסחטנות המופנית כלפי הצד האחר לעסקה, שמטרתה לשפר את מצב הסחטן לגבי שאר חברי הקבוצה. בשני המקרים הסחטן מבקש לעצמו יותר ממה שמקבלים שאר חברי הקבוצה. ההבדל הוא רק באופן ביצוע ההעברה — מן הצד האחר לעסקה או משאר חברי הקבוצה.

במצב זה, שלא כמו במצב הראשון, אין לסחטן הערכה סובייקטיבית כנה השונה מזו של הקבוצה בדבר הסיכוי לקבל עסקה טובה יותר. לסחטן ברור, שהקבוצה כקבוצה אינה יכולה להשיג עסקה טובה יותר. מטרתו היא לגרום לחלוקה לא-שוויונית של הרווח הצפוי לקבוצה מן העסקה — יהיה שיעורו אשר יהיה. מבחינת יעילותה של העסקה סחטנות שכזו חושפת את הקבוצה לסיכון של אובדן העסקה כשתוחלת הרווח לקבוצה עקב נטילת הסיכון היא אפסית. הקבוצה נדרשת לקנות את הסכמת הסחטן לעסקה שגם הסחטן סבור כי היא הטובה ביותר שניתן להשיג, על-ידי הסכמה לחלוקה לא-שוויונית²².

אכן, במקרים מסוימים הקבוצה יכולה לקנות את הסכמת הסחטן ולאפשר את ביצוע העסקה²³. אולם גם סחטנות מסוג זה מסכנת את ביצוען של עסקאות יעילות לקבוצה. ראשית, ישנם מקרים שבהם הוויתור היחסי הנדרש מכל חבר בקבוצה לטובת הסחטן יגרום לכך שהעסקה לא תהיה כדאית למרביתם. שנית, היכנועות לסחטן עלולה לגרום לתופעת-שרשרת בתוך הקבוצה, כאשר כל פרט בקבוצה מבקש גם הוא לקבל נתח גדול יותר כמו הסחטן. מכיוון שברור כי לא ניתן לתת יותר ממה שהוצע בעסקה לכל חברי

22 ניתן לטעון, כי גם כאן הסחטן מנצל זכות שהוקנתה לו בעצם הדרישה לרוב מיוחס לכתחילה. אולם זכות ההצבעה ודרישת הרוב המיוחס נועדו להבטיח את טובת הקבוצה. השימוש בזכות ההצבעה חייב להיעשות בתום-לב ומתוך חובת אמונים לקבוצה. סחטן המשתמש בכוח שניתן לו לבלום את העסקה למטרה זוהי, בניסיון להעדיף את עצמו על-פני שאר חברי הקבוצה, מפר את חובת תום-הלב ואת חובת האמונים שלו לקבוצה.

23 *Schreiber v. Carney* 447 A.2d 17 (Del.Ch., 1982).

הקבוצה, אי-אפשר לקנות את הסכמת הסחטן, והעסקה תכשל²⁴. שלישית, חברי הקבוצה או חלקם עלולים לסרב להיסחט מטעמים אסטרטגיים כדי ליצור מוניטין של "בלתי-נסחטים", וגם אז עלולה העסקה להיכשל.

דרישת רוב רגיל מצמצמת את בעיית הסחטנות, מכיוון שהיא מבוססת על הרוב המינימלי שיש בו כדי להבטיח קבלת החלטות יעילות²⁵. לכן לא רק בשל סכנת הטעות, המותרת עם העברת כוח ההכרעה למיעוט, אלא גם בשל בעיית הסחטנות דרישת רוב רגיל עדיפה על דרישת רוב מיוחד.

עד עתה הנחנו, שעצם השימוש במנגנון-ההצבעה הוא יעיל. אולם מנגנון-ההצבעה אינו מושלם²⁶. יעילותו כאמצעי לגזירת עמדת הקבוצה מעמדותיהם הפרטיות של חברי הקבוצה מושפעת מכמה פרמטרים²⁷. נוסף על כך יש תנאי מקדמי שהשפעתו על יעילות מנגנון-ההצבעה מכרעת. תנאי זה דורש, שכל פרט בקבוצה יצביע בכנות בהתאם להערכתו הסובייקטיבית את כדאיות העסקה לקבוצה²⁸. במקרים שבהם הפרטים בקבוצה מצביעים בהתאם להערכותיהם את אופן ההצבעה של הפרטים האחרים ("הצבעה אסטרטגית") או בהתאם להערכותיהם את כדאיות העסקה להם מחוץ לקבוצה ("הצבעה תוך ניגוד אינטרסים"), מנגנון-ההצבעה שוב אינו מדד לקיומה של עסקה יעילה. מאמר זה, כאמור, עניינו בעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים²⁹.

24 הטלת איסור על הקבוצה לקנות את הסכמת הסחטן עשויה לשלול את התמריץ של הסחטן לנסות ולסחוט. אולם ספק אם איסור שכזה יהיה ניתן לאכיפה יעילה, מכיוון ש"התשלום" יכול ללבוש צורות הרבה ולהינתן בדרכים מגוונות. אם הסחטן יכיר בכך שאכיפת האיסור אינה יעילה, הוא ינסה לסחוט. לעומת זאת, הטלת אחריות על הסחטן לנזק שנגרם לכל הקבוצה בגין אוכדן העסקה תסייע בצמצום הסחטנות. כאשר הסחטן אינו חשוף לאחריות שכזו, הסיכון שהוא רואה לעצמו עקב כשלון הסחטנות והכשלת העסקה מתבטא בהפסד היחסי שלו בלבד. כאשר ישנה אחריות להפסד הכולל העלול להיגרם לקבוצה הסיכון של הסחטן גדול יותר ומספר המקרים שסחטנות תתבצע יתמעט.

25 ראו גושן, לעיל הערה 19.

26 מרבית המחקרים בניירות ערך מאמצים אסטרטגיה של "אפטיזם רציונלית" הן בשל בעיית טפילות הנובעת מהיותו של המידע מוצר ציבורי והן בשל היעדר תמריצים להשקיע באיסוף מידע, בלימוד ובהצבעה על-פיו (תוחלת הרווח מקבלת החלטה "טובה" נמוכה מעלות השקעתם במידע). ראו R.C. Clark *Corporate Law* (Boston, 1986) 390.

27 ראו ניצן ופרוקצ'יה, לעיל הערה 4; וכן ניצן ופורוש, לעיל הערה 12.

28 ראו סייק, לעיל הערה 5.

29 בבעיית ההצבעה האסטרטגית עסקתי במקום אחר. ראו גושן, לעיל הערה 19.

ב. בעיית ניגודי האינטרסים

1. כללי

לשם פשוטות הניתוח, הוזה לכל קבוצת-מצביעים, נתמקד בבעלי-המניות כקבוצה, משום שיחסית לקבוצות-המשקיעים האחרות מגוון המצבים שבהם נדרשת הצבעתם הוא גדול. נניח שעל סדר-היום של אסיפת בעלי-המניות מונחת הצעה לאשר עסקה לרכישת נכס על-ידי התאגיד מחברה פלונית. ברור שייתכנו חילוקי-דעות בין בעלי-המניות לגבי כדאיות העסקה, בהתאם להערכותיהם הסובייקטיביות את שווי של הנכס הנרכש. אולם אם רוב המצביעים יתמכו בהצעת הרכישה, כי אז סביר יותר שהרוב "צודק" בהערכותיו. זהו, כאמור, עיקר תכליתה של ההצבעה: לגבש עמדה אחת לקבוצה סביב העדפת הרוב, המשמשת מדר לבחירה היעילה.

נניח כעת, כי לאה היא המחזיקה ברוב המניות בתאגיד, כשעל סדר-היום עומדת ההחלטה לרכוש נכס מחברה פלונית, הנמצאת בבעלותה המלאה של לאה. האם במקרה זה, נוכל לומר, שתמיכת הרוב בהחלטה היא מדר לטיבה של העסקה? דומני, שהתשובה שלילית. לאה מצויה במצב של ניגוד אינטרסים: האינטרס שלה כבעלת-מניות בתאגיד מנוגד לאינטרס שלה כבעלים של חברה פלונית. לאה אינה רואה את תוצאות החלטתה במסגרת התאגיד בלבד, ככל בעל-מניות אחר, והשפעת ההחלטה עליה שונה. "טעות" שתגרום לאישור עסקה גרועה (מחיר גבוה מדי) תגרום הפסד לקבוצת בעלי-המניות בתאגיד. לאה כמובן תשא בחלק מן ההפסד. ברם, אותה טעות ממש תהפוך את כל ההפסד (עודף המחיר) לרווח בחברה פלונית הנמצאת בבעלותה המלאה³⁰. הימצאותה של לאה בשני צדי העסקה, כשהיא חובשת שני כובעים, מאפשרת לה להגדיל את רווחתה על חשבון המיעוט כקבוצה. הצבעתו של בעל-המניות המצוי במצב של ניגוד אינטרסים עלולה לבטא את הערכתו בדבר כדאיות העסקה עבורו באופן אישי (או

30 נניח, כי שווי של הנכס הוא 50 ש"ח וכי התאגיד עומד לרכוש אותו במחיר של 150 ש"ח. דהיינו: מחיר מופרז המגלם בתוכו תשלום מיותר של 100 ש"ח מעל שווי של הנכס. בהנחה שללאה 60% מניות בתאגיד, היא תשא בחלקה בתשלום המיותר (60 ש"ח) יחד עם המיעוט שישא ביתרה (40 ש"ח). אולם כבעלת 100% מתברה פלונית היא תקבל את כל מאת הש"ח (60 ש"ח שהפסידה כבעלת-מניות בתאגיד וכן 40 ש"ח שהפסיד המיעוט). מבחינתה, כל תוספת של 1 ש"ח למחיר תגרום לה הפסד של 0.6 ש"ח בתאגיד ולרווח של 1 ש"ח בחברה פלונית (ללא כל קשר לטיב העסקה). ההפרש הוא כמובן על חשבון המיעוט.

בכשירות אחרת), אך לא עבור כלל הקבוצה. להצבעה כזו אין כל ערך אינפורמטיבי בדבר החלופה העדיפה יותר לקבוצה.

בעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים בולטת במיוחד במצבים שבהם המצביע מצוי משני עברי העסקה. אולם בעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים מוצאת את ביטוייה גם במצבים שבהם העסקה לובשת חזות שוויונית, והימצאותו של המצביע משני עברי העסקה סמויה מן העין. למשל: הצבעה על תיקון התקנון באופן שייקבע בו כך: לכל מניה יהיו עשרה קולות במקום קול אחד; מכירתה של המניה תגרום לאובדן הקולות העודפים כך שלרוכש המניה יהיה רק קול אחד למניה; החזקת המניה שלוש שנים רצופות תגרום להשבת הקולות העודפים³¹. לכאורה זהו שינוי שוויוני, שאין לגביו שני צדדים של עסקה. ברם, ברור שתוצאת השינוי היא יצירת שני סוגי מניות (ארגון-מחדש של זכויות הצבעה), כך שמוענקת עדיפות לבעלי-השליטה על-חשבון בעלי מניות-המיעוט³². לבעלי-השליטה עניין בהחזקה ארוכת-טווח, ואילו בעלי מניות-המיעוט סוחרים במניות בתדירות גדולה יותר. לפיכך, כוח ההצבעה שאובד למניות-המיעוט עובר לבעלי-השליטה ולמעשה מעניק להם הגנה מפני השתלטות אף ללא החזקה של מעל 50% מן ההון³³.

מכל-מקום, אין להסיק ממצבים אלו, שכל העסקאות המתבצעות תוך ניגוד אינטרסים הן עסקאות רעות (לא-יעילות). בהחלט ייתכנו מצבים שבהם עסקה המתבצעת תוך ניגוד אינטרסים היא העסקה הטובה ביותר לקבוצה, בהשוואה לעסקאות חלופיות שאינן נגועות בניגוד אינטרסים. למשל: החברה זקוקה לאשראי, ולאה בעלת-השליטה מוכנה להעניק הלוואה לחברה. שיעור הריבית על ההלוואה נקבע בין השאר על-פי המידע הקיים על החברה. קשה להעביר תמונת-מידע מדויקת על החברה למלווה חיצוני, בין השאר משום שחלק מן המידע מבוסס על הערכות ומשום שהמלווה נוטה להתייחס בחשדנות למידע שנמסר לו. לעומת זאת, ללאה נגישות טובה יותר למידע והערכה טובה יותר של אמינותו. לכן ייתכנו מצבים שבהם נטילת הלוואה מבעל-השליטה תהיה זולה יותר. לעתים עסקאות מסרימות אינן אפשריות כלל, אלא עם הגורם המצוי בניגוד אינטרסים. למשל: בעוד שקבלת הלוואה לחברה המצויה בקשיים ממלווה

31 ראו *Williams v. Geier* 671 A.2d 1368 (1996).

32 ראו J. N. Gordon "Ties that Bond – Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice" 76 *Cali.L.Rev.* (1988) 1.

33 נניח כי בעלי-השליטה מחזיקים ב-30 מניות מתוך 100 מניות והיתרה מצויה בידי הציבור כפיזור רחב. לפני השינוי כוח הצבעה של הציבור שווה ל-70%. לאחר השינוי, בהנחה שהמניות של הציבור נסחרות, ירד כוחן לכ-19% (70 קולות מתוך 370), ואילו כוח ההצבעה של בעלי-השליטה יעלה לכ-81%. בדרך זו, ללא כל השקעה הונית, חברה שניתן היה להשתלט עליה הופכת לחסינה מפני השתלטות עוינת.

חיצוני היא כמעט בלתי-אפשרית, בעלי-השליטה יהיו מוכנים להעמיד אשראי לחברה. כך גם ייתכנו מצבים שבהם הגורם המצוי בניגוד אינטרסים נהנה מיתרון תחרותי כלשהו בשוק או אפילו מיתרון הגובע מעצם קרבתו לקבוצה, שיהפכו את העסקה עמו לעסקה העדיפה ביותר לקבוצה.

העובדה שהעסקאות המתבצעות תוך ניגוד אינטרסים הן בחלקן טובות (יעילות) ובחלקן רעות (לא-יעילות), היא ההופכת את ההתמודדות עם בעיית ניגוד האינטרסים למורכבת. בשל העובדה שטיבן של העסקאות קשה למדידה, קשה גם לערוך מחקרים אמפיריים שיתנו מידע בדבר השכיחות של העסקאות הרעות לעומת העסקאות הטובות במשק נתון. עם זאת ברור, שכל פתרון לבעיית ניגודי האינטרסים מגלם בתוכו הנחה מסוימת בדבר שיעורן של העסקאות הטובות מכלל העסקאות.

2. דוגמאות

ככלל, כל קבוצת-משקיעים הנדרשת לקבל החלטות בהצבעה חשופה לבעיית ניגודי האינטרסים. כדי להמחיש את מגוון המקרים שבהם הבעיה מתעוררת, נציג כמה דוגמאות:

1. עסקה עם בעלי שליטה. עסקה בין החברה ובין מי ששולט בה, או בין החברה ובין צד שלישי שלבעל-השליטה יש עניין בו, היא עסקה הנעשית מעצם טיבה תוך ניגוד אינטרסים; שכן בעל-השליטה מצוי משני עברי העסקה — פעם כמצביע יחד עם בעלי-המניות המתבקשים לאשר את העסקה, ופעם כצד האחר לעסקה. כמצב זה בעל-השליטה מצוי בניגוד אינטרסים, העלול לגרום לו להעדיף את עצמו על-פני התאגיד, ממש כמו בדוגמא שהובאה לעיל³⁴.

2. עסקה בין נושים לחברה. עסקה בין קבוצת-נושים של החברה — למשל: מחזיקי אגרות-חוב — ובין החברה (בעקיפין בעלי-המניות), אינה מעוררת בדרך-כלל בעיה של ניגודי אינטרסים; שכן כל עוד מדובר בשתי קבוצות נפרדות של משקיעים, ההנחה היא שכל קבוצה תתמוך בעסקה כלשהי רק אם היא כדאית עבורה. אולם לעתים ישנם משקיעים המחזיקים בו-זמנית הן במניות הן באגרות-חוב. כמצב זה מתעורר החשש, שמשקיעים אלו יצביעו בכשירות אחת כדי להיטיב עם עצמם בכשירות האחרת. נניח, שעל הפרק עומדת החלטה לדחות את מועד פרעון של אגרות-חוב מסוימות כ-15 שנים מבלי לפצות את בעלי אגרות-החוב בתוספת ריבית. החלטה זו מיטיבה עם החברה (בעלי-המניות) ופוגעת בבעלי אגרות-החוב בשל הגדלת הסיכון לאי-פירעון הקרן. כמצב רגיל יש להניח, שבעלי אגרות-החוב יתמכו בהחלטה רק אם החברה (בעלי-

34 עסקאות נפוצות, למשל, הן אלו המתבצעות בין חברות-אם לחברות-בת.

המניות) יציעו תמורה הולמת בעד ההסכמה. מנגד, במצב שבו חלק מהמשקיעים מחזיקים מניות באחוז גדול יותר משיעור ההון שהם מחזיקים באגרות-חוב, הם מצויים במצב של ניגוד אינטרסים העלול להביא לתמיכתם בהחלטה גם אם התמורה המוצעת אינה הולמת³⁵. ההפסד שייגרם להם כבעלי אגרות-חוב יקוּז ברווח גדול יותר שייזקף לזכותם כבעלי-מניות.

מובן שגם המצב ההפוך אפשרי. נניח שעל הפרק עומדת החלטה לוותר על האחריות המוגבלת. החלטה זו מיטיבה עם הנושים ופוגעת בבעלי-המניות, באפשרה לנושים לרדת גם לנכסיהם הפרטיים של בעלי-המניות. במצב רגיל יש להניח, שבעלי-המניות יתמכו בהחלטה כזו רק אם הנושים יציעו תמורה הולמת בעד ההסכמה. מנגד, במצב שבו חלק מהמשקיעים נושים בחברה בשיעור גבוה יותר מהחזקותיהם במניות, הם מצויים במצב של ניגוד אינטרסים העלול להביא לתמיכתם בהחלטה גם אם התמורה המוצעת אינה הולמת³⁶. ההפסד שייגרם להם כבעלי-מניות יקוּז ברווח גדול יותר שייזקף לזכותם כנושים.

3. עסקה בין שני סוגים של בעלי-מניות. עסקה בין מחזיקים של שני סוגים של מניות לא תעורר בעיה של ניגודי אינטרסים כל עוד מדובר בשתי קבוצות שונות של משקיעים. ההנחה היא, שכל קבוצה תתמוך בעסקה רק אם היא טובה עבורה. אולם במצב שבו ישנם משקיעים המחזיקים בשני סוגי המניות, הם עלולים לתמוך בהחלטה שתפגע בהם בכשירותם כמחזיקים בסוג מניות אחד, אך תיטיב עמם יותר בכשירותם כמחזיקים בסוג המניות האחר. נניח שלחברה מסוימת שני סוגי מניות, עדיפות ונחותות, הנבדלות זו מזו בכוח ההצבעה שלהן, ועל הפרק עומדת החלטה על השוואת זכויות הצבעה. החלטה כזו מחייבת הסכמת שתי הקבוצות, שכן מדובר בעסקת-חליפין של מתן כוח-הצבעה תמורת זכויות הוניות; בעלי-המניות העדיפות יוותרו על חלק מכוח ההצבעה ויקבלו בתמורה זכויות נוספות בהון החברה מבעלי-המניות הנחותות. במצב רגיל יש להניח, שכל קבוצה תתמוך בהחלטה רק אם היא סבורה שהתמורה (כוח הצבעה או זכויות הוניות) הולמת את הויתור (זכויות הוניות או כוח הצבעה, בהתאמה). אולם במצב שבו ישנם משקיעים המחזיקים בשני סוגי המניות בשיעורים שונים, מתעורר החשש שהם יצביעו בכשירות אחת כדי להיטיב עם עצמם בכשירות האחרת³⁷. למשל: המחזיקים במניות הנחותות יתמכו בהשוואת הזכויות, גם כאשר זכויות ההון המתבקשות מופרזות, כדי ליהנות מהתמורה העורפת בכשירותם כמחזיקים בכמות גדולה יותר של מניות עדיפות.

35. ראו, למשל *Aladdin Hotel Co. v. Bloom* 200 F.2d 627 (8th Cir., 1953).

36. ראו, למשל, ע"א 524/88 "פרי העמק" נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529 (להלן: הלכת פרי העמק).

37. ראו, למשל, ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי פיא, פ"ד מז(2) 329 (להלן: הלכת לאומי פיא).

ג. פתרונות אפשריים

כל קבוצת מחזיקים בניירות-ערך חשופה לבעיית ניגודי האינטרסים, שכאמור יכולה להתעורר במגוון מצבים. דיני החברות מתמודדים עם בעיית ניגודי האינטרסים במגוון פתרונות שאת עיקרם נסקור להלן.

1. איסור עסקאות בניגוד אינטרסים: הסכמה פה אחד

הפתרון המצוי בקצה אחד של קשת הפתרונות הוא הטלת איסור על כל עסקה הנעשית בניגוד אינטרסים. פתרון זה מאמץ את ההנחה, שבעיית ניגודי האינטרסים אינה פתירה ולכן שולל את העסקה עצמה. אכן, אחד הפתרונות הראשונים שאומצו על-ידי בתי-המשפט היה ברוח הפתרון המטיל איסור גורף על ביצוען של עסקאות המתבצעות תוך ניגוד אינטרסים. כל עסקה שנעשתה במצב של ניגוד אינטרסים היתה ניתנת לביטול על-ידי החברה, ללא כל קשר למידת כדאיותה לחברה³⁸.

למעשה, האיסור על ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים שקול לדרישת רוב של מאה אחוזים (פה אחד). דרישת רוב כזו מבטלת כליל את בעיית ניגודי האינטרסים, שכן כל הקבוצה נדרשת להסכים לביצועה של העסקה. אכן, הטלת האיסור הגורף נועדה להגן מפני ניגודי אינטרסים. אולם ההגנה אינה מפני תופעת ניגודי האינטרסים, כשלעצמה — עצם ההימצאות של פרט בקבוצה משני עברי העסקה; אלא מפני תוצאותיה השליליות — הפגיעה המהותית העלולה להיגרם לקבוצה עקב ביצועה של העסקה למרות התנגדות המיעוט. לכן ברור, שהאיסור המוחלט חייב לסגת במקרה שיש רוב של מאה אחוזים התומך בביצוע העסקה³⁹. כאשר כולם מסכימים, אין סיכון לפגיעה מהותית באף פרט בקבוצה ואין לאיסור המוחלט על מי להגן. התוצאה היא, שדרישת פה אחד לאישורן של עסקאות הנגזרות בניגוד אינטרסים היא שקולה בתוצאותיה להטלת איסור על ביצוען של עסקאות כאלו.

דומה, כי אין חולק על כך שפתרון המבוסס על הטלת איסור גורף על ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים אכן "פותר" את הבעיה. עסקאות הנגזרות במצב של ניגוד אינטרסים כמעט שלא תבוצענה במשטר האוסר כליל את ביצוען⁴⁰. בהנחה שמרבית העסקאות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים הן רעות (לא-יעילות), כי אז לפתרון זה גם יתרון

38 ראו, למשל, H. Marsh "Are Directors Trustees? – Conflicts of Interest and Corporate Morality" 22 Bus. Law. Rev. (1966) 35.

39 ראו, למשל, צ' כהן "שחרור דירקטורים מאחריות" עיוני משפט ט (תשמ"ג) 301, 337.

40 עם זאת, מכיוון שמערכת האכיפה ומערכת הגילוי אינן מושלמות, עדיין ייתכנו עסקאות שכאלה, ממש כשם שייתכנו מעשי גניבה למרות האיסור על כך.

חשוב: פשטות. הכלל קל ליישום, משום שקל יותר לאתר מצב של ניגודי אינטרסים מאשר לבחון את טיבן של העסקאות עצמן. בד-בבד הוא מונע כמובן גם את מרבית העסקאות הרעות.

אולם בהנחה שיש שיעור בלתי-מבוטל של עסקאות טובות (יעילות) המתבצעות תוך ניגוד אינטרסים, לפתרון הפשוט יש מחיר כבד: אוברדן של העסקאות הטובות. פתרון זה מבוסס על עמדה שלילית בסיסית כנגד ביצוע עסקאות תוך ניגוד אינטרסים, המייקרת מאוד עסקאות שכאלו לצד הנגוע בניגוד אינטרסים; שכן עוברת היותן של עסקאות אלו ניתנות לביטול מעניקה לחברה למעשה אופציה חינם הניתנת להפעלה בדיעבד. כל עוד העסקה טובה, החברה תאמץ, אך במקרה שהחברה תמצא, בדיעבד, כי העסקה אינה כדאית, היא תהיה רשאית לבטלה. יש לשער, כי בתנאים אלו מעטים יהיו להיכנס לעסקאות שכאלו. יתר על כן: העובדה שנדרש רוב של מאה אחוזים לשם אישור העסקה תקשה גם על אישורן של עסקאות שהחברה מעוניינת בהן, בשל העצמת הסיכון לטעות ויצירת חשיפה מקסימלית לבעיית הסחטנות. כל מצביע יכול לגרום לאוברדן העסקה בין אם התנגדותו נובעת מסחטנות בין אם מטעות בתום-לב באשר לכדאיות העסקה.

הימנעות מאוברדן של העסקאות הטובות אינה יכולה לדור בכפיפה אחת עם מנגנון שאינו מבחין בין שני סוגי העסקאות. מטעם זה ברור, שהטלת איסור גורף או דרישת רוב של מאה אחוזים אינן יכולות לשמש פתרון לבעיה הכללית של ניגודי האינטרסים בכל הקשר שבו היא מתעוררת. זהו פתרון קיצוני למדי.

למעשה, עדיף שלא להתייחס לדרישת רוב של פה אחד כאל "פתרון", אלא להשקף על דרישת הרוב של מאה אחוזים כעל הצבת הגבול ל"שלטון הרוב". הכפיפות לדעת הרוב, המתחייבת מעצם ההצטרפות לקבוצה מסוימת של מצביעים, מסתיימת ברגע שנדרש רוב של מאה אחוזים. התחום שבו נדרשת הסכמה פה אחד הוא למעשה תחום הנשמר לאוטונומיה של הפרטים בקבוצה לפעול באופן אינדיבידואלי ולא כקבוצה. במוכן זה דרישת רוב של מאה אחוזים אינה פתרון של בעיית ניגודי האינטרסים — הנובעת מעצם הכפיפות לשלטון הרוב — אלא תוחמת את גבולותיה. כיוון שכך, יש לצמצם את דרישת ההסכמה פה אחד למקרים המיוחדים שבהם ראוי לשחרר את הפרטים בקבוצה מהכפיפות לשלטון הרוב.

2. צמצום החשיפה לניגוד אינטרסים: רוב מיוחס

פתרון אחר להתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים מאפשר לבצע עסקאות תוך הכשרתן באמצעות מנגנון-ההצבעה, על-ידי קביעת שיעורי "רוב" הגבוהים מ"רוב רגיל" בהתאם למידת החשיפה לסיכון של ניגודי אינטרסים. ההנחה היא, שניתן לחלק את ההחלטות לסוגים שונים בהתאם למידת הסכנה לקיומם של ניגודי אינטרסים סביב החלטות אלו. ככל שסכנת ניגודי האינטרסים גדולה יותר, נדרוש רוב גדול יותר. למשל:

בהחלטות שעניינן מהלך העסקים הרגיל של החברה ההנחה היא, שסכנת ניגודי האינטרסים נמוכה וניתן להסתפק ברוב רגיל. לעומת זאת, בהחלטות בדבר שינויים מבניים (שינוי תקנון, מיזוג וכדומה) יש חשש גדול יותר לקיומם של ניגודי אינטרסים ולכן נדרש רוב מיוחס. מנגנון זה אינו מבוסס על איתור ניגוד אינטרסים קונקרטי, אלא על הערכת הפוטנציאל לקיומם של ניגודי אינטרסים באופן כללי.

דרישת הרוב המיוחס מבוססת על ההנחה, שישנן החלטות מסוימות אשר מעצם טיבן חשופות להצבעה תוך ניגוד אינטרסים וכי דרישת רוב מיוחס לקבלת החלטות אלו תצמצם את הסיכון לקבלת החלטה הפוגעת בקבוצה, כיוון שהשגתו של הרוב המיוחס מחייבת להגיע לרמה גבוהה של זהות אינטרסים בין טובת הקבוצה ובין טובת הרוב. ברור, למשל, שדרישת רוב של מאה אחוזים מבטיחה זהות אינטרסים מלאה בין טובת הרוב לטובת הקבוצה באותן החלטות שאכן התקבלו ברוב זה. לעומת זאת, דרישה לרוב מיוחס של שבעים וחמישה אחוזים אינה מבטיחה זהות אינטרסים מלאה, אך יש בה כדי להשיג זהות אינטרסים גדולה יותר בין טובת הקבוצה לטובת הרוב מאשר בדרישה לרוב רגיל⁴¹. בעל-שליטה המתזיק ברוב מיוחס — למשל: שבעים וחמישה אחוזים — אמנם יכול לקבל כל החלטה שיחפוץ, אך בשל שיעור אחזקותיו הגדול סביר כי מספר המקרים שבהם לא תתקיים זהות אינטרסים בין טובתו לטובת הקבוצה יצטמצם⁴². אם אין הוא מחזיק אלא ברוב רגיל, יהיה עליו להשיג תמיכה של חלק משאר המצביעים. יכולתו של בעל-השליטה להשיג תמיכה שכזו מותנית באיכות ההחלטה העומדת על הפרק. ככל שבעל-השליטה יצטרך להשיג תמיכה של חלק גדול יותר מן המצביעים האחרים, כך עליו להבטיח זהות אינטרסים בין טובת הקבוצה לאיכות ההחלטה המוצעת.

ניתן להשקיף על עמדה זו כהעדפתה של דעת-המיעוט בשמירת הסטטוס-קוו⁴³. למעשה, למיעוט ניתן כוח, על-אף שאינו רוב הקבוצה, לבלום את שינויו של הסטטוס-קוו. כאשר ישנה דרישה לרוב מיוחס של שבעים וחמישה אחוזים לקבלת החלטה מסוימת, די בהתנגדות של מיעוט הגדול מעשרים וחמישה אחוזים כדי למנוע את קבלת ההחלטה והותרת המצב על כנו.

אכן, דרישת הרוב המיוחס עשויה לצמצם את מספר המקרים שבהם תובאנה להכרעה החלטות הנגועות בניגוד אינטרסים. יתרונה העיקרי של דרישת הרוב המיוחס

41 ההסתפקות ברוב מיוחס בלבד גורעת לצמצום את ניגודי האינטרסים בין טובת הקבוצה לטובת הרוב, תוך הקטנת ההסתברות להיווצרותה של סחטנות מצד המיעוט: שכן ככל שהרוב הנדרש גבוה יותר, כן מצטמצמים ניגודי האינטרסים, מחד גיסא, וכן גדל כוחו של המיעוט לבלום את קבלת ההחלטה מתוך רצון לסחוט לעצמו טובות-הנאה, מאידך גיסא.

42 M.C. Jensen & W.H. Meckling "Theory of the Firm – Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure" 3 *J.Fin.Econ.* (1976) 305

43 ראו ניצן ופורוש, לעיל הערה 12.

הוא בכל אותם מצבים שבהם אין ניגוד אינטרסים קונקרטי או במקרים של ניגודי אינטרסים סמויים מן העין⁴⁴. דרישת הרוב המיוחס מצמצמת את מספר המקרים שבהם תתעורר בעיה של ניגוד אינטרסים בעת אישורן של עסקאות, ובעקיפין מקטינה את אפשרות התממשותם של ניגודי אינטרסים נסתרים.

אולם במקרים שבהם ניגודי האינטרסים גלויים, דהיינו: מצב קונקרטי שבו יש גורם המצוי משני עברי העסקה — דרישת הרוב המיוחס אינה נותנת שום הגנה למיעוט. במובן זה דרישת הרוב המיוחס היא שרירותית ואינה מתמודדת ישירות עם בעיית ניגוד האינטרסים. דרישת הרוב המיוחס כשלעצמה אינה נותנת הגנה למיעוט במקרה שלבעל-השליטה רוב מיוחס, ועל הפרק עומדת החלטה המעדיפה אותו על-פני הקבוצה. מנקודת-המבט של התמודדות עם ניגודי אינטרסים קונקרטיים דרישת הרוב המיוחס מיותרת: אם ההחלטה שעל הפרק אינה נגועה בניגודי אינטרסים, אין צורך ברוב מיוחס (בשל הגדלת הסיכוי לטעות והחשיפה לסחטנות); ואם ההחלטה שעל הפרק נגועה כבר בניגודי אינטרסים קונקרטי, רוב מיוחס לא יועיל.

סיכומו של דבר: דרישת הרוב המיוחס ממעטת את מספר המקרים שבהם ייווצרו ניגודי אינטרסים, אך במקרים שכבר נוצרו ניגודי אינטרסים אין היא נותנת כל מענה. המחיר הוא, כאמור, הגדלת הסיכון לטעות והחרפתה של בעיית הסחטנות.

3. חובת אמונים והגינות העסקה: רוב רגיל

פתרון נוסף לבעיית ניגודי האינטרסים מבוסס על מתן היתר למי שמצוי בניגוד אינטרסים להצביע תוך בחינת תנאי העסקה. הפתרון מאפשר את ביצוע העסקאות, אך בוחן אובייקטיבית את טיבן.

1. חובות אמונים של בעלי-שליטה. שיקול-הדעת המסור לרוב לקבוע את העדפת הקבוצה מעניק לו כוח להשפיע על רכושו של המיעוט. החשש מפני בעיית ניגודי האינטרסים מחייב להציב גבולות לשיקול-הדעת המסור לרוב. חובת האמונים היא מגבלה שהדין מטיל על הרוב המחייבת אותו להפעיל את כוחו בתום-לב לטובת הקבוצה כולה. חובת האמונים היא מנגנון שבו למצביע, המצוי בניגוד אינטרסים, מותר להצביע, תוך אפשרות לבחון ולבקר את אופן הצבעתו. מנגנון זה מבוסס על בחינה

44 קיומם של ניגודי אינטרסים אינו לובש תמיד צורה ברורה של מצביע המצוי משני עברי העסקה. לעתים התועלת למצביע נובעת מהגדלת כוחו או חלקו בקבוצה. למשל: שינוי תקנון המחייב את כל בעלי-המניות המעוניינים למכור את מניותיהם להציען רק לבעלי-המניות הקיימים. לכאורה תיקון זה הוא שוויוני, אולם בפועל הוא נותן יתרון למי שברשותם משאבים כלכליים גדולים יותר ומעוניינים להחזיק במניות לאורך זמן. במצבים אלו בדרך-כלל אין מדובר בעסקה עם הקבוצה, אלא בעסקה המשנה את הזכויות בתוך הקבוצה — עסקה בין הרוב לבין המיעוט הנגועה כמובן בניגוד אינטרסים.

מהותית אובייקטיבית של איכות ההחלטה שהתקבלה — הנעשית בדיעבד על-ידי גוף אובייקטיבי, בדרך-כלל בית-המשפט — ועל-פי קריטריונים אובייקטיביים. הטלתה של חובת אמונים על המצביעים לראות אל מול עיניהם את טובת הקבוצה, ולא שום אינטרס חיצוני אחר, חייבת להיבחן על-פי הדרך לאכיפתה. דהיינו: במקרה שהרוב מפר את החובה, מהו הסעד העומד למיעוט? התשובה היא: פנייה לבית-משפט. כיצד יכריע בית-המשפט בשאלה, האם הופרה חובת האמונים? הדרך היחידה היא בחינה אובייקטיבית של איכות ההחלטה שהתקבלה. נגיד, שבעל-שליטה מכר לחברה נכס במחיר 100 ש"ח, והעסקה אושרה בתמיכתו. בעל מניות-מיעוט שיטען כי העסקה אושרה תוך הפרת חובת האמונים, יחייב את בית-המשפט להכריע בין השאר בשאלה, האם אכן שוויו של הנכס הוא 100 ש"ח? הכרעה בשאלת השווי תעשה על-פי קריטריונים אובייקטיביים, למשל: על-ידי מינוי שמאי מטעם בית-המשפט⁴⁵.

2. הגנת ההגנות. הדין האמריקני בחר ללכת בדרך ישירה באמצעו את "מבחן ההגנות" (Fairness Test). על-פי דוקטרינה זו, עסקאות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים נבחנות לגופן: האם הן הוגנות. המדר המקובל להגנות מבוסס על בחינה מהותית אובייקטיבית של תנאי העסקה, בהשוואה ל"תנאי השוק", ומידת נחיצותה לחברה⁴⁶. השוני בין הדין האמריקני לדוקטרינה דלעיל הוא רק בהגדרת החובה. על-פי דוקטרינת "חובת האמונים", החובה היא לפעול ל"טובת הקבוצה", והשימוש במדר אובייקטיבי לבחינת איכות ההחלטה שהתקבלה הוא אמצעי לאתר את הפרת החובה. לעומת זאת, הדין האמריקני מגדיר ישירות את החובה עצמה המוטלת על הרוב כתובת ההגנות, שמשמעותה כי הרוב נדרש לקבל החלטה איכותית לפי מדר אובייקטיבי. לכן, במהותה, חובת האמונים ניתנת להכללה תחת "מבחן ההגנות".

45 בקבוצת המגנונים המבוססים על בחינה בדיעבד של איכות ההחלטה שהתקבלה ניתן להכליל כמה דוקטרינות משפטיות, שהתפתחו כדוקטרינות עצמאיות, אך למעשה ניתן להכלילן תחת הכותרת של חובת אמונים. למשל: הדוקטרינה המחייבת כי "שינוי של מסמכי היסוד יעשה בתום לב לטובת החברה" מתבססת על בחינה בדיעבד של כל שינוי שנעשה, האם אכן הוא לטובת החברה (צ' כהן "שינוי תקנותיה של החברה הרשומה — הדין הקיים והצעות לשיפור" מחקרי משפט ב (תשמ"ב) 82). כך גם הדוקטרינה האוסרת את "עושה המיעוט" — המוגדר כהעברת רכוש המיעוט לרוב או העברת רכוש החברה לרוב — מחייבת בחינה מהותית אובייקטיבית של השאלה האומנם הועבר "רכוש" כלשהו אל הרוב? (למשל: ע"א 594/79 פאקא תעשיות כע"מ נ' רוטנברג, פ"ד לו(3) 309). ולבסוף, הדוקטרינה האוסרת "קיפוח בעלי מניות" — המוגדר כפגיעה בציפיות לגיטימיות של בעלי-המניות (גם אם אין הפרה של זכות מפורשת) — מחייבת בחינה מהותית אובייקטיבית של השאלה, האומנם נפגעו ציפיות לגיטימיות? (למשל: ע"א 275/89 דוידזון נ' אורנשטיין, פ"ד מו(1) 125).

46 ראו קלארק, לעיל הערה 26, בעמ' 166.

הפתרון המבוסס על בחינת הגינותה של העסקה מאפשר למעשה למי שמצוי בניגוד אינטרסים לכפות את העסקה על המיעוט, בהנחה שהוא מחזיק ברוב כוח ההצבעה. ההגנה הניתנת למיעוט היא אפשרות הפנייה לבית-המשפט בטענה שהעסקה אינה הוגנת. למיעוט לא מובטחת העסקה הטובה ביותר שניתן להשיג וכך גם לא מובטחת להם עסקה מצוינת. למיעוט מובטחת אך ורק עסקה הוגנת – עסקה שבה יקבלו חלק כלשהו מן הרווח שנוצר בעקבותיה ובלבד שהעסקה תשקף כתנאיה עסקה דומה בין קונה מרצון למוכר מרצון. השימוש במדד של שווי אובייקטיבי אינו מכיר בלגיטימיות של מאפיינים ייחודיים או הערכות ייחודיות של בעלי הנכס, על-אף ההשפעה שיש להם על ערכו הסובייקטיבי של הנכס.

הפתרון מחייב הזדקקות לבית-המשפט כאמצעי לבחינה אובייקטיבית של טיב העסקה. בית-המשפט יהא חייב להסתמך על הערכות שווי של גופים מקצועיים. ברם, הערכה "אובייקטיבית" של נכס אינה מדע מדויק. הערכות שווי מבוססות על הנחות המושפעות מההערכה הסובייקטיבית של המערך בדבר אפשרות התרחשותם של אירועים עתידיים ומידת השפעתם. כיוון שכך, הערכות שווי חשופות להטיה הנובעת מן הקשר שבין מזמין ההערכה ובין המערך. בדרך-כלל ההטיה היא לטובת הגורם המעוניין בביצוע העסקה⁴⁷. למרות המגרעות הטמונות במנגנון המתבסס על בית-המשפט ועל גופים מקצועיים לביצוע הערכות שווי, אין בנמצא שום אמצעי אחר היכול לקבוע שווי אובייקטיבי של נכס. "שווי אובייקטיבי" הוא מושג חמקמק, בהיותו למעשה תוצר של מגוון הערכות סובייקטיביות. המעבר מעסקאות המבוססות על הסכמה, המבטאת שווי סובייקטיבי, לעסקאות שהרוב יכול לכפותן על המיעוט, המחייבות קביעת שווי אובייקטיבי, גורר עמו את התוצאה הבלתי-נמנעת של אי ודאות.

4. איסור הצבעה בניגוד אינטרסים: רוב מתוך מיעוט

הפתרון המשמר את כוחה של ההצבעה ככלי לאיתור הסכמת הקבוצה מבוסס על הטלת איסור להשתתף בהצבעה על מי שמצוי בניגוד אינטרסים ("רוב של המיעוט")⁴⁸. מכיוון שאין כל ערך אינפורמטיבי, בדבר איכות העסקה, בהצבעתו של מי שמצוי בניגוד אינטרסים – אין הוא רשאי להצביע. הצבעתו מבטאת ממילא רק את הערכתו הסובייקטיבית בדבר טיב העסקה עבורו ולא עבור הקבוצה. חברי הקבוצה שאינם

47 L.A. Bebechuk & M. Kahan "Fairness Opinions – How Fair Are They and What Can Be Done About It?" *Duke L.J.* (1989) 27.

48 פתרון זה מושג גם במקרים שבהם נדרשת חלוקה לקבוצות מצביעים לפי האינטרסים שלהם. מכיוון שאופן הצבעתה של קבוצת-הנגועים בניגוד אינטרסים צפויה וידועה ומכיוון שנדרשת הסכמת כל הקבוצות, הרוב מתוך קבוצת הבלתי-נגועים הם שיכריעו את התוצאה.

נגזעים בניגוד אינטרסים הם הקבוצה הרלבנטית לקבלת ההחלטה. כדי לדעת אם העסקה טובה לקבוצה, על שאר חברי הקבוצה להצביע, והרוב שיתקבל מבין שאר חברי הקבוצה יקבע את "העדפת הקבוצה". כל מצביע בקבוצה זו מבטא מידע והערכות שיש לו בדבר העסקה, והתוצאה המתקבלת היא שקלול של כלל המידע וההערכות של חברי הקבוצה. גם במקרה זה עמדת הרוב היא העדיפה, מכיוון שהסתברותית זוהי הבחירה היעילה.

הטלת איסור הצבעה על מי שמצוי בניגוד אינטרסים שוללת ממנו הן את היכולת להשפיע על גורל נכסיו המוחזקים יחד עם הקבוצה והן את האפשרות לכפות את העסקה על הקבוצה. ההישענות על הסכמה, שהיא ביטוי להערכות סובייקטיביות של חברי הקבוצה, מיתרת כמובן את הצורך להסתמך על בית-המשפט שיבצע בחינה מהותית של טיב העסקה תוך שימוש בהערכה אובייקטיבית.

אכן, כל עוד שאר חברי הקבוצה המצביעים (המיעוט) הם קבוצה גדולה, סביר שתוצאת ההצבעה אכן תשקף את העדפת הקבוצה. אולם העברת כוח ההכרעה למיעוט עלולה במקרים מסוימים לסכל את ביצוען של עסקאות יעילות. כאשר המיעוט קטן, מתעורר החשש שתבריו יאמצו אסטרטגיה של סחטנות. מכיוון שברור שהרוב המצוי בניגוד אינטרסים מעוניין בביצוע העסקה, המיעוט, או חלק מחבריו, ינסה לסחוט נתח גדול יותר מן הרווח הצפוי מן העסקה. כל עוד שיעור הסחיטה יותיר רווח כלשהו בידי הרוב, ייתכן שהעסקה תבוצע. אולם במקרים שהמיעוט, או חלק מחבריו, ינסה לסחוט יתר על המידה, הוא יכשיל עסקה יעילה. כך גם עלול לקרות אם חלק מחבריו המיעוט ינסו לסחוט את שאר חבריהם לקבוצת-המיעוט⁴⁹. עם זאת, ייתכנו מקרים שבהם גם סחיטה "סבירה" תכשיל את העסקה אם הרוב יסרב אסטרטגית להיכנע כדי ליצור לעצמו מוניטין של "קשות" לקראת עסקאות עתידיות.

49 בעיית הסחטנות מחייבת לתת הגנה לרוב מפני המיעוט. ההתמודדות עם בעיית הסחטנות במסגרת המנגנון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט יכולה להיעשות על-ידי הטלת חובת אמונים על המיעוט, שכעת בידיו הכוח להשפיע על רכישו של הרוב. מי שביריו הכוח להשפיע על רכישו של אחר, בין אם הוא מיעוט בין אם הוא רוב, חייב להפעיל את כוחו בתום-לב לטובת הקבוצה כולה. נסיון סחטנות ייחשב להפרה של חובת האמונים. אולם כדי לקבוע אם מדובר בסחטנות או במיקוח לגיטימי נוקשה, יהיה הכרח לבחון את תנאי העסקה שהמיעוט דחה; שכן הכיטוי החיצוני של סחטנות (הצבעה נגד) זהה לכיטוי החיצוני של מי שסבור כי העסקה אינה כדאית. כדי לקבוע אם אכן מדובר בסחטנות, יהיה צורך לפנות לבית-משפט שיבחן את טיב העסקה שהמיעוט מונע את קבלתה, על בסיס הערכות שווי אובייקטיביות.

5. אי-התערבות

הפתרון המצוי בקצה האחר של קשת-הפתרונות הוא אי-התערבות. לכאורה אין בכך "פתרון" לבעיה, אך למעשה משמעות הדבר היא, שהשוק יצטרך לעצב פתרונות פרטניים במקום הסדר כללי שייקבע בחוק. האם פתרון זה יעיל יותר? כדי לבחון זאת נניח תחילה ששום חברה אינה מאמצת שום הגנה מפני הצבעה תוך ניגוד אינטרסים. המשקיעים בניירות-הערך השונים מודעים לכך, שיש סיכון כי בכל קבוצה שיצטרפו אליה עלול להיווצר מצב של ניגוד אינטרסים שיפגע בהם. למשל: רכישת איגרת-חוב עלולה לחשוף את המשקיע לסיכון שהחברה (בעלי-המניות) תרכוש בהדרגה את רוב אגרות-החוב ואחר-כך תעביר החלטות לביטול חובת תשלום הריבית או הקרן תוך שימוש בכוח ההצבעה שרכשה⁵⁰. הצבעה תוך ניגוד אינטרסים חושפת את חברי הקבוצה לסיכון של נישול.

ללא הגנה מפני הצבעה תוך ניגוד אינטרסים יימנעו המשקיעים מלרכוש ניירות-ערך. במודל של שוק משוכלל ההנחה היא, שהשוק מגלם את עלויות הנציג (במקרה זה סכנת הנישול) במחיר נייר-הערך⁵¹. ולכן מחיר נייר-הערך יהיה אפס. למשקיעים ברור, כי מי שיהיה מוכן לשלם מחיר חיובי כלשהו עבור נייר-הערך יצור תמריץ לחלק מהחברות לפעול לנישולו מאותו שווי חיובי שייחס לנייר-הערך. לכן המשקיעים מצדם לא יהיו מוכנים לכתחילה לייחס לנייר-הערך שום שווי חיובי. חברה שאינה מעוניינת לנשל את המשקיעים תהיה חייבת לכלול הגנה מפורשת בתנאי החוזה של נייר-הערך המוצע לציבור, כדי לשכנע את המשקיעים לייחס לה שווי חיובי ההולם את ערכה הכלכלי. למשל: החברה יכולה לבחור בין הכללת הגנה של "חובת אמונים" (עסקה הוגנת) ובין הגנה המטילה איסור על הצבעה תוך ניגוד אינטרסים (העברת ההכרעה למיעוט). המשקיעים מצדם יהיו מוכנים לשלם אפס עבור ניירות-ערך ללא הגנה, ומחיר ראוי עבור ניירות-ערך עם הגנה. בשוק משוכלל, ללא עלויות עסקה, מחירי ניירות-הערך ישקפו את שוויין של ההגנות השונות או היעדרן. בשוק כזה כל חברה תוכל לאמץ לעצמה את ההגנה המתאימה לה ביותר וכל משקיע יוכל לבחור לעצמו את סוג ההגנה שהוא מעדיף. בשוק משוכלל אי-התערבות היא אפוא פתרון יעיל.

אולם אם ההנחה היא, שהשוק אינו משוכלל וישנן עלויות עסקה, כי אז אי-התערבות אינה פתרון יעיל, בעיקר בשל עלויות מידע. כדי שמשקיע יוכל לתמחר כראוי את נייר-

50 רכישה הדרגתית תחשוף את בעלי אגרות-החוב גם לבעיה של הצבעה אסטרטגית: הידיעה כי לאחר שהחברה תרכוש רוב היא תפגע בנותרים תגרום לכל בעל איגרת-חוב להציע אותה למכירה מהר ככל האפשר ובכל מחיר. ראו גושן, לעיל הערה 19.

51 ראו ג'נסן ומקלינג, לעיל הערה 42.

הערך, עליו לאתר את המידע בדבר ההגנה המהותית שאותו נייר-ערך מציע (למשל: הגנת הגינות או איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים), וההגנה הפרוצדורלית שנייר-הערך מציע מפני ביטולה בעתיד של ההגנה המהותית (למשל: האם ההגנה נקבעה בתזכיר או בתקנון?). כמו-כן במקרה שההגנה מבוססת על העברת כוח ההכרעה למיעוט, עליו להעריך את סכנת הסחטנות העלולה לסכל עסקאות יעילות; ואילו במקרה של הגנת ההגינות עליו להעריך את סכנת הטעות של בית-המשפט העלולה להעניק לו פחות מן המחיר ההוגן. לאחר שכל המידע נאסף והוערך, המשקיע יוכל לתמחר את נייר-הערך. על המשקיע לחזור על תהליך זה לגבי כל נייר-ערך שהוא מעוניין לרכוש. עלויות המידע עלולות לשלול את עצם כדאיות ההשקעה למשקיע המתכוון לרכוש מגוון של סוגי ניירות-ערך ובכמות קטנה מכל סוג.

במקום להשקיע במידע, המשקיע יעריך התפלגות כלשהי של החברות לפי טיב ההגנה שהן מציעות או היעדרה. המחיר שהמשקיע יהיה מוכן לשלם עבור נייר-ערך כלשהו יבטא ממוצע המבוסס על הערכת המשקיע בדבר ההתפלגות של ההגנות בין החברות השונות. התוצאה תהיה, שחברות אשר שאינן מציעות כל הגנה תזכנה בפרמיה על ניירות-הערך שלהן, ואילו חברות המציעות הגנה ששווה מעל לממוצע לא תקבלנה פרמיה ראויה. התמריץ שייווצר לחברות אלו יהיה לבטל את ההגנה ולהמשיך ולזכות בפרמיה הממוצעת. אולם אם כך יקרה, המשקיע ישנה את הערכת ההתפלגות ויהיה מוכן לשלם פרמיה נמוכה יותר. שוב יימצאו חברות מעל לממוצע החדש שאינן מקבלות פרמיה ראויה שייאלצו לבטל את ההגנה, וחוזר חלילה — עד למצב ההתחלתי שבו לשום חברה אין שום הגנה⁵².

כאשר לשום חברה אין הגנה, המשקיעים אינם מוכנים להשקיע כלל והחברות תהיינה חייבות לשוב ולהציע הגנות למשקיעים. אולם מכיוון שהחברות מודעות לכך שהמשקיעים אינם מוכנים לשאת בעלויות המידע, הן תשקענה בעצמן בפרסום ובגילוי מאפייני ההגנה שהן מציעות. החברות תיקחנה על עצמן את העלויות הכרוכות ביידועם של המשקיעים. עם זאת, המשקיעים יידרשו לעבר את כל המידע המועבר אליהם ולהעריך אותו. בהנחה שחברות תצענה מגוון גדול של הגנות כמות המידע שתזרום אל המשקיעים תהיה גדולה ועלויות המידע שכל משקיע יצטרך לשאת בהן תהיינה עדיין גדולות. שוב נגיע לפתרון בלתי-יעיל בשל חוסר-שכלולו של השוק⁵³.

52 זוהי התופעה המוכרת של "שוק הלימונים". G.A. Akerlof "The Market for 'Lemons' – Quality Uncertainty and the Market Mechanism" 84 *Q.J.Econ.* (1970) 488; H.E. Leland "Quacks, Lemons and Licensing – A Theory of Minimum Quality Standards" 87 *J.Pol.Econ.* (1979) 1328.

53 ניתן לטעון, כי למעשה לא נגיע לפתרון לא-יעיל, משום שמכנה השוק ישתנה ויהפוך למשוכלל כרי לאפשר השקעות במשק. הנחת-המוצא היא, כי מדובר במספר גדול של משקיעים, שחלקם לא-

אילו יכלו כל החברות להגיע להסכמה על הגנה אחת שכולן תתחייבנה להציע למשקיעים, הדבר היה חוסך את כל עלויות המידע. חברות אינן יכולות להגיע להסכמה שכזו, בשל דיני ההגבלים העסקיים, בשל עלויות משא-ומתן בין מספר עצום של חברות ובשל חשש מאופורטוניזם של חברות חדשות שתיכנסנה לשוק ותסרבנה להצטרף להסכם. לכן הכתבת ההגנה על-ידי חוק קוגנטי היא יעילה יותר⁵⁴. ההגנה שתיקבע בחוק תחול על כל החברות ולא יהיה אפשר לבטלה בעתיד. כל עלויות המידע תיחסכנה הן מצד המשקיעים הן מצד החברות⁵⁵. יתר על כן: קיומה של הגנה אחת תיצור ודאות משפטית גדולה יותר, שכן ייווצרו תקדימים רבים יותר לגבי פרשנותה של אותה הגנה⁵⁶. בעניין זה ההגנה מפני בעיית ניגודי האינטרסים אינה שונה מההגנה הקוגנטית מפני "עושה" המיעוט או "קיפוח" או מההגנה של "חובת האמונים של נושאי משרה". בכל המקרים הללו מדובר במצבים שבהם ללא ההגנה המשקיעים לא יהיו מוכנים להשקיע כלל, והחברות חייבות להציע הגנה כלשהי. החברות אינן יכולות להציע את ההגנה ביעילות בשל עלויות מידע, ולכן החוק כופה הגנה אחת על כלל החברות. ההגנה שתיבחר במסגרת הכלל הקוגנטי תלויה במידת חוסר-שכלולו של השוק הבלתי-משוכלל. חוסר-שכלול בשוק ההון הוא עניין של מידה, והוא מושפע בין השאר משכיחותם של משקיעים מוסדיים בשוק-ההון וממידת התקשורת עם החברות. בשוק שמידת שכלולו גבוהה — מבחינת סבירות התקיימותם של משאים-ומתנים ומבחינת

מתווכמים וחלקם משקיעים השקעות קטנות ולכן תיווצר בעיית המידע שתגרום לחוסר-יעילות בשוק. אולם ייתכן שמשקיעים יימנעו מהשקעה ישירה בחברות ויעברו להשקיע באמצעות מתווכים (למשל: קרנות-נאמנות), שביכולתם לאסוף ולעבד מידע ביעילות. בדרך זו, מבנה השוק ישתנה ויעבור מהשקעה מבחורת להשקעה ריכוזית על-ידי מספר מצומצם של משקיעים. שוק כזה יהיה משוכלל יותר מבחינת מידע ולכן הפתרון של אי-התערבות יהיה יעיל.

ראשית, הדבר בהחלט אפשרי. משמעות הדבר היא מעבר משוק מבוזר, דוגמת שוק-ההון האמריקני, לשוק ריכוזי, דוגמת שוק-ההון הגרמני. כמובן זה השאלה היא איזה מבנה שוק-הון נרצה במדינה נתונה? הכרעה בשאלה זו אינה נגזרת רק משאלת ההסדר בנושא ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים. לכן לצורך הדיון יש להניח, שמבנה שוק-ההון נתון.

שנית, מעבר לשוק ריכוזי מחליף בעיית נציג אחת, בין בעלי-המניות לבין החברות שבהן הם משקיעים, בבעיית נציג שנייה, בין הציבור (מחזיקי היחידות בקרן-הנאמנות) ובין המתווך (מנהלי הקרן). בעיית המידע אכן עשויה להיפתר בחוליה שבין החברה למתווך, אך במקומה תיווצר בעיית מידע בין המתווך לבין הציבור ולפיכך יעלה שוב הצורך לפתור את בעיית ניגודי אינטרסים.

54 J.N. Gordon "The Mandatory Structure of Corporate Law" 89 *Colu.L.Rev.* (1989) 1549

55 R. Romano "Answering the Wrong Question – The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws" 89 *Colu.L.Rev.* (1989) 1599, 1603. אגב, טיעון זה מצדיק כלל קוגנטי גם כאשר ההנחה היא שהשוק משוכלל.

56 א' חביב-סגל "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" עיוני משפט טו (תש"ן) 509.

יעילות זרימת המידע — נשאף להסדר שיתור לצדדים מרחב להתניה. ההגנה המבוססת על הגינות היא גמישה יותר להתניה ולכן נשאף לאמצה. הצדדים יכולים להקשיח את ההגנה ולדרוש במקומה את קבלת תמיכתו של הרוב מתוך המיעוט, דהיינו: להבטיח למיעוט כי עסקאות יבוצעו על בסיס שווי סובייקטיבי של המיעוט ולא על-פי השווי האובייקטיבי, הנובע מהגנת ההגינות. במובן זה, הגנת ההגינות היא גם ההגנה המינימלית שהחוק יכול לספק⁵⁷. לעומת זאת, אם ייקבע איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים, לא יהיה אפשר להגמישו ולקבוע במקומו הגנת הגינות⁵⁸.

ד. מאפייני הפתרונות

ההתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים נעשית במגוון דרכים, שעיקרן תואר לעיל. כאמור, בהנחה שיש מספר לא-מבוטל של עסקאות טובות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים, הפתרון של איסור גורף על עסקאות אלו אינו יעיל. כמורכב בהנחה שהשוק אינו משוכלל, גם הפתרון של אי-התערבות אינו יעיל. כך גם הפתרון של רוב מיוחס אינו יעיל, בשל העובדה שאין הוא מתמודד ישירות עם בעיית ניגודי האינטרסים. לכן נבחן רק את מאפייניהם של שני הפתרונות שלפי הניתוח הראשוני נראים יעילים: הגנת ההגינות (חוכת אמונים) והעברת כוח ההכרעה למיעוט (איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים)⁵⁹.

1. כלל קניין מול כלל אחריות. במאמר שהפך לנכס צאן ברזל בספרות המשפטית-כלכלית טבעו קלאברוי ומלמד את ההבחנה בין "כלל אחריות" (Liability Rule) ובין

57 בכפיפות לניתוח המלא שיבוצע בהמשך ניתן לומר כבר כעת, כי תהיה הצדקה לאמץ את ההגנה המינימלית של הגנת ההגינות ולאפשר לצדדים להקשיח אותה בכל הקשור לחברות פרטיות. כאשר מדובר במספר מצומצם של בעלי-מניות, ההנחה היא שמידת התקשורת טובה ורמת המידע על החברה גבוהה. במצב זה לא יהיה כל קושי לצדדים לשנות את ההגנה המינימלית אם אינם חפצים בה. כמורכב בשווקים שבהם יש ריכוז גבוה של משקיעים מוסדיים ורמת תקשורת טובה עם החברות, נשאף גם-כן לאמץ את ההגנה המינימלית.

58 אפשר היה לחשוב על אימוצו של כלל הקובע, כי הצדדים חייבים לבחור לעצמם הגנה כלשהי ולאמץ את איסור ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים כברירת-מחדל. במקרה זה אפשר יהיה להתנות על הדין ולהחליף את האיסור בהגנת ההגינות. אולם מבחינה מעשית תתקבל בדיק אותה תוצאה מאימוצה של הגנת ההגינות כברירת-מחדל ומתן אפשרות לעבור לאיסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים.

59 למעשה, כפי שהובהר לעיל, גם הפתרון האוסר כליל ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים הוא פתרון המעביר את ההכרעה למיעוט, אלא שהוא עושה כן על-ידי דרישת רוב של מאה אחוזים ולא רוב רגיל.

"כלל קניין" (Property Rule)⁶⁰. כלל אחריות הוא כלל משפטי המאפשר לכפות עסקה על פלוני תוך תשלום פיצוי בשיעור שווה האובייקטיבי של העסקה. למשל: כלל הקובע שמותר למפעל לזהם את האוויר, ובלבד שיינתן פיצוי לנפגעים, הוא כלל אחריות. הכלל מאפשר למפעל לכפות על שכניו עסקה של מכירת העדפתם לאוויר צח תמורת פיצוי. ברור שפיצוי זה (מחיר העסקה) נקבע על-פי מדדים אובייקטיביים. מנגד, כלל קניין אינו מאפשר את ביצועה של עסקה כלשהי, אלא אם ניתנה לה הסכמה. למשל: כלל המעניק זכות קניין לאוויר צח לשכניו של מפעל מזהם יאפשר לנפגעים להוציא צר-מניעה שיאסור את הזיהום. המפעל אינו יכול לזהם ולפצות. אם ירצה בכך, המפעל יוכל לקנות את הסכמת שכניו להמשיך בזיהום האוויר תמורת מחיר. במקרה זה יהיה מדובר בעסקה רצונית, שתצא לפועל רק אם המפעל יציע מחיר שיתאם את ההערכה הסובייקטיבית של השכנים בדבר שוויה של הזכות לאוויר צח.

כפי שנראה מיד, ניתן להשקיף על הפתרון המבוסס על הגנת ההגנות כעל כלל אחריות, ועל הפתרון המבוסס על העברת כוח ההכרעה למיעוט כעל כלל קניין. הן בשל מאפייני הערכת השווי של העסקה בכלל כלל — הערכה אובייקטיבית מול הערכה סובייקטיבית — הן בשל השלכותיו של כלל כלל על חלוקת הערך המוסף הנובע מן העסקה.

2. הערכה סובייקטיבית מול הערכה אובייקטיבית. עסקאות רצוניות בכלכלת-שוק מבוססות על הסכמה, המשקפת את הערכותיהם הסובייקטיביות של שני הצדדים לעסקה בדבר כדאיותה. עסקאות כפויות — למשל הפקעה — אינן מבוססות על הסכמה, והמחיר ("הפיצוי") שנקבע להן מבוסס על הערכה אובייקטיבית. כזה הוא גם ההבדל בין שני הפתרונות.

הפתרון המבוסס על הגנת ההגנות מניח כי משניתן היתר להצביע תוך ניגוד אינטרסים, הרוב יוכל לכפות על המיעוט את העסקה. מכיוון שאין מדובר בעסקה רצונית מצד המיעוט, אין חשיבות להערכתם הסובייקטיבית של חבריו. ההגנה הניתנת למיעוט מבוססת על הבטחת מחיר הוגן, אשר ייקבע על-פי מדרג של הערכת שווי אובייקטיבית. הגנת ההגנות מעבירה את הצדדים ממשטר של עסקאות רצוניות למשטר של עסקאות כפויות ולפיכך מחליפה את ההערכה הסובייקטיבית בהערכה אובייקטיבית. הפתרון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט אינו מאפשר לרוב לכפות את העסקה על המיעוט. עסקה עם המיעוט תתבצע רק אם תינתן הסכמה (רוב מתוך המיעוט). הדין אינו מבטיח למיעוט שום מחיר מינימלי הוגן, מכיוון שהמיעוט יכול לדאוג לעצמו גם למחיר

60 ראו קאלברדי ומלמד, לעיל הערה 7.

מקסימלי מצוין, אם אכן יוכל להשיגו. הפתרון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט מותיר את הצדדים במשטר של עסקאות רצוניות, המבוסס על הערכות סובייקטיביות⁶¹.

3. חלוקת הערך המוסף מן העסקה בין הצדדים לה. בעסקה רצונית בין פרטים נוצר ערך מוסף (surplus), הנובע מן ההערכות הסובייקטיביות השונות של שני הצדדים לעסקה. כאשר ראובן מוכר נכס ללאה, ההנחה היא שהנכס שווה יותר ללאה משהוא שווה לראובן. ההפרש שבין השווי שלאה מייחסת לנכס לבין השווי שראובן מייחס לו הוא הערך המוסף מן העסקה. נניח שלראובן יש נכס שהוא מייחס לו שווי של 100 ש"ח, ואילו לאה מייחסת לאותו נכס שווי של 200 ש"ח. ההפרש בשיעור 100 ש"ח הוא הערך המוסף. כיצד יתחלק הערך המוסף בין הצדדים? כל מחיר בין 100 ש"ח ל-200 ש"ח הוא אפשרי וכל עסקה שתתבצע בתחום זה היא עסקה יעילה.

אם לנכס יש מחיר שוק, ומחיר השוק מצוי בתוך התחום האפשרי, כי אז העסקה תתבצע במחיר השוק. לראובן לא כדאי למכור ללאה מתחת למחיר השוק, וללאה לא כדאי לקנות מעל מחיר השוק; לשניהם יש תחליף לביצוע העסקה בשוק. כוחות ההיצע והביקוש בשוק יקבעו את חלוקת הערך המוסף בין הצדדים. במקרה שאין לנכס מחיר שוק, חלוקת הערך המוסף תיקבע במשא-ומתן. כשרונו של כל צד לנהל משא-ומתן, וכוח המיקוח של כל צד יקבעו את התוצאה. אם המחיר שנקבע הוא 101 ש"ח, כי אז ראובן מקבל 1 ש"ח ולא 99 ש"ח מתוך הערך המוסף. אם המחיר שנקבע הוא 199 ש"ח, כי אז ראובן מקבל 99 ש"ח ולא 1 ש"ח מתוך הערך המוסף. בשני המקרים העסקה יעילה: זו נעשתה בהסכמה הדדית, והמשפט יתן לה תוקף.

כאשר ההגנה על הנכס של ראובן מבוססת על כלל קניין, העסקה תתבצע רק בהסכמתו ולכן תהיה לו היכולת לנהל משא-ומתן, שבמהלכו ינסה לקחת לעצמו חלק גדול יותר מן הערך המוסף. הצלחתו תלויה, כאמור, בכישורי המשא-ומתן שלו ובקיומם

61 עם זאת, המשטר הרצוני אינו מוחלט. במקרים של סחטנות מצד המיעוט הגורמת לסיכולה של עסקה יעילה יכול הרוב לפנות לבית-המשפט ולבקש את אישורה של העסקה, שכן סחטנות מצד המיעוט היא הפרת החובה לנהוג בתום-לב והפרת חובת האמונים כלפי הקבוצה ככללותה. במקרה שבית-המשפט יעתר לבקשה ויכפה את העסקה על המיעוט המתנגד, כמו כפיית קבוצה מתנגדת כהליכי ארגון-חדש בפירוק (D.L. Buchbinder *A Practical Guide to Bankruptcy* (Boston, 1990) 311), הרי שכך יהיה הכרח לשוכ ולהשתמש במדד של הערכת שווי אובייקטיבית. בכך לכאורה שב הפתרון של העברת כוח ההכרעה למיעוט ומתכנס לפתרון הדומה להגנת ההגנות. אולם למרות השימוש הזה במדד של הערכה אובייקטיבית, יש שוני בין שני המצבים: בהגנת ההגנות בית-המשפט בוחן האם המחיר שהוצע למיעוט הוא "הוגן", ואילו בהעברת כוח ההכרעה למיעוט בית-המשפט בוחן האם המחיר שהמיעוט דורש הוא מחיר "מופרז" (סחטני). מחיר הוגן יהיה מצוי תמיד מתחת למחיר המופרז וזהו המפתח להבנת השפעתם הכלכלית של שני הפתרונות על חלוקת הערך המוסף הנובע מן העסקה בין שני הצדדים לה.

של תחליפים אחרים לנכס שברשותו. לעומת זאת, כאשר ההגנה על הנכס של ראובן מבוססת על כלל אחריות, לאה אינה חייבת להיכנס עמו למשא-ומתן. לאה יכולה פשוט לקחת את הנכס ולהציע עבורו מחיר, שאובייקטיבית יהיה הוגן. מהו "מחיר הוגן"? אם המבחן השיפוטי יהיה "מחיר שהיה מתקבל בין מוכר מרצון לקונה ברצון", כי אז "מחיר הוגן" ישתווה לעסקה יעילה, דהיינו: מחיר זה יכול שיהיה בין 101 ש"ח ל-199 ש"ח. במצב זה סביר להניח, כי לאה תציע מחיר הקרוב יותר ל-101 ש"ח מאשר ל-199 ש"ח. בהגנה המבוססת על כלל אחריות יש ללאה הכוח לקבוע מחיר שיותר ביריה את מרבית הערך המוסף.

גם שני הפתרונות לבעיית ניגודי האינטרסים משפיעים באופן שונה על חלוקת העודף. הפתרון המבוסס על הגנת ההגנות (כלל אחריות) מעדיף את הרוב בחלוקת הערך המוסף, ואילו הפתרון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט (כלל קניין) מעדיף את המיעוט⁶². נניח שלקבוצת מצביעים נכס שמייחסים לו שווי של 100 ש"ח והרוב בקבוצה מעוניין לרכוש אותו מן הקבוצה, משום שהוא מייחס לו שווי של 200 ש"ח. מה יהיה מחיר העסקה? במשטר של הגנת ההגנות הרוב יכול לכפות את העסקה על המיעוט, תוך שהוא מחויב להבטיח מחיר הוגן — מחיר שהיה מתקבל בעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון. כלומר: הרוב יכול להציע מחיר שנמצא בחלק התחתון של הערך המוסף — למשל: 101 ש"ח — ולעמוד בחובת ההגנות⁶³. כל עוד המחיר נמצא בתוך

S. Rose-Ackerman "I'd Rather Be Liable Than You – A Note on Property Rules and Liability Rules" 6 *Int. Rev. Law & Econ.* (1986) 255; D.D. Haddock, J.R. Macey & F.S. McChesney "Property Rights In Assets and Resistance to Tender Offers" 73 *Va.L.Rev.* (1987) 701, 707.

63 הרונגא המוכהקת לכך היא, הכלל הקובע כי בעסקת-מיוזג, ההגנה של "זכות ההערכה" הנתונה לבעלי-מניות אינה כוללת את רווחי המיוזג. עסקת-מיוזג מאפשרת לרוב לכפות על המיעוט את מכירת מניותיהם תמורת המחיר שנקבע במיוזג על-ידי הרוב (עסקה תוך ניגוד אינטרסים). ההגנה הניתנת למיעוט המתנגד למיוזג מאפשרת לרוב הערכת שווי עצמאית לחברה שעל בסיסה ייקבע אם המחיר שהוצע במיוזג הוא הוגן. כלומר: זוהי הגנה המבוססת על כלל אחריות. הערך המוסף מעסקה זו כולל כמובן גם את הרווחים הנובעים, או יכולים לנבוע, מן המיוזג עצמו. מכיוון שלמיעוט היתה בעלות על החברה שמיוזגה הוא המאפשר לרוב להפיק את רווחי המיוזג, אפשר היה לחשוב שהמיעוט יהיה זכאי לחלק כלשהו מרווחי המיוזג. ולא היא. בהליכים שבהם מוערכת החברה לצורך קביעת השווי ההוגן, הכלל הוא שאין להביא בחשבון את רווחי המיוזג. דהיינו: למיעוט המתנגד לא ניתן שום חלק מן הערך המוסף. ראו למשל 25 B. Hermalin & A. Schwartz "Buyouts in Large Companies" 351 *J. Legal Stud.* (1996); "שטרן" הגנת בעלי המניות במיוזג חברות" משפטים כ (תשנ"א) 377, 434. ראו גם Case v. New York Central Railroad 204 N.E.2d 643 (N.Y., 1965).

התחום שבין 100 ש"ח ל-200 ש"ח, אין פגיעה במיעוט. העסקה היא עסקה שיכלה להתבצע גם במשטר של עסקאות רצוניות ולכן היא הוגנת. העובדה שחלוקת הערך המוסף אינה שוויונית אינה פוגמת בהגינות העסקה⁶⁴.

הפתרון המבוסס על העברת כוח ההכרעה למיעוט אינו מאפשר לרוב לכפות את העסקה על המיעוט. המיעוט יכול לנהל משא-ומתן חופשי ומשוגר ולנסות לתפוש נתח גדול יותר מן הערך המוסף. בהנחה שהנכס הנמצא בקבוצה הוא ייחודי, למיעוט יש כוח במשא-ומתן והוא יוכל לגרום לכך שמחיר העסקה ייקבע בתחום העליון של הערך המוסף, למשל: 199 ש"ח⁶⁵. ההגנה המבוססת על העברת כוח ההכרעה למיעוט מאפשרת למיעוט לקבל נתח גדול יותר מן הערך המוסף מאשר בהגנה המבוססת על הגינות ככל המקרים שבהם מתבצעת עסקה. אולם ליתרון הנובע מהעברת ההכרעה למיעוט יש מחיר. במקרים שבהם המיעוט ינסה לטחוט מחיר מופרז, אם בהשוואה למחיר השוק אם בהשוואה לשווי המקסימלי שהרוב מייחס לעסקה, זו לא תתבצע, והמיעוט יפסיד יחד עם כלל הקבוצה. למשל: במקרה שלעיל נניח, שהרוב מציע מחיר של 180 ש"ח, והמיעוט דורש 201 ש"ח⁶⁶. העסקה נכשלת, והמיעוט נותר עם 100 ש"ח במקום 180 ש"ח שיכול היה לקבל. הרוב מכיר בכוח הסחטנות שיש בידי המיעוט ומודע לכך, כי בעסקאות שהרוב יזום עם המיעוט לא ייוותר בידי חלק ניכר מן הערך המוסף. כיוון שכך, הרוב ימנע מראש מליזום עסקאות עם המיעוט ויחפש תחליפים שיאפשרו לו להותיר בידי נתח גדול יותר מן הערך המוסף⁶⁷. במקרים שלחברה נכס ייחודי, הרוב יאלץ להציע את העסקה למיעוט, אך גם חלק מעסקאות אלו לא תתבצענה

מס בין חברת-אם, שלה הפסדים לצורכי מס, ובין חברת-בת, שלה רווחים לצורכי מס, יצר חטכון במס שאת רובו המכריע נטלה חברת-האם לעצמה).

64 במציאות סביר שבית-המשפט יושפע בין השאר משיקולי צדק באשר לחלוקת הערך המוסף. אולם גם כך עדיין יש לצפות שהמחיר אשר ייקבע בהוגן יימצא בחלק התחתון האפשרי, קרי: בין 100 ל-150 (בנתוני הדוגמא לעיל), אך לא מעבר לכך.

65 כל עוד המחיר נמצא בתחום שבין 100 ש"ח ל-200 ש"ח, לרוב לא יכולה להיות כל טענה כנגד המיעוט. רק במקרה שהמיעוט ידרוש מחיר העולה על 200 ש"ח, יכול הרוב לטעון לסחטנות ולפנות לבית-המשפט. לכן ברור, שכאשר בית-המשפט בוחן קיומה של סחטנות, הוא משתמש בהערכה אובייקטיבית כדי לוודא שהמחיר הנדרש אינו חורג מן השווי המקסימלי. בשני המקרים, כבחינת מחיר הוגן ובבחינת סחטנות, בית-המשפט משתמש בהערכה אובייקטיבית. אך בעוד שבמקרה הראשון די בכך שהמחיר הוא מעל לרף התחתון, במקרה השני די בכך שהמחיר הוא מתחת לרף העליון, כדי שלא תהיה התערבות שיפוטית.

66 דרישה שכזו אפשרית, הגם שלכאורה היא נראית בלתי-רציונלית. הטעם לכך הוא, שלמעשה המיעוט אינו יודע בוודאות את השווי שהרוב מייחס לנכס ולכן הוא יכול לטעות ולדרוש יותר מדי.

67 ראו, למשל, הרמלין ושוורץ, לעיל הערה 63.

בשל סחטנות. התוצאה היא, שאמנם ההגנה המבוססת על העברת כוח ההכרעה למיעוט מעניקה למיעוט נתח גדול יותר מן הערך המוסף בעסקאות שאכן מתבצעות, אולם היא מקטינה את סך כל העסקאות שיבוצעו עם המיעוט.

מנגד, ההגנה המבוססת על הגינות אינה מבטיחה למיעוט נתח גדול מן הערך המוסף, אך היא מבטיחה שכל העסקאות היעילות תבוצענה. הרוב אינו חושש מסחטנות והוא יכול לכפות את כל העסקאות שהוא מעוניין בהן, ובלבד שהמיעוט יקבל מחיר הוגן. הגנת ההגינות מקטינה את הרווח מכל עסקה, אך מבטיחה מספר מקסימלי של עסקאות. עם זאת, כמו לגבי הסכנה שסחטנות תכשיל עסקאות יעילות — סכנה הקיימת בפתרון המבוסס על העברת כוח ההכרעה למיעוט — בפתרון המבוסס על הגנת ההגינות נשקפת סכנה שבית-משפט יאשר בטעות עסקאות בלתי-יעילות. למשל: במקרה דלעיל, הרוב מציע מחיר של 95 ש"ח, ובית-המשפט מאשר את העסקה בהסתמך על הערכת שווי אובייקטיבית.

ה. שיקולים בבחירת הפתרון העדיף

משהצגנו את מאפייני הפתרונות השונים, מתעוררת שאלת המדיניות; איזה פתרון עדיף? כפי שנראה מיד, תשובה לשאלה זו אי-אפשר לתת בחלל ריק. בחינת השיקולים המשפיעים על הבחירה מלמדת, שהפתרון העדיף מושפע בין השאר ממכלול ההסדרים המשפטיים הקיימים בשיטת-משפט נתונה, ממידת יעילותם וממומחיותם של בתי-המשפט, מאיכותם ומתחכומם של מוסדות ומנגנונים שוקיים, חוץ-משפטיים, וממידת השפעתם של גורמים תרבותיים בעולם העסקי.

כאמור, אפשר להשקיף על הפתרון המבוסס על הגנת ההגינות כעל כלל אחריות — הרוב יכול לכפות את העסקה בכפיפות לפיצוי בשיעור הוגן הנמדד על-פי הערכה אובייקטיבית — ועל הפתרון המבוסס על העברת כוח ההכרעה למיעוט כעל כלל קניין — הרוב חייב לקנות את הסכמת המיעוט במחיר המבטא את ההערכה הסובייקטיבית של המיעוט. כיוון שכך, שאלת הבחירה בפתרון העדיף הופכת להיות שאלה של בחירה בין כלל קניין לכלל אחריות בהקשר של בעיית ניגודי האינטרסים.

על פי התיאוריה של קואז⁶⁸, בעולם ללא עלויות עסקה אין זה משנה איזה כלל משפטי יאומץ: בשני המקרים העסקאות היעילות תבוצענה⁶⁹. בעולם עם עלויות עסקה

68 R. Coase "The Problem of Social Cost" 3 J.Law & Econ. (1960) 1

69 אם עלות מניעתו של זיהום היא 100 ש"ח והנזק הנגרם לשכניו של המפעל הוא 200 ש"ח, כי אז העסקה היעילה למניעת הזיהום תתבצע. למשל: אם לשכנים זכות קניין לאוויר צח, הם יוכלו להוציא צו-מניעה כנגד הזיהום של המפעל ולגרם לו להשקיע 100 ש"ח במניעת הזיהום. כך גם אם לשכנים

הבחירה בין כלל אחריות לכלל קניין מושפעת מן השאלה, איזה כלל משפטי יבטיח את ביצוען של העסקאות היעילות ואת דחייתן של העסקאות הבלתי-יעילות? העלויות העיקריות העוללות לסכל את ביצוען של עסקאות יעילות הן עלויות המשא-ומתן⁷⁰. באשר למקרים שבהם משא-ומתן אינו אפשרי כלל (כשל עלויות אדמיניסטרציה, סחטנות או טפילות), קאפלו ושבל הציגו מודל שלפיו יש להבחין בין כללים המסדירים הגנה מפני התצנות שליליות (זיהום אוויר וכדומה), ובין כללים המסדירים הגנה על קניין פרטי (מניעתה של גטילת רכוש בלתי-רצונית)⁷¹. הגורם המבחין העיקרי בין השניים הוא קיומו של שווי משותף למחזיק ולנוטל. בעוד שבהחצנה שלילית אין מתאם בין התועלת שהמחזיק מפיק ובין הנזק שהניזוק סובל, הרי שבגטילת קניין פרטי יש מתאם בין התועלת של הנוטל ובין הנזק למחזיק (המתבטא בשווי המשותף)⁷². באשר לקברצת-המקרים הראשונה דעתם היא, כי יעיל יותר לאמץ כלל אחריות. מתן ההיתר

תהיה הגנה של כלל אחריות, המפעל יהיה חייב לפצותם במחיר של 200 ש"ח ולכן הוא יעדיף להשקיע במניעת הזיהום. התוצאה לא תשתנה אם למפעל תהיה זכות קניין לזהם את האוויר. השכנים יוכלו לשלם לו 100 ש"ח עבור מניעת הזיהום ולהינות מאוויר צח. כך גם יקרה אם הזכות לזהם תהיה מוגנת בכלל אחריות. השכנים יוכלו לכפות על המפעל את מניעת הזיהום, אך יהיו חייבים לפצותו במחיר שנשא. כך או כך: בעולם ללא עלויות עסקה הכלל המשפטי לא ישפיע על התרחשותן של העסקאות היעילות, אך ישפיע על חלוקת המשאבים בין הצדדים לעסקה.

הצד המקבל את הזכות להכתיב את הסטטוס-קוו הוא הצד שיכול לקבל את עיקר הרווח הנובע מן העסקה. למשל: אם לשכנים זכות קניין לאוויר צח, הם יוכלו לקבל מן המפעל את מלוא הרווח שהוא עתיד להפיק מהמשך הזיהום (מעבר לנזק האמיתי הנגרם להם). לעומת זאת, אם זכות השכנים לאוויר צח מוגנת בכלל אחריות, המפעל יוכל להכתיב זיהום תוך מתן פיצוי בגובה הנזק בלבד ולהותיר בידי

אחד יתרת הרווח מהמשך הזיהום.

70 למשל: נניח, שעלות מניעתו של זיהום היא 2,000 ש"ח והזיהום גורם נזק של 1 ש"ח לכל אחד מ-1,000 שכניו של המפעל המזהם. העסקה היעילה היא המשך הזיהום ומתן פיצוי לנפגעים. נניח, כי לשכנים זכות קניין לאוויר צח. כאשר המפעל נדרש לקנות את הסכמתם של 1,000 השכנים להמשך הזיהום, עליו לשאת בעלויות המשא-ומתן הנובעות מקיומם של סחטנים בין השכנים. הסחטנים יסרכו לעסקה וינסו לקבל חלק גדול יותר משיעור הנזק שנגרם להם על חשבון הרווח של המפעל. עלויות אלו עלולות לסכל את ביצוע העסקה. דוגמא נוספת: מפעל גורם נזק של 2 ש"ח לכל שכן מ-1,000 שכניו, עלות מניעת הזיהום היא 1,000 ש"ח ולמפעל זכות קניין לזהם. העסקה היעילה היא קניית הסכמתו של המפעל להפסיק את הזיהום. אולם לשכנים עלויות התארגנות ועלויות הנובעות מקיומם של טפילים בקבוצה. הטפילים יסרכו לשלם, מתוך הנחה כי די בכך ששכנים אחרים ישאו בעלות של רכישת אוויר צח, שממנו יהנו גם הם ממילא. עלויות אלו עלולות לסכל את ביצוע העסקה.

71 ראו L. Kaplow & S. Shavell "Property Rules Versus Liability Rules – An Economic Analysis" 109 Harv.L.Rev. (1996) 713.

72 שם, בעמ' 773-771.

לכפות את העסקה, והעברת שיקול-הדעת לבית-המשפט לקבוע את המחיר (הפיצוי) מתגברים על עלויות המשא-ומתן ומאפשרים את ביצוען של עסקאות יעילות⁷³.

לעומת זאת, באשר לקבוצת-המקרים השנייה, הגנת קניין פרטי, דעתם היא כי כלל הקניין עדיף על כלל האחריות (על-אף שאימוצו ישלול את ביצוען של העסקאות)⁷⁴. מסקנה זו מבוססת על כמה הנחות במודל של קאפלו ושבל: ראשית, לנכס הניטל מרכיב של שווי משותף למחזיק ולנוטל (common value). נטילתו של חלק זה אינה מגדילה את הרווחה (אין ערך מוסף), אלא היא פעולת העברה מיותרת מאדם לאדם. שנית, לנכס הניטל מרכיב של שווי פרטי (idiosyncratic value) עבור המחזיק שהוא גבוה יותר מזה של הנוטל. בשל מרכיב זה הנטילה מקטינה למעשה את הרווחה (ערך מוסף שלילי). שלישית, ישנם נוטלים פוטנציאליים רבים (לרבות אפשרות לנטילה הדדית).

תחת הנחות אלו, במשטר של כלל אחריות (שאינו נותן ביטוי הולם לשווי הפרטי) ייווצר תמריץ לביצוען של נטילות בלתי-יעילות רבות ויפחת התמריץ להשקעה ביצירת שווי לנכסים הניתנים להינטל. בתמצית, ההנחה היא שמרבית הנטילות הן בלתי-יעילות ולכן כלל קניין השולל את כלל העסקאות (בשל חוסר-היכולת לנהל משא-ומתן) הוא יעיל יותר.

כאשר משא-ומתן אפשרי אך אינו משוכלל דיו בשל עלויותיו, קשה לקבוע מראש מהו הכלל העדיף. בכל הקשור להתמודדות עם החצנות שליליות הדעה המקובלת היא, כי עדיף לאמץ כלל אחריות. חלק מן התומכים במסקנה טוענים, כי כלל אחריות יעודד משאים-ומתנים⁷⁵. תומכים אחרים טוענים, כי כלל אחריות לא יעודד משאים-ומתנים⁷⁶, אך הוא יעיל יותר דווקא משום שבהיעדר משא-ומתן הוא יניב פחות אי-יעילות⁷⁷.

73 חרצאה זו תישמר גם כאשר הפיצוי משקף את הנוק הממוצע ולא את הנוק האמיתי של כל ניזוק. ראו שם, בעמ' 719.

74 שם, בעמ' 763-759.

75 ראו I. Ayres & E. Talley "Solomonic Bargaining - Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade" 104 *Yale L.J.* (1995) 1027.

76 ראו L. Kaplow & S. Shavell "Do Liability Rules Facilitate Bargaining? - A Reply to Ayres and Talley" 105 *Yale L.J.* (1995) 221.

77 ראו קאפלו ושבל, לעיל הערה 71, בעמ' 736, המציעים את ההסבר האינטואיטיבי הבא: בתנאים של משא-ומתן משוכלל (כל המשאים-ומתנים מסתיימים בעסקאות יעילות), לפי התיאורמה של קואז, שני הכללים יעילים באותה מידה. בתנאים שבהם משא-ומתן אינו אפשרי כלל (כישלון מוחלט של כל המשאים-ומתנים), כלל האחריות עדיף. בתנאים שבהם משא-ומתן אפשרי אך לא משוכלל, הפגיעה ביעילות נגרמת בגלל כשלונם של חלק מן המשאים-ומתנים. לכן אם כלל האחריות שווה-ערך לכלל קניין בתנאים שבהם כל המשאים-ומתנים מצליחים, אך הוא עדיף על כלל קניין בתנאים שבהם כל המשאים-ומתנים נכשלים, כי אז כלל האחריות יהיה עדיף גם בתנאים שבהם רק חלק מן המשאים-ומתנים יכשלו.

בקשר לבעיית ניגודי האינטרסים אין מדובר בהתמודדות עם החצנות שליליות, כי אם עם הגנה על קניין פרטי. בעסקאות המבוצעות תוך ניגודי אינטרסים יש בדרך-כלל מרכיב דומיננטי של שווי המשותף (common value) למיעוט ולבעל-השליטה, ולכן יש לבחון את הסוגיה כחלק מתחום ההגנה על קניין פרטי. עם זאת, לא נראה סביר כי השווי הפרטי של המיעוט גבוה יותר מזה של בעל-השליטה. נהפוך הוא: סביר יותר, כי לבעל-השליטה שווי פרטי גבוה יותר. מבחינת המיעוט, המשקיע בחברה כחלק מהשקעה בתיק מגוון, אין מדובר בהחזקה בלתי-אמצעית של רכוש אישי מוחשי, אלא בהשקעות פיננסיות בשוק-ההון המתאפיינות בתשואה ובסיכון ובהיעדר מטענים רגשיים ("זה רק כסף"). לעומת זאת, מבחינת בעל-השליטה מדובר בהשקעה בחברה שלעתים היא "מפעל חיים" או לפחות חברה שלה הוא מקדיש את מרבית עתותיו, תוך מעורבות עסקית ורגשית בעסקיה ובגורלה. בשל כך לא ניתן להניח, להבדיל מן הניתוח לעיל, שמרבית הנטילות תהיינה בלתי-יעילות. כך גם לא נראה סביר כי ייתכנו כמה גוטלים פוטנציאליים, חוץ מבעל-השליטה. צדדים שלישיים אינם יכולים לבצע עסקה עם המיעוט מבלי שבעל-השליטה יהיה מעורב בה ויחצוץ ביניהם⁷⁸. שוב, להבדיל מן הניתוח לעיל, גם מטעם זה אין להניח כי תהיינה נטילות רבות מדי. המסקנה המתבקשת היא, כי הגם שעניין לנו בהגנה על קניין פרטי, אי-אפשר להצביע על עדיפותו של כלל אחד על-פני האחר באופן מופשט.

ההתייחסות הכוללנית ל"חוסר-שכלול במשא ומתן" פשטנית מדי. חוסר-שכלול במשא ומתן יכול לנבוע מכמה כשלים, שלהם השפעה שונה על יעילותם של הכללים. בחינת הכשלים המסוימים בהקשר של בעיה משפטית נתונה היא שתחשוף את עדיפות הכלל האחד על-פני האחר. למשל: ייתכנו מקרים שבהם בעיות של הצבעה אסטרטגית יהיו עדיפות על-פני העברת ההכרעה למערכת בתי-משפט בלתי-יעילה ומושחתת⁷⁹. מכאן, שיש צורך לבחון את השפעת הכללים במסגרת הנתונה של בעיית ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים על-ידי בחינת המכלול של עלויות העסקה.

לעומת זאת, בכל הקשור להגנת קניין פרטי, רעתם של קאפלו ושלל היא, כי כלל הקניין עדיף, באשר מהסתברות לנזק מאי-ביצועה של עסקה יעילה קטנה יותר מהסתברות לנזק כתוצאה מביצוען של עסקאות בלתי-יעילות (קאפלו ושלל, לעיל הערה 71, בעמ' 764).

78 בהשתלשלה עוינת ישנה פנייה ישירה אל המיעוט, אך במקרה שכזה ההגנה המוענקת למיעוט היא מסוג של כלל קניין. ראו האדוק ואחרים, לעיל הערה 62.

79 כפי שהמצב בתקופות מסוימות ברוסיה, למשל ראו B. Black, R. Kraakman & J. Hay "A Self-Enforcing Model of Corporate Law" 109 *Harv.L.Rev.* (1996) 1911.

1. עלויות משא-ומתן

בעסקאות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים העברת כוח ההכרעה למיעוט (כלל קניין) מהווה "משא-ומתן" בין הרוב, המצוי במצב של ניגוד אינטרסים, ובין המיעוט. משא-ומתן שכזה אפשרי, אך לא תמיד משוכלל. מצד אחד, עלויות האדמיניסטרציה — משלוח הזמנות להשתתף בהצבעה עם חומרי-הרקע על העסקה ומשלוח יפויי-כוח בחזרה עם אופן ההצבעה מצד כל מצביע — אינן מונעות קיומו של משא-ומתן⁸⁰. לגבי בעלי-מניות, למשל, זהו עניין שגרתי. מנגד, הליך ההצבעה מחייב את המצביעים ללמוד את המידע, לגבש את עמדתם ולהצביע. זהו תהליך יקר מבחינת המצביעים. בשל כך חלק מן המצביעים נמנעים מלהצביע, בעוד שחלק אחר מאמץ את עמדת ההנהלה כמעט באופן עיוור. היעדרותם של חלק מן המצביעים פוגמת בטיב ההחלטה⁸¹, ואילו הליכה עיוורת אחר ההנהלה — שהיא בדרך-כלל מעוניינת בעסקאות הנערכות תוך ניגודי אינטרסים — מעוותת את פעולתו של המנגנון שנועד להעביר את ההכרעה למצביעים הבלתי-מעוניינים. אכן, קיומם של משקיעים מוסדיים המעורבים בניהול התאגיד מבטיח השתתפות של משקיעים מידועים ומקצועיים בתהליך קבלת ההחלטה. נוכחותם של המשקיעים המוסדיים, המחזיקים נתחים ניכרים בתאגיד, משפרת את איכות ההחלטה המתקבלת. ברם, לעתים המשקיעים המוסדיים עצמם פועלים בעצה אחת, במישרין או בעקיפין, עם הנהלת התאגיד או עם בעלי-השליטה כנגד שאר בעלי-המניות⁸². במובן זה הם מצויים במצב של ניגודי אינטרסים, אלא שלעתים עובדה זו אינה גלויה לעין. נוסף על כך ההצבעה חשופה לבעיות של התנהגות אסטרטגית. חלק מן המצביעים יכולים לאמץ אסטרטגיה של סחטנות ולסרב לעסקה יעילה מתוך רצון להעלות את מחיר הסכמתם. חלק מן המצביעים יכולים לאמץ אסטרטגיה של טפילות ולסרב לעסקה במצבים שבהם הם יכולים להתחלק עם יחם העסקה ברווח הנובע לו ממנה. המציע עצמו יכול לאמץ אסטרטגיה של "איתות" על-ידי סירוב להיכנע לסחטנות ויצירת מוניטין של "קשוח", כדי לסכל נסיונות סחטנות עתידיים. התנהגות אסטרטגית במשא-ומתן עלולה להכשיל אותו.

חוסר-השכלול של המשא-ומתן בשל ההתנהגות האסטרטגית מושפע ממאפייני ההצבעה ומאופן התפלגות ההחזקות של ניירות-הערך. כאשר עומדת להצבעה החלטה

80 על-אף שבירוב המקרים אין מדובר ב"משא-ומתן", אלא יחם העסקה מציע עסקה על בסיס "take it or leave it", ישנם מצבים שמשא-ומתן אכן מתפתח, אם לפני ההצבעה ואם לאחריה, באופן הגורר את שיפור ההצעה עד לקבלתה או דחייתה באופן סופי.

81 בהנחה שלגבי בחינת טיבן של עסקאות המתבצעות תוך ניגודי אינטרסים כישורי המצביעים דומים.

82 ראו, למשל, E.B. Rock "Controlling the Dark Side of Relational Investing" 15 Cardozo L.Rev. (1994) 987.

שתוצאותיה יכללו את כל הקבוצה, טפילות אינה אפשרית⁸³. רק כאשר מחזיקי נייר-הערך מתבקשים "להצביע" כפרטים ולא כקבוצה, טפילות היא אפשרית⁸⁴. ההחלטות שעניינן אישור עסקאות בניגוד אינטרסים הן רובן ככולן החלטות הכובלות את כלל הקבוצה ולכן טפילות אינה אפשרית.

בניגוד לטפילות, סחטנות אפשרית גם כאשר ההצבעה כובלת את כלל הקבוצה. סחטנות מבוססת על כך שיש בכוחו של הסחטן למנוע בהתנגדותו את קבלת הרוב הדרוש לאישור ההחלטה. עוצמתה של סחטנות פוטנציאלית תלויה ברוב הדרוש לקבלת ההחלטה, במספר המצביעים ובהתפלגות ההחלטות בניירות-הערך ביניהם. למשל: כאשר נדרש רוב של 90% לקבלת ההחלטה, אדם המחזיק ב-11% מניירות-הערך יכול למנוע את קבלת ההחלטה ולכן קיים סיכון שהוא יאמץ אסטרטגיה של סחטנות. סיכון שכזה היה מתמוזער אילו נדרש רק רוב רגיל לקבלת ההחלטה. עם זאת, גם כאשר נדרש רוב של 90% לקבלת ההחלטה, אפשר שהסיכון לסחטנות יהיה נמוך, אם כל חבר בקבוצה מחזיק בחלקיק קטן של אחוז מניירות-הערך. למשל: מקרה שבו יש לקבץ 1,000 מחזיקים בניירות-הערך כדי להשיג את 11% הדרושים למניעת קבלת ההחלטה. ככל שניירות-הערך מוחזקים על-ידי מספר קטן יותר של מחזיקים וככל שהרוב הדרוש לקבלת ההחלטה גדול יותר מרוב רגיל, כך גדל בדרך-כלל הסיכון לסחטנות.

הרוב המינימלי שניתן לדרוש כדי לצמצם את בעיית הסחטנות הוא רוב רגיל⁸⁵. מתחת לרוב רגיל אין שום אפשרות לדעת מראש אם העסקה אכן יעילה ומעל לרוב זה הסיכון לטעות ולסחטנות מתגבר. בהצבעות שבהן מתבקש אישור של עסקאות המבוצעות תוך ניגוד אינטרסים, העברת כוח ההכרעה למיעוט משמעה קבלת רוב רגיל מתוך קבוצת-המיעוט. הגם שיש בכך כדי לצמצם את בעיית הסחטנות, אין בכך כדי לבטלה כליל. אם קבוצת-המיעוט מורכבת ממספר גדול מאוד של מצביעים שהקשר ביניהם אינו מעשי, כי אז סביר שאסטרטגיה של סחטנות לא תאומץ. מנגד, אם קבוצת-המיעוט מורכבת ממספר קטן מאוד של מצביעים שהקשר ביניהם אפשרי, או אף אם יש מספר גדול של מצביעים בקבוצת-המיעוט אך ישנה תת-קבוצה קטנה יותר היכולה

83 ראו גושן, לעיל הערה 19.

84 למשל: כאשר על הפרק עומדת החלטה לשנות את שיעור הריבית של אגרות-חוב במסגרת ארגון-חדש של חברה, תוצאת ההצבעה תכבול את כל הקבוצה ושום פרט לא יוכל להימנע מן הוויתור ולהינות במקביל משיפור מצבה הפיננסי של החברה. לעומת זאת, כאשר בעלי-אגרות חוב מתבקשים להחליפן באגרות-חוב חדשות הנושאות ריבית גמולה יותר במסגרת ארגון-מחדש של חברה, כל פרט יוכל להיות טפיל, להימנע מההחלפה, לשמור על איגרת-החוב עם הריבית הגבוהה ולקוות שהאחרים יחליפו את אגרות-החוב שלהם ויביאו בכך שיפור במצבה של החברה.

85 ראו גושן, לעיל הערה 19.

ליצור גוש של 51% מניירות-הערך המוחזקים על-ידי המיעוט, כי אז סחטנות אפשרית⁸⁶.

ייקל לראות אפוא שלעיתים נוכחותם של משקיעים מוסדיים עלולה להחריף את בעיית הסחטנות, שכן למשקיעים אלו קל ליצור תקשורת בינם לבין עצמם וקל ליצור קואליציה. מכל-מקום, מכיוון שמשקיעים אלו מתוחכמים ומקצועיים, ניתן להניח כי הסחטנות שתופעל על-ידם לא תעלה על מיקוח נוקשה. אין זה סביר שהללו ידרשו מחיר מופקע אשר יגרום לסיכול העסקה, מכיוון שיכולת ההערכה שלהם את הרווח הנובע מן העסקה היא טובה.

מן הניתוח לעיל ניתן להסיק את המסקנות הבאות: כאשר נדרש רוב רגיל וקבוצת המיעוט גדולה מאוד (או שמשקיעים מוסדיים דומיננטיים בתוכה), משא-ומתן אפשרי (למרות עלויות האדמיניסטרציה) ואף משוכלל (סיכון נמוך להתנהגות אסטרטגית). בתנאים אלו כלל האחריות וכלל הקניין יגיעו בתנאים שווים לתוצאה וזה מבחינת אישורן של כל העסקאות היעילות בהתאם לתיאוריה של קואז. הבחירה בין שני הכללים תוכרע אפוא על-פי שיקולים שעניינם חלוקת הערך המוסף בין הצדדים⁸⁷. כאשר קבוצת-המיעוט קטנה, משא-ומתן אפשרי (עלויות אדמיניסטרציה נמוכות), אך לא משוכלל (סיכון ממשי להתנהגות אסטרטגית). בתנאים אלו חלק מן המשאים-ומתנים ייכשלו הגם שהעסקאות יעילות⁸⁸.

אולם על בסיס עלויות המשא-ומתן בלבד אי-אפשר להעדיף את כלל האחריות על-פני כלל הקניין. הבחירה בין הכללים אינה מושפעת רק מעלויות המשא-ומתן, כי אם ממכלול עלויות העסקה.

86 למעשה, קשה לכנות דחיית החלטה כשל אי-קבלת רוב רגיל כסחטנות, שכן אין ביכולתנו להבחין במצב זה בין התנגדות סחטנית לעסקה יעילה ובין סירוב בתוס-לב לעסקה לא-יעילה. אולם לצורך הדיון די לנו בכך, שייתכן כי בחלק מן המקרים העסקה תהיה יעילה וההתנגדות היא סחטנית.

87 שיקולים אלו הם מחרץ לתחום עניינו של המאמר, המתמקד בשיקולי יעילות ולא בשיקולי חלוקה.

88 עם זאת, יש להבחין בין המשא-ומתן הנעשה בעת היווצרותה של עסקה הנגזרת בניגוד אינטרסים, ובין משא-ומתן המתקיים בעת בחירת ההגנה הראויה. בעיית הסחטנות חריפה בעיקר במקרה הראשון. כדי להבהיר זאת ניקח, למשל, חברה פרטית שבה יש מספר מצומצם של בעלי-מניות. נניח, כי בעת קביעת תקנון החברה הצדדים צריכים להחליט על ההגנה המתאימה להם — כלל קניין או אחריות. הגם שיש מספר מצומצם של בעלי-מניות, החשש לסחטנות (להבדיל ממשא-ומתן נוקשה) קטן: ראשית, מכיוון ששום בעל-מניות אינו חייב להצטרף לחברה; ושנית, משום שלעיתים קשה לבעל-המניות לדעת מראש אם יהיה חלק מן המיעוט או מן הרוב.

נניח כעת, כי ההגנה שנבחרה היא של כלל קניין ועל הפרק עומד אישורה של עסקה הנעשית תוך ניגוד אינטרסים. במצב זה, בעלי-המניות כבר לכודים בחברה ומי נמנה עם הרוב והמיעוט גם-כן ידוע. זהו מצב החושף את הרוב לסחטנות מצד המיעוט.

2. עלויות שיפוט

כלל קניין מבוסס על קבלת הסכמה מצד שאר חברי הקבוצה לביצועה של העסקה. הסכמה זו תושפע כמובן ממגוון ההערכות הסובייקטיביות של המצביעים. בדרך-כלל התערבות שיפוטית לשם בחינת טיבה של העסקה אינה נחוצה מכיוון שמדובר בעסקת שוק⁸⁹. אולם תהליך ההצבעה עצמו חשוף להשפעות שליליות, כמו, למשל, מידע מטעה או מידע חסר הנמסר למצביעים; יפוי-כוח של מצביעים "בלתי-מעוניינים" המצויים בידי ההנהלה או בעל-השליטה; טובות-הנאה נסתרות או גלויות המובטחות לחלק מן המצביעים והופכות אותם ל"מעוניינים"; הפחדת המצביעים בפעולות-תגמול; וקיומם של קשרים נסתרים או גלויים, אישיים או עסקיים, בין חלק מן המצביעים ובין ההנהלה או בעל-השליטה.

הסכנה לעיוות ההצבעה מחייבת את בית-המשפט לבחון את כשרות הליך ההצבעה ואת עובדת היותם של המצביעים "בלתי-מעוניינים". הליך זה, שלא כמו הליך הערכת טיבה של העסקה עצמה, אינו מורכב. בית-המשפט יכול לבחון ללא קושי את כל הקשור בפרוצדורה של ההצבעה וטיב המידע שנמסר למצביעים. כך גם על-אף שיש קושי לחשוף עיוותים באשר למידת היותו של מצביע, כזה או אחר, "בלתי-מעוניין", הדבר אינו מטיל עלויות גבוהות, באשר מדובר במשימה שבית-המשפט מורגל בה (איתור תרמית). נוסף על כך ההסתברות להתרחשותם של עיוותי הצבעה רבים אינה גדולה. מכיוון שבמקרה של עיוות הצבעה מעורבים בדבר מספר גדול של משתתפים הן בצד השותף לעיוות הן בצד של המצביעים, גדלה סכנת החשיפה. המסקנה המתבקשת היא, שלכלל הקניין עלויות שיפוט נמוכות.

מנגד, כלל האחזיות מבוסס על הגנה שיפוטית המחייבת את בית-המשפט לקבוע אובייקטיבית האם העסקה שבוצעה תוך ניגוד אינטרסים היא הוגנת אם לא. אין זה אומר, כי עסקה שנעשתה תוך ניגוד אינטרסים תגיע לבחינה שיפוטית, משום שבחלק ניכר מן העסקאות סביר שהמיעוט יהיה ברעה שאכן העסקה שהוצעה לו היא הוגנת. ברם, אותו חלק של העסקאות שיגיע לבחינה שיפוטית יחייב את ביצוע ההערכה של טיב העסקה כתהליך הכולל עלויות שיפוט לא-מבוטלות. ראשית, יהיה צורך בקבלת חוות-דעת מקצועיות בדבר טיבה של העסקה. שנית, בית-המשפט יידרש להכריע בין חוות-הדעת השונות כדי לקבוע את השווי ה"נכון".

89 עם זאת, ייתכנו מקרים שבהם הרוב יפנה לבית-המשפט בטענה לסחטנות בלתי-לגיטימית, ואז בית-המשפט יהיה חייב לבחון אובייקטיבית את טיב העסקה כדי להכריע בשאלה, האם המחיר הנדרש מופקע (סחטני)? בהתחשב בעובדה שהרוב הוא היוזם את העסקה וביכולתו להעביר חלק מן העסקאות לערוצים חלופיים להתקשרות עם הקבוצה, ובהתחשב בכך שמדובר במקרים שבהם נדרש מחיר סחטני מופקע — מספר המקרים שבהם תהיה פנייה שכזו לבית-המשפט יהיה נמוך מאוד.

קביעת שוויה האובייקטיבי של עסקה לגבי נכסים שאינם נסחרים בשוק משוכלל היא תהליך מורכב המחייב מיומנות רבה, שכן הערכות שווי מבוססות על הערכות לגבי הסתברות התרחשותם של אירועים עתידיים שונים המשפיעים על השווי (שיעורי ריבית, רווחים צפויים וכדומה) ועל מודלים מימוניים מורכבים⁹⁰. כלל אחריות המתבסס על הכרעה שיפוטית מחייב קיומם של גופים מקצועיים שיתנו חוות-דעת איכותיות ובתי-משפט מיומנים שלהם ההכשרה הנחוצה כדי להכריע בסוגיות שכאלו. איכותם של הגופים המקצועיים ושל בתי המשפט משפיעה כמובן על עלויות השיפוט הישירות, אך מעבר לכך יש לה השפעה מכריעה גם על עלויות השיפוט העקיפות.

עלויות שיפוט עקיפות עניינן בשכיחות קבלתן של החלטות שגויות. אישור של עסקה לא-הוגנת או ביטול של עסקה הוגנת גורמים לעלויות הנובעות מחוסר-יעילות כלכלית. אכן, שימוש במדד אובייקטיבי הוא הולם, בהתחשב בכך שסביר כי למיעוט יש שווי פרטי נמוך. משימת ההערכה היא לכאורה פשוטה יותר, מכיוון שקל יותר להעריך שווי אובייקטיבי משווי סובייקטיבי. אולם עדיין יש לזכור, כי בהיעדר מחיר שוק, הערכת שווי אובייקטיבי מבוססת גם היא על הערכות שווי סובייקטיביות⁹¹. כיוון שכך, הסכנה לקבלת החלטות שגויות אינה פוחתת⁹². כל החלטה שגויה פוגעת ברווחה החברתית. ככל שהגופים המקצועיים אמינים יותר ונטולי-פניות וככל שמערכת-המשפט מיומנת יותר, כך יפחת מספרן של ההחלטות השגויות. לעומת זאת, כאשר הגופים המקצועיים אינם אמינים ונוטים להטות את חוות-דעתם לטובת מזמין חוות-הדעת, או כאשר מערכת בתי-המשפט אינה מיומנת, עמוסה לעיפה או משוחדת — מספרן של העסקאות השגויות יגדל מאוד.

90 ראו, למשל, *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701, 712 (Del., 1983) (מחייב להביא בחשבון כל שיטת-הערכה המקובלת בין אנשי-המקצוע).

91 ראו, למשל, *Kaplan v. Goldsamt* 380 A.2d 556, 567 (Del. Ch., 1977) (הערכה מבוססת על כמה חוות-דעת סובייקטיביות).

92 קבלת החלטות על בסיס שווי אובייקטיבי ממוצע, להבדיל משווי אובייקטיבי קונקרטי, אינה יכולה לצמצם את הבעיה הנידונה לעיל. בתחום הסדרת החצנות שליליות ישנה, כאמור, טענה אינטואיטיבית שכלל אחריות יהיה עדיף על כלל קניין, כאשר המשא-ומתן אינו משוכלל, משום שכלל זה עדיף גם כאשר משא-ומתן כלל אינו אפשרי. אולם הנחת-היסוד של הניתוח היא, שהן בית-המשפט הן המזיקים והניזוקים אינם יודעים את שיעורם של הנוק והפיצוי הממשיים, אלא את התפלגותם בלבד. כיוון שכך, עליהם להסדיר את התנהגותם על-פי הפיצוי והנוק הממוצעים. אולם כתחום ההגנה מפני נטילת קניין של המיעוט, יוזם העסקה, בעל-השליטה, יודע בדיוק מהו הניזוק (המיעוט) ומהו שיעורו של הנוק הממשי שהוא עתיד לגרום לו. כיוון שכך, ביכולתו של יוזם העסקה להעריך את היחס בין השווי שייקבע על-ידי בית-המשפט ובין השווי הידוע לו. העסקה תבוצע במחיר שייטיב עמו או שהוא יימנע ממנה כליל. יכולת תמרון זו שוללת את אפשרות השימוש במדד של שווי אובייקטיבי ממוצע.

לעלויות שיפוט עקיפות גבוהות השפעה קשה על היעילות הכלכלית. אימוצו של כלל אחריות במקום שבו מערכת השיפוט מטילה עלויות גבוהות יפגע בנכונותם של משקיעים להשקיע בחברות כחלק מקבוצת-מיעוט, מחד גיסא, ויטיל על הרוב עלויות מיותרות ליצור הגנות תחליפיות אמינות ויעילות יותר כדי להציען למשקיעים פוטנציאליים, מאידך גיסא. כך גם ירד לטמיון היתרון של חיסכון בעלויות מידע המושג באמצעות הכתבת ההגנה על-ידי המחוקק, מכיוון שהשוק יאלץ ממילא להציע מגוון פתרונות משלו.

השוואת עלויות השיפוט לעלויות המשא-ומתן יש בה כדי להצביע על עדיפותו של כלל אחר על פני האחר במקרה נתון, אך השוואה זו אינה מסיימת את המלאכה. כפי שנראה מיד, שתי עלויות אלו מושפעות ממנגנונים נוספים, חוץ-משפטיים, הקיימים בשוק.

3. מנגנוני-בקרה חוץ-משפטיים

במקביל למערכת המשפטית ישנם בשוק מנגנונים שלעיתים יש בכוחם להתמודד עצמאית עם בעיית ההצבעה תוך ניגודי האינטרסים. יעילותם ואיכותם של מנגנונים אלו עשויה לשמש גורם מכריע בהבטחת יעילות כלכלית בין השאר בשל השפעתם על עלויות המשא-ומתן או על עלויות השיפוט. כך, למשל, גם כאשר המערכת המשפטית מטילה עלויות שיפוט גבוהות מדי, עשויים מנגנונים אלו ליצור דרכי אכיפה זולות יותר או להזייל את עלויות המשא-ומתן, באופן שייתר את הצורך להיזקק למערכת המשפטית. על-כן בחירתו של הכלל העדיף — כלל קניין או כלל אחריות — תושפע גם מבחינתם של מנגנונים אלו.

(א) שוק-השליטה

אחד המנגנונים שזכו לתשומת-לב רבה כאמצעי להתמודדות עם בעיית הנציג — שבענייננו מתבטאת בבעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים — הוא שוק-השליטה. כאשר חברה מנוהלת באופן לא-יעיל, מחיר מניותיה יורד והיא נחשפת לסכנת השתלטות. משתלט פוטנציאלי מאתר את הרווח שניתן להפיק מניהול יעיל יותר של החברה, רוכש מניות של החברה בשיעור שיספיק לו להחליף את ההנהלה ומעלה את החברה לפסים של יעילות. שוק-השליטה מתמודד עם חוסר-יעילות הן על-ידי האיום מעצם קיומה של סכנת ההשתלטות, המרתיעה מפני ניהול לא יעיל מלכתחילה, והן בדיעבד, לאחר ביצוע ההשתלטות עצמה⁹³.

H.G. Manne "Mergers and the Market for Corporate Control" 73 *J.Pol.Econ.* (1965) 110; 93
F.H. Easterbrook & D.R. Fischel "The Proper Role of a Target's Management in
Responding to a Tender Offer" 94 *Harv. L. Rev.* (1981) 1161

ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים במחירים לא-הוגנים, תגרום לירידת ערכן של המניות, שכן חששם של בעלי-המניות מפני נישולם כקבוצת-מיעוט ימצא את ביטוי במחיר המניות. ירידת ערך המניות תחשוף את החברה לסכנת השתלטות. במקום שבו שוק-השליטה יעיל, יתמעטו מקרים של פגיעה במיעוט. לכן גם במשטר של כלל אחריות יתמעטו המקרים שבהם יהיה צורך בפנייה לבית-משפט — תהיינה עלויות השיפוט אשר תהיינה. על-כן חשוב לבחון את הגורמים המשפיעים על יעילותו של שוק-השליטה.

יעילותו של שוק-השליטה מושפעת בין השאר משכיחותם של משתלטים פוטנציאליים, השוקרים על איתורן של חברות לא-יעילות, מיעילותם של שוקי הכספים בהעמדת סכומי כסף גדולים הנחוצים לביצוע ההשתלטות ומשטר משפטי המקשה על בעלי-השליטה הקיימים למנוע את ההשתלטות. נוסף על כך הנתון החשוב ביותר לעצם קיומו של שוק-שליטה הוא שיעורן של המניות שניתן לרכוש בעת ההשתלטות. שיעור התפלגותן של ההחזקות במניות של החברות השונות בשוק נתון מכתוב את קיומו או היעדרו של שוק-שליטה. כאשר הגורם השולט בחברה מחזיק בידיו "דבוקת שליטה" בשיעור נמוך מחמישים אחוזים מן המניות, אפשר להשתלט על החברה על-ידי רכישת דבוקת שליטה גדולה יותר בשוק. לעומת זאת, כאשר הגורם השולט בחברה מחזיק בידיו שליטה מוחלטת, מעל חמישים אחוזים, לא ניתן להשתלט על החברה. אין זה משנה באיזו מידה לא יעיל הגורם השולט בחברה: כל עוד בידיו שליטה מוחלטת, היא תועבר לאחר רק במסגרת עסקה פרטית המותנית בהסכמתו. שוק-השליטה המבוסס על השתלטות עוינת אינו יוצר כל סכנה לשולט הנוכחי בחברה — תהיה אשר תהיה הפגיעה שהוא מיסב למיעוט. בשוק שכזה הזדקקות המיעוט למערכת המשפטית במשטר של כלל אחריות תהיה גדולה, תוך נשיאה בכלל עלויות השיפוט.

בין שוק-השליטה ובין הכלל המסדיר את בעיית ההצבעה תוך ניגודי האינטרסים ישנה השפעה הדדית. נניח כי אומץ משטר של כלל אחריות בשוק שבו מערכת-המשפט מטילה עלויות שיפוט גבוהות. במשטר שכזה ייקל על בעל-השליטה לפגוע במיעוט ולהעשיר את עצמו על חשבונם. במובן זה כל עוד המיעוט כקבוצה לכוד בחברה, שוויה של השליטה גדול (ערכו המהותי של פוטנציאל הנישול). אם בשוק הנידון יש שוק-שליטה, כי אז מכיוון שהרווח אשר שניתן להפיק מחילופי השליטה הוא גדול, סכנת ההשתלטות תהיה מוחשית יותר. משמעות הדבר היא, שפרמיית-השליטה בשוק זה היא גדולה ועל-כן ישנם תמריצים חזקים לאיתור חברות לא-יעילות והשתלטות עליהן. עצם קיומה של סכנת השתלטות מוחשית יגרום לבעלי-השליטה הקיימים להימנע מביצוען של עסקאות תוך פגיעה במיעוט.

לעומת זאת, אימוצו של משטר המבוסס על כלל קניין אינו נסמך כלל על שוק-השליטה. מכיוון שבמשטר שכזה נישולו של המיעוט כמעט שאינו אפשרי, שוויה של

החשיפה של המיעוט לפגיעה⁹⁹. כאשר בעלי-שליטה מעוניינים לזכות בהערכה חברתית חיובית, או כאשר הם מעוניינים לשמור על מעמדם בעיני עצמם כאנשים ישרים ומוסריים, הם יימנעו מפעולות נישול גם כאשר אין להם כל חשש מפני סנקציה כלכלית. לכן בקהילה עסקית שבה יש השפעה מהותית למוניטין אישיים של בעלי-שליטה בכל הקשור לשמירת זכויות המיעוט בחברותיהם, גם ללא סנקציה כלכלית — כלל אחריות יוכל להשיג תוצאות יעילות.

(ה) שכיחותן של עסקאות רעות

היבט נוסף שבו צריכה להיבחן יעילותו של הכלל העדיף הוא היחס שבין העסקאות הטובות לעסקאות הרעות¹⁰⁰. אין בנמצא מחקר אמפירי שימדוד את התפלגותן של העסקאות הנעשות תוך ניגוד אינטרסים בין עסקאות טובות לעסקאות רעות. עם זאת ברור, שכאשר מדובר בשוק שבו 90% מן העסקאות הן טובות ו-10% הן עסקאות רעות, השפעתם של הכללים תהיה שונה מאשר בשוק שבו המצב הפוך. הפתרון של העברת כוח ההכרעה למיעוט ישיג את מניעת כל העסקאות הרעות, אך יגרום לאובדן של חלק מן העסקאות הטובות בשל התנהגות אסטרטגית. לעומת זאת, הפתרון המבוסס על הגנת ההגנות יבטיח את ביצוען של כל העסקאות הטובות, אך יגרום לביצוען של חלק מן העסקאות הרעות, בשל אי-שכלולים וטעויות של מערכת-המשפט. כאשר ההנחה היא, שעסקאות טובות הן העסקאות הרווחות בשוק, כי אז כלל האחריות עדיף, מכיוון שהסיכון לאישורן של עסקאות רעות קטן. לעומת זאת, אם עסקאות רעות הן הרווחות בשוק, כי אז ייתכן שלמרות עלויות המשא-ומתן כלל קניין הוא הכלל העדיף, מכיוון שהגזק מאובדן חלק קטן מן העסקאות הטובות עשוי להיות נמוך מהגזק שייגרם מאישורן של מספר גדול של עסקאות רעות.

לכאורה השיקול של התפלגות העסקאות הטובות והרעות מעורר את השאלה של "מי קדם למה?" אם ייבחר תחילה כלל המבוסס על זכות קניין, כי אז ייקטן התמריץ לנסות ולבצע עסקאות רעות, שכן יהיה זה בבחינת ניסיון לא-צלילי. עקב כך ייווצר שוק שבו עסקאות רעות אינן שכיחות. מנגד, אם ייבחר כלל המבוסס על הגנת ההגנות, כי אז יש תמריץ לנסות ולבצע עסקאות רעות, מכיוון שיש סיכוי שאת חלקן לפחות בית-משפט יאשר וחלקן לא תגענה כלל להתדיינות משפטית. עקב כך ייווצר שוק שבו עסקאות רעות הן שכיחות. אולם ההשפעה על שכיחותן של עסקאות רעות אינה נגזרת

99 ראו, למשל, E. F. Fama "Agency Problems and the Theory of the Firm" 88 *J.Pol.Econ.* (1980) 288; E.B. Rock "Saints and Sinners – How Does Delaware Corporate Law Work?" 44 *UCLA L.Rev.* (1997) 1009.

100 הכוונה היא ליחס המשקלל את מספר העסקאות בשיעור ההפסד או הרווח הצפוי מהן.

רק מן הפתרון המתמורד עם בעיית ההצבעה בניגוד אינטרסים. כאמור, מנגנונים נוספים, שעצם קיומם מוכתב על-ידי מאפיינים בלתי-תלויים בבעיית ניגוד האינטרסים ובפתרון לה, משפיעים גם הם על שכיחותן של עסקאות רעות.

4. תמונת-מצב אמפירית

התבוננות אמפירית כמשטרי ההגנה המוענקים למיעוט בקבוצת-מצביעים בכמה מדינות יש בה כדי לבסס את הטענה בדבר השפעתם של המאפיינים השונים על בחירתו של הכלל העדיף.

(א) ארצות-הברית

בארצות-הברית, שלצורך דיוננו נתמקד במדינת דלוור, הכלל המאומץ הוא כלל אחריות¹⁰¹. עסקה המבוצעת תוך ניגודי אינטרסים כפופה למבחן ההגיונות: על המעוניין בביצוע העסקה להוכיח קיומם של "משא-ומתן הוגן" (fair dealing) ו"מחיר הוגן" (fair price)¹⁰². עם זאת, במקרים שבהם העסקה אושרה גם על-ידי רוב של בעלי-מניות בלתי-מעוניינים, התמונה משתנה: במקרים שמדובר בעסקה עם בעל-שליטה, מבחן ההגיונות (entire fairness) נותר על כנו, אך נטל ההוכחה עובר אל הצד התוקף את העסקה¹⁰³, ואילו במקרים שבהם מדובר במנהל או דירקטור שאינם בעלי-שליטה משתנה כליל המדרג לבחינת העסקה — ממבחן הגיונות למבחן השיפוט העסקי (the business judgment rule)¹⁰⁴.

בחינתם של המאפיינים השונים של השוק בארצות-הברית תומכת באימוצו של כלל האחריות: ראשית, מערכת-המשפט של דלוור היא ייחודית בהתמחותה בהערכות שווי, בפרט, ובדיני חברות, בכלל, והיא פועלת כיעילות, באמינות ובמהירות החיזויים להכרעות בעולם-העסקים הדינמי¹⁰⁵. שנית, התפלגות ההחזקות במניות היא גרולה ולכן

101 ראו קלארק, לעיל הערה 26, בעמ' 166.

102 ראו, למשל, פסק-דין Weinberger, לעיל בהערה 90.

103 ראו, למשל, Kahn v. Lynch Communication Sys. Del.Supr. 638 A.2d 1110 (1994).

104 ראו, למשל, Michelson v. Duncan 407 A.2d 211 (1979); Marciano v. Nakash Del.Supr. 535 A.2d 400 (1987); In Re Wheelabrator Tech. Shareholders Lit., Del.Ch. 663 A.2d 1194 (1995).

105 במדינות אחרות בארצות-הברית שבהן אין בית-משפט המתמחה בדיני חברות, עדיין מאמצים את כלל האחריות. לכך ייחזקו שני טעמים: האחד, שקיומם של המאפיינים האחרים מספק הגנה ראויה למיעוט גם כאשר עלויות השיפוט גבוהות; והשני, שהגנה זו היא תוצאה של התחרות בין המדינות שלא תמיד מתחייבת ממאפייני המדינה הנידונה. לעניין האחרון ראו R. Romano "Law as a Product – Some Pieces of the Reincorporation Puzzle" 1 J.Law Econ. & Orgn. (1985) 225.

שוק-השליטה אפשרי¹⁰⁶. הגם שבשנים האחרונות נוצרו מגבלות על ביצוען של השתלטויות, עדיין שוק השליטה בארצות-הברית משוכלל ביותר בכל הקשור בשכיחותם של משתלטים פוטנציאליים ובאפשרות גיוסם של המשאבים הנחוצים להשתלטות. שלישית, שוק-ההון משוכלל למדי¹⁰⁷. רביעית, נתח ניכר ממניות המיעוט מוחזקות על-ידי משקיעים מוסדיים מתוחכמים¹⁰⁸. חמישית, הקהילה העסקית בארצות-הברית רגישה מאוד למוניטין עסקי בכל הקשור בניהולן של החברות¹⁰⁹. מאפיינים אלו משמעותם עלויות שיפוט נמוכות הן בשל מערכות-שיפוט יעילות הן בשל פעילות מקבילה של מנגנונים חוץ-משפטיים. עלויות שיפוט נמוכות מצדיקות, כאמור, אימוצו של כלל אחריות.

יתר על כן: בשוק-ההון בארצות-הברית גם עלויות המשא-ומתן נמוכות, בשל הימצאותם של משקיעים מתוחכמים ובשל יעילותו של שוק-ההון. במקרה שכזה, כאמור, תנאי של השוק מתקרבים לשוק נטול עלויות עסקה, שלפי התיאוריה של קואז יגיע בכל מקרה לתוצאה היעילה. לכן רצוי לאמץ את כלל האחריות גם מן הטעם שזוהי הגנת-מינימום גמישה הנתונה להתניית הצדדים. ואכן, בתי-המשפט מאפשרים לצדדים להתנות את אישור העסקה, באופן וולונטרי, בקבלת הסכמת הרוב מבין בעלי-המניות הבלתי-מעוניינים (majority of the minority), דהיינו: אימוצו של כלל קניין במקום כלל אחריות. עם זאת, בית-המשפט העניק להתניה זו משקל מסויג.

לכאורה במשטר של כלל קניין אין כל צורך בבחינתה של הגינות העסקה, שכן המיעוט אמור לדאוג לעצמו אף לעסקה טובה מכך. לכן התניה וולונטרית שיאמצו הצדדים לעצמם, אשר לפיה נדרשת תמיכת הרוב מתוך המיעוט כתנאי לאישור העסקה, צריכה לשנות את המדרג לבחינת העסקה ממבחן ההגינות למבחן השיפוט העסקי. אולם, כמתואר לעיל, שינוי המדרג לבחינת העסקה התקבל רק בכל הקשור בעסקאות עם מנהלים ודירקטורים שאינם בעלי-שליטה; ואילו במקרים שבהם העסקה היא עם בעל-שליטה, נותר מבחן ההגינות על כנו כאשר רק נטל ההוכחה עובר לצד התוקף את העסקה.

הסיבה להימנעות בית-המשפט משינוי של מבחן ההגינות, גם כאשר נתקבל רוב מתוך המיעוט, נעוצה בחשש לפגמים פרוצדורליים במנגנון-ההצבעה. החשש הוא, שבעלי-השליטה ישתמשו בכוחם כדי לעוות את מנגנון-ההצבעה, בין על-ידי איום על

106 ראו, למשל, M.J. Roe "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States" 102 *Yale L.J.* (1993) 1927.

107 ראו, למשל, גילסון וקראקמן, לעיל הערה 14.

108 ראו, למשל, B.S. Black "Agents Watching Agents – The Promise of Institutional Investor Voice" 39 *UCLA L. Rev.* (1992) 811.

109 ראו רוק, לעיל הערה 99.

המיעוט בפעולות פוגעניות בעתיד בין על-ידי רכישת יפוי-כוח (proxies) או ניצול יפוי-כוח המצויים בידי בעל-השליטה והמעניקים לו שיקול-דעת רחב¹¹⁰. נראה, כי במקום להתמודד חזיתית עם פגמים פרוצדורליים — דהיינו: להבטיח הצבעה משותרת על בסיס מידע מלא של בעל-מניות שהם אכן בלתי-מעוניינים בעסקה — בחר בית-המשפט להותיר את מבחן ההגיונות על כנו¹¹¹.

לדעתי, יש להבחין בין התניה וולונטרית, המחליפה כלל אחריות בכלל קניין אד הוק, ובין התניה העושה כן באופן כללי. כאשר התניה המחייבת קבלת רוב מתוך המיעוט מוגבלת לעסקה מסוימת (או כאשר דרישת הרוב בעסקה המסוימת היא רק תוספת רצויה, אך לא מחייבת), בעל-השליטה שומר לעצמו את הזכות להשתמש בכלל האחריות בכל שאר העסקאות (או אף בעסקה הנוכחית). במצב זה, אכן יש בסיס לחששם של בתי-המשפט מפני עיוותים במנגנון-ההצבעה ומפני הטלת מורא על המיעוט. שכן בעתיד בעל-השליטה יוכל להשתמש בכלל האחריות כדי לזוז עסקאות העוללות לפגוע במיעוט. וזאת — יש להדגיש — במקרה החזקות שאינו חושף את בעל-השליטה לסכנת השתלטות עוינת ומותיר את המיעוט נתון לחסדיו של בעל-השליטה.

מנגד, כאשר התניה המחייבת קבלת רוב מתוך המיעוט חלה על כלל העסקאות הנגועות בניגודי אינטרסים — למשל: הוראה במסמכי-היסוד של התאגיד — ממש כאילו החוק חייב כך, החשש מתמוזער. בעל-השליטה אינו יכול לכפות את העסקה הנוכחית אם לא יתקבל הרוב מתוך המיעוט, והוא אף אינו יכול לפגוע במיעוט, כפעולת תגמול, בעסקאות אחרות, מכיוון שגם לאישורן נדרש רוב מתוך המיעוט. בהיעדר חשש להטלת מורא על המיעוט, ניתן להתמודד ישירות בשאר העיוותים האפשריים במנגנון-

110 ראו, למשל, *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co. Del.Ch.*, 584 A.2d 490, 502 (1990).

המאוזכר בהסכמה בפסק-הדין קאהן, לעיל הערה 103.

111 במצב-דברים זה מתעוררת השאלה, מדוע בעל-השליטה יתנה את ביצוע העסקה בקבלת תמיכת הרוב מתוך המיעוט? שהרי המבחן נותר מבחן ההגיונות, והשינוי מתבטא רק בהעברת נטל ההוכחה. במצב-דברים זה שתי דרכים פתוחות בפני בעל-השליטה: האחת, לבצע את העסקה ולהרים את הנטל בדבר הגיונות העסקה; והשנייה, לקבל את תמיכת הרוב מתוך המיעוט ולהעביר את הנטל לצד התוקף את העסקה. כמוסבר לעיל, בדרך הראשונה ניתן לאשר עסקאות במחיר המצוי כחלק התחתון של הערך המוסף. בדרך השנייה, כדי לקבל את הסכמת הרוב מתוך המיעוט, על בעל-השליטה להציע מחיר גבוה יותר. עם זאת, אין זה המחיר שהיה מתקבל תחת כלל קניין אמיתי, שכן כוח המיקוח של המיעוט מוגבל, בשל העובדה שירוע לכל כי לבעל-השליטה פתוחה תמיד הדרך הראשונה. מכל-מקום, עדיין מדובר במחיר גבוה יותר. למעשה, בעל-השליטה משלם פרמיה על העברת נטל ההוכחה לצד התוקף את העסקה. זוהי מעין עסקת-ביטוח. הצורך בביטוח מתעורר כאשר יש חשש שבית-המשפט ישגה בכל הקשור להערכת שווייה של העסקה ויפסול אותה כבלתי-הוגנת. כדי למוזער סיכון זה, בעל-השליטה משלם פרמיה, מחיר גבוה יותר, כדי להעביר את הנטל לצד השני ולהקטין בכך את הסיכויים לפסילת העסקה.

ההצבעה. לכן, במקרים כגון אלו יש לשנות את המרד לבחינת העסקה ממבחן ההגיונות למבחן השיפוט העסקי, גם כאשר הצד לעסקה הוא בעל-שליטה¹¹².

(ב) ישראל

בישראל מגוון של הגנות, חלקן מבוססות על כלל קניין וחלקן על כלל אחריות, או שילוב ביניהן. לשם המחשה נסקור חלק מהן:

1. הליכי אישור מיוחדים לעסקאות הנגזרות בניגוד אינטרסים. עד תיקון מספר 4 לפקודת החברות, הדין בישראל היה, כמו בדין האנגלי, עוין לעסקאות המתבצעות תוך ניגודי אינטרסים. בתיקון מספר 4 השתנה הדין בכל הקשור בעסקאות עם נושאי משרה¹¹³, ובמקום משטר שבבסיסו היה איסור על ביצוע העסקאות אומץ משטר המתיר את ביצוען בכפיפות לשני תנאים: האחד, שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה; והשני, שהתקיימה הפרוצדורה שנקבעה בפקודה. התנאי הראשון הוא במהותו הגנת הגיונות¹¹⁴. התנאי השני מחייב לקיים פרוצדורה שנועדה להביא לכך שהאישור שיתקבל יהיה בלתי-מושפע מניגוד האינטרסים. ראשית, נדרש אישור של ועדת-הביקורת, המוחזקת להיות "אובייקטיבית" בין השאר, בשל חברותם של שני הדירקטורים מקרב הציבור. שנית, נדרש אישור הדירקטוריון, אשר ההנחה לגביו שהוא רואה את עצמו חב אמונים לחברה ולא לנושא המשרה הנגזר בניגוד אינטרסים. הוטל איסור על נושא המשרה להיות נוכח בהצבעות בוועדת-הביקורת ובדירקטוריון. שלישית, במקרים שבהם לנושא המשרה 25% או יותר ממניות בחברה שהציעה את מניותיה לציבור על-פי תשקיף נדרש גם אישור האסיפה של בעלי-המניות, ברוב רגיל ובתמיכתם של לפחות שליש מבעלי-המניות שאין להם קשר לנושא המשרה ולעסקה המאושרת ("שליש תומך").

¹¹² לשם השוואה, במשפט האיטלקי הכלל הקיים הוא כלל קניין. יש איסור להצביע תוך ניגוד אינטרסים ולפיכך יש לקבל את תמיכת הרוב מתוך המיעוט בכל העסקאות הנגזרות בניגודי אינטרסים. ראו *Civil Code, Book V, Art. 2373* (בתרגום אנגלי מתוך *A. Frignani & Elia Italian Company* (Law (Kluwer, 1992)). במשטר כזה, כל עוד ניתן להבטיח שהמצביעים אכן בלתי-מעוניינים בעסקה והליך ההצבעה תקין, אין צורך בבחינת העסקה לגופה. ואכן, בכל הקשור בהענקת ייפוי-כוח להצביע ישנן מגבלות: ייפוי-הכוח חייב להיות בכתב, הוא מוגבל לאסיפה אחת, מספר בעלי-המניות שנציג אחד יכול לייצג מוגבל וחל איסור על מתן ייפוי-כוח לדירקטורים, לעובדי-החברה, לחברות נשלטות על-ידי החברה לדירקטורים שלהן ולעובדיהם, לבנקים או למוסדות אשראי (*Civil Code, Book V, Art. 2372* בתרגום הנ"ל).

¹¹³ ראו פרק 17 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, ג"ח 716 (להלן: פקודת החברות).
¹¹⁴ נוסף על ההסדר הקבוע בפקודה התפתחה הדוקטרינה המטילה חובות אמונים על בעלי-שליטה. התנאי הראשון גורם למעשה לאימוצה העקיף של הדוקטרינה לתוך ההסדר החקיקתי.

דרישת השליש התומך דומה במובן מסוים לדרישת רוב מיוחס. נושא המשרה חייב להשיג נוסף על הרוב הרגיל גם תמיכה של שלישי מבעלי-המניות הבלתי-מעוניינים. הדבר דומה לבעל-שליטה המחזיק 50% מן המניות, שנדרש ממנו להשיג רוב מיוחס של שני שלישים לצורך קבלת החלטה מסוימת: עליו לשכנע שלישי מבעלי-המניות האחרים כדי להשיג את הרוב המיוחס. עם זאת, בעוד שלשליש התומך נדרש כתנאי מהותי שהמצביעים התומכים יהיו מתוך קבוצת הבלתי-מעוניינים בהחלטה, ברוב המיוחס, זהות המצביעים אינה חשובה. הבדל זה מן הרוב המיוחס מאפשר להביט על השליש התומך כעל מנגנון המעביר את ההכרעה למיעוט שאינו מצוי בניגוד אינטרסים¹¹⁵. ניתן היה לקבוע כי מי שנגוע בניגוד אינטרסים אל-לו להצביע, וההכרעה תתקבל ברוב קולות של הנותנים. מנגנון כזה היה קיים למעשה בתיקון מספר 4 המקורי, שבו נדרש "חצי תומך"¹¹⁶. מכיוון שהצבעתו של מי שנגוע בניגוד אינטרסים צפויה מראש, יש לראות ב"חצי התומך" כמעין רוב קולות של מי שאינם נגועים בניגוד אינטרסים. כאמור, החסרון שבהעברת כוח ההכרעה למיעוט הוא הסכנה לסחטנות. בהינתן העובדה שהנוכחות של בעלי-מניות נטולי ניגוד אינטרסים נמוכה, דרישת ה"חצי התומך" פתחה פתח לסחטנות ובשל כך הופחתה הדרישה ל"שליש תומך"¹¹⁷. אמנם, שלישי אינו מבטא את עמדת הרוב של קבוצת-המצביעים ללא ניגודי אינטרסים¹¹⁸, אך עדיין מחייב את בעל-השליטה לשכנע לפחות חלק מבעלי-המניות שאינם קשורים אליו¹¹⁹. התמודדות ישירה עם היבטים נוספים של בעיית ניגודי האינטרסים שבין הרוב למיעוט לא נעשתה בתיקון מספר 4 לפקודת החברות, משום שהוא צומצם לניגודי

115 עם זאת, בעוד מנגנון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט אינו מחייב בחינה של הגינות העסקה, ההסדר בפקודת החברות דורש גם שהעסקה תהיה הוגנת. קיומן של שתי הגנות זו בצד זו אינו אמור לשפר את מצבו של המיעוט. המיעוט אינו זקוק להגנה המינימלית של עסקה הוגנת, משום שבהעברת כוח ההכרעה אליו יש ביכולתו להבטיח לעצמו למעלה מכך (עסקה מצוינת, למשל). אולם נראה, כי במצב שבו נדרש רק "שליש תומך" אין הגנה מספקת למיעוט משום שכוח ההכרעה אינו בידיו. גם כאשר הרוב בקבוצת-המיעוט מתנגד ורק שלישי תומכים, העסקה האושר. במקרה שכזה ההגנה הנוספת של הגינות העסקה מבטיחה למיעוט "רצפה" הסתבטאת בעסקה הוגנת.

116 תיקון מס' 4 לפקודת החברות, התשנ"א-1991, ס"ח 1352.

117 תיקון מס' 7 לפקודת החברות, התשנ"ב-1992, ס"ח 1391.

118 על רקע זה ניתן להסביר גם את הדרישה הנוספת להגינות העסקה. הצורך בהגנת המינימום של כלל האחריות נובע מכך, שדרישת "שליש תומך" אינה מבטיחה למיעוט יכולת לנהל משא-ומתן כבמשטר הדורש רוב מתוך המיעוט.

119 דרישת השליש התומך היא פשרה אנומלית, משום שבהיעדר סחטנות, ההנחה היא כי המיעוט (במקרה זה, השלישי) "טועה" בבחירתו. כיום, לאחר חיובם של המשקיעים המוסדיים להשתתף באסיפות בעלי-מניות, החשש לסחטנות הצטמצם (בשל נוכחות גדולה יותר) ויש מקום לשקול לשוב לדרישת ה"חצי התומך".

עניינים של "נושאי משרה" בלבד¹²⁰. אולם הרשות לניירות-ערך השלימה את אחד החלקים החסרים על-ידי התקנת תקנות שבתמציתן מחילות את כללי האישור המיוחדים לעסקאות עם "נושאי משרה" גם על עסקאות עם "בעלי-שליטה"¹²¹.

בחברות שלא הציעו את מניותיהן לציבור על-פי תשקיף (בעיקר חברות פרטיות) לא נדרש "שליש תומך" הן מכוח הוראת תיקון מספר 4 הן בשל היעדר-תחולה לתקנות הרשות לניירות-ערך. עקב כך, אם העסקה אינה פוגעת בטובת החברה, בעלי-השליטה יכולים לאשר את העסקאות ברוב רגיל. לכן ההגנה העיקרית למיעוט היא הגנת ההגנה.

2. חלוקה לקבוצות והלכת לאומי פיא. וריאציה נוספת של העברת כוח ההכרעה למיעוט נעשית במשטר הדרוש חלוקה לקבוצות וקבלת הסכמת כולן. למשל: סעיף 233 לפקודת החברות, שעניינו בין השאר ארגון-מחדש של חברות, מחייב חלוקה לקבוצות לפי האינטרסים השונים וקבלת הסכמת כולן. כך ייתכן מצב שקבוצה המוגדרת כקבוצה אחת מבחינה חוזית — למשל: בעלי-מניות — תוגדר כשתי קבוצות מבחינת האינטרסים שלהם: אלו המחזיקים באגרות-חוב ואלו שלא. לחלוקה לקבוצות יש אותה תוצאה כאיסור הצבעה בניגוד אינטרסים, מכיוון שכל המצוי בניגוד אינטרסים יסווג כקבוצה אחת, והנותרים — כקבוצה שנייה; ומכיוון שלצורך אישור העסקה תידרש הסכמת שתי הקבוצות, הרי שבכך הועבר כוח ההכרעה למיעוט. אופן ההצבעה של כל המצוי בניגוד אינטרסים ידוע מראש ולכן מי שיכריע את תוצאת ההצבעה יהיה קבוצת הנותרים (המיעוט). באותה מידה אפשר היה לקבוע, כי יש לבדוד את מי שמצוי בניגוד אינטרסים ולאפשר הצבעה רק של הנותרים, בלי שהתוצאה תשתנה¹²².

הסיווג לקבוצות שונות לפי האינטרסים השונים הוא מנגנון המבוסס על פתרון פרוצדורלי לבעיית ניגודי האינטרסים, שאיננו מחייב בחינה מהותית של איכות ההחלטה שהתקבלה. אם התקבל הרוב הדרוש בכל הקבוצות, יש להתייחס אל ההחלטה שהתקבלה כאל החלטה שהתקבלה ללא ניגודי אינטרסים. זהו פתרון ישיר לבעיית ניגודי

120 עם זאת, תיקון מספר 4 התייחס לצורך בקבלת אישורה של ועדת-הביקורת בכל הקשור באישורן של עסקאות עם "בעלי-עניין".

121 תקנות ניירות ערך (הגבלות בענין ניגוד ענינים בין חברה רשומה לבין בעל-שליטה בה), התשנ"ד-1994, ק"ת 5602.

122 עם זאת, עדיין יש הכדל בין האיסור על הצבעה בניגוד אינטרסים ובין החלוקה לקבוצות. כאשר עומדת על הפרק עסקה שמי שמצוי בניגוד אינטרסים מעוניין בה, לשני ההסדרים תהיה אותה השפעה בדיוק. לעומת זאת, אם על הפרק ישנה עסקה שמי שמצוי בניגוד אינטרסים אינו מעוניין בה, ההשפעה תהיה שונה. בעוד במשטר האוסר עליו להצביע לא יהיה בכוחו לבלום את העסקה, במשטר של חלוקה לקבוצות הוא יוכל למנוע אותה גם אם קבוצת-המיעוט תומכת בה.

האינטרסים, שאינו תלוי בפנייה לבית-משפט לצורך בחינה ברעבר של איכות ההחלטה שהתקבלה¹²³.

פתרון החלוקה לקבוצות מצא את ביטוי בפסק-דין לאומי פ"א¹²⁴. באותו מקרה עמדה להצבעה שאלת שיעורו של הפיצוי שבעלי-מניות, אשר כוח הצבעתן נחות, יעניקו לבעלי-מניות שכוח הצבעתן עדיף בהליך של השוואת זכויות הצבעה. זוהי למעשה עסקה בין שתי קבוצות של בעלי-המניות, שבה מוחלף כוח הצבעה בתמורה לזכויות הניזונות. הבעיה התעוררה בשל קיומם של משקיעים שהחזיקו בשני סוגי המניות ולכן נמצאו בניגוד אינטרסים. משקיעים אלו מצביעים בכשירותם כבעלי-מניות נחותות על שיעור הפיצוי שישולם להם בכשירותם כבעלי-מניות עדיפות. מי ששיעור החזקותיו במניות עדיפות גדול משיעור החזקותיו במניות הנחותות יתמוך בכל שיעור של פיצוי, אפילו אם הוא מופרז. בית-המשפט קבע, כי יש לבצע את השוואת הזכויות במסגרת הליכים של סעיף 233 לפקודת החברות, המאפשר חלוקה לקבוצות לפי האינטרסים של המצביעים, ולא רק לפי הזכויות החזקות המגולמות במניות¹²⁵. כן נקבע, כי במקרה זה צריך לסווג את בעלי-המניות הנחותות המצויים בניגוד אינטרסים לקבוצה נפרדת¹²⁶.

הלכת לאומי פ"א מעוררת את שאלת תחולתה מעבר לנסיבותיו של פסק-הדין. האם ניתן לטעון, כי בכל הצבעה שבה משתתפים מצביעים המצויים בניגוד אינטרסים יש לסווגם לקבוצה נפרדת? מבחינה טכנית אפשר לבסס תשובה חיובית על עקרון תום-הלב שבדיני החוזים. עמידה על הזכות להצביע בקבוצה אחת גם כאשר המשקיע מצוי בניגוד אינטרסים יכולה להיות שימוש בחוסר תום-לב בזכות הנובעת מחוזה. מהותית הדבר תלוי במנגנון שדיני החברות מעוניינים לאמץ: חובות אמונים (מבחן הגינות) או העברת כוח ההכרעה למיעוט¹²⁷.

123 עם זאת, עדיין נדרשת פנייה לבית-המשפט כדי להכריע במחלוקות בדבר מהותם של האינטרסים שיצדיקו סיווג לקבוצות נפרדות. למשל: ע"א 332/88 בנק לאומי נ' נאמן, פ"ד מד(1) 254; ע"א 359/88 סולל בונה נ' נאמן, פ"ד מה(3) 862.

124 לעיל הערה 37.

125 באשר לסעיף 233 לפקודת החברות מתעוררות השאלות האם, מתד גיסא, מן הראוי היה להגביל את הליך השוואת הזכויות רק למסגרתו? והאם, מאידך גיסא, לא ניתן לסווג לקבוצות שונות מצביעים המצויים בניגוד אינטרסים גם בלעדיו? לא כאן המקום לעסוק בשאלות אלו. לצורכי הדיון בלבד אניח, כי אפשר לסווג לקבוצות שונות גם ללא שימוש בסעיף 233 לפקודת החברות.

126 בית-המשפט סיווג כקבוצה נפרדת את בעלי-השליטה שהחזיקו בכמות שווה של מניות משני הסוגים. אולם כמצב שכזה בעלי-השליטה הם אדישים ואינם מצויים בניגוד עניינים קונקרטי. עם זאת, ניתן להצדיק את עמדת בית-המשפט בכך שמצביעים "אדישים" ניתנים להטיה בקלות, באמצעות טובות-הנאה התורגמות ממסגרת השוואת הזכויות כשלעצמה.

127 השאלה המעשית היא, האם מן הראוי שבשיטה משפטית אחת ישמשו בצוואת כמה מנגנונים שונים להתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים?

3. הצבעה פה אחד והלכת פרי העמק. דרישת רוב של מאה אחוזים, כפתרון להתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים, אומצה כמשפטנו בפסק-הדין בעניין פרי העמק¹²⁸. באותו מקרה ביקש הרוב להסיר את הגבלת האחריות של כלל החברים באגודה שיתופית ולחייב אותם אישית לפרוע את חובות האגודה. השופט ברק (כתוארו אז) פסק, כי ביטולה של הגבלת האחריות הוא שינוי יסודי של "בסיס ההסכמה" שאין בכוחו של הרוב לבצע. זוהי הלכה רבת-חשיבות התוחמת את גבולות כפיפותו של המיעוט לבסיס ההסכמה. כל שינוי יסודי או חריגה מהותית מבסיס ההסכמה מחייבים לקבל את הסכמת כל הקבוצה. המיעוט מעניק לרוב את הכוח להשפיע על רכושו רק במסגרת קבועה מראש, המוגדרת על-פי בסיס ההסכמה.

בסיס ההסכמה ניתן לאיתור בדרך-כלל על-פי המערך הנורמטיבי וההתקשרות החוזית המגולמת בהתקשרות הנתונה – חברה, שותפות, אגודה שיתופית וכדומה; ועל-פי מעמדה המסוים של הקבוצה – מניות, אגרות-חוב וכדומה. איתורו של "שינוי יסודי" מבסיס ההסכמה אינו משימה קלה. לשם כך יש לבחון את המהות הכלכלית של ההתקשרות. למשל: רכישת מניות בחברה תוחמת לפחות גבול אחד: הגבלת אחריותו של המשקיע רק למידת ההשקעה שבוחר להשקיע ברכישת המניות. ההנחה הבסיסית היא, כי משקיע בוחר להשקיע ב"חברה" המעניקה לו הגבלת אחריות, מכיוון שאינו מעוניין לכפות את עצמו לשלטון הרוב שיחייב אותו להוסיף ולהשקיע את כל חסכונו בחברה, אחרת היה בוחר להשקיע בשותפות, למשל. האם ישנם גבולות נוספים? למשל: האם שלילת עבירות של המניה היא שינוי יסודי? נראה שהתשובה לשאלה זו תלויה בסוג החברה שבה מרכיב פרטית שבה מרכיב העבירות אינו ניכר ואינו תדיר, כמו שותפות, נראה ששלילת העבירות אינה שינוי יסודי. לעומת זאת, בחברה בורסאית, שבה המהות הכלכלית של רכישת מניות מבוססת על צפייה יסודית של כל משקיע לעבירות ולסחירות של המניות (למעשה, קיומו של שוק ההון מבוסס על העבירות), שלילת העבירות יש בה כדי להיות שינוי יסודי מבסיס ההסכמה.

איני מתעתד לבחון כאן את גבולותיו של בסיס ההסכמה, אלא להבהיר את כוחה של הדוקטרינה בהטלת מגבלות על כוחו של הרוב¹²⁹. ההנחה היא, ששינויים יסודיים

128 לעיל הערה 36.

129 הדוקטרינה השוללת שינויים יסודיים מבסיס ההסכמה קיבלה בחלק מן המקרים ביטוי חקיקתי קונקרטי. למשל: פקודת השותפויות, קובעת במפורש את הכלל שלפיו שינויים יסודיים מחייבים את הסכמת כל השותפים (סעיף 34(8) לפקודת השותפויות [נוסח חדש], תשל"ה-1975, נ"ח 549). כך גם פקודת החברות קובעת מפורשות הן את האיסור על הסרת הגבלת האחריות בחברה והן את האיסור על שלילת עבירות של המניות (סעיפים 23(ב) ו-52 לפקודת החברות). הפקודה לא הבחינה בין חברה בורסאית, שבה העבירות היא אכן מרכיב יסודי בבסיס ההסכמה, ובין חברה פרטית שבה אין הדבר כך. נראה שעובדה זו היא שעמדה בבסיס עמדתו של השופט ברק בפסק-דין ברדיגו, שלא ראה כל

מבסיס ההסכמה ימועדים לניגודי אינטרסים, למשל: הסרתה של הגבלת האחריות מטיבה עם הנושים. הנושים הלוו לחברה בריבית גבוהה מתוך ידיעה שלא יוכלו לרדת לנכסי בעלי-המניות, וכעת, עם הסרת הגבלת האחריות, יוכלו להיפרע מרכושם של בעלי-המניות. מדוע יתמכו רוב בעלי-מניות בהסרת הגבלת האחריות מהנושים ללא כל תמורה? המענה הסביר הוא קיומם של ניגודי אינטרסים, לדוגמא: הימצאותם של בעלי-מניות שהם גם נושים של החברה. בעלי-מניות אלו ייהנו מהסרת הגבלת האחריות אם שיעור תביעתם כנושים גדול משיעור תביעתם כבעלי-מניות. בהצביעם בכשירותם כבעלי-מניות אין הם רואים את טובת הקבוצה, אלא את טובתם-שלהם בכשירותם כנושים. שלילת כוחו של הרוב להסיר את הגבלת האחריות מונעת את הפגיעה במיעוט¹³⁰.

ציודק בשלילת כוחו של הרוב בחברה פרטית לשלול עבירות, למרות הוראת סעיף 52 לפקודת החברות (ד"נ 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ ואח', פ"ד לה(4) 197, 221). מעבר לחקיקה קונקרטית, השלכותיה הכלליות של הדוקטרינה הן רחבות ביותר. למשל: האפשר לבטל את תשלום הריבית על איגרת-חוב או לדחות את מועד פירעון הקרן עד לאחר בואו של המשיג? לכאורה התשובה פשוטה. לפי חוק ניירות ערך, ניתן לשנות את שטרי-הנאמנות של אגרות-החוב ברוב מיוחס (סעיף 235(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 234), אולם ניתן לטעון, שבסיס ההסכמה המגולם ברכישת איגרת-חוב כולל צפייה יסודית לתשלום הריבית ולפירעון הקרן. שינויים המתיימרים לדחות עד אין-קץ את פירעון הקרן או למנוע את תשלום הריבית הם שינויי יסודי מבסיס ההסכמה ולכן אין בכוחו של הרוב לקבלם. שינויים שכאלו יכול שיחייבו את הסכמת כל בעלי אגרות-החוב. אכן, בדין האמריקני (Trust Indenture Act 1939), נקבעו בחוק במפורש כמה נושאים מרכזיים, כמו הריבית ומועד פירעון הקרן, שלא ניתן לשנותם אלא בהסכמת כל הקבוצה (15 U.S.C. (1988) Sec. 77 ppp(b)). לעומת זאת, במשפט האנגלי אין כל מניעה לקבל החלטות שכאלו ברוב מיוחס (2 Ch. 134 (1912) *Willey v. Joseph Srocks*). כמובן ניתן להרחיב את תחולת הדוקטרינה התוחמת את שלטון הרוב גם לתאגידים ולניירות-ערך אחרים.

130 האם ייתכנו מקרים שבהם הסרת הגבלת האחריות היא באמת ובתמים לטובת הקבוצה? ייתכן שכן. למשל: חברה המצויה בקשיים כלכליים, והזרמת הון נוספת עשויה להצילה מחדלות-פירעון ולהעלותה על דרך המלך. הסרה מוגבלת של הגבלת האחריות לגבי מספר מוגדר של נושים יכולה להשיג את הזרמת ההון הדרוש. אכן, הדוקטרינה אינה שוללת את עצם הסרת הגבלת האחריות, אלא דורשת לשם כך את הסכמת כל חבר וחבר בקבוצה. יטען הטוען, שדרישת רוב של 100% עלולה להכשיל את הצלת החברה בשל קיומם של סחטנים וטפילים פוטנציאליים בקבוצה. התשובה לכך כפולה: ראשית, הסחטנות והטפילות אינן מהותיות כל עוד אלו המוכנים להשקיע בהצלת החברה יכולים להשקיע לבדם ולהגדיל את החזקתם בחברה, ללא השתתפותם של הסחטנים והטפילים. שנית, אם מתחייבת השקעה משותפת של כל הקבוצה, או אם החשש הוא מפני טפילים שיימנעו מהשקעה כדי לרכב על פירות השקעתם של האחרים שיצילו את החברה, אפשר לשוב ולכפות את המיעוט לשלטון הרוב במסגרת הליכי ארגון-מחדש בפקוח בית-המשפט (סעיף 233 לפקודת החברות). על-

כפי שעולה מהתיאור לעיל, הפתרונות בדין הישראלי מבוססים בעיקרם על כלל קניין. אכן, בחינת המאפיינים בשוק הישראלי תומכת באימוצו של כלל קניין. ראשית, מערכת בתי-המשפט בישראל אינה מתמחה בדיני חברות ובהערכות שווי. יתר על כן: מערכת-המשפט סובלת מעומס-יתר שאינו מאפשר לה להעניק את הזמן השיפוטי הנחוץ להכרעה מדויקת ואף גורם לחוסר-יכולת לתת הכרעות בקצב המהיר הנחוץ לעולם-העסקים¹³¹. נוסף על-כך מערכת הדינים והתמריצים להגשת תביעות נגזרות בנושאים אלו היא פגומה¹³². שנית, התפלגות ההחזקות במדינת ישראל אינה מאפשרת קיומו של שוק-שליטה, מכיוון שמרבית החברות נשלטות על-ידי גופים שבידם מעל 50% מן המניות¹³³. שלישית, שוק-ההון בישראל רחוק ממידת שכלולו של השוק בארצות-הברית והוא סובל מריכוזיות גדולה ומבעלויות צולבות¹³⁴. רביעית, על-אף שנחת ניכר ממניות המיעוט מצוי בידי גופים מוסדיים, לא תמיד רמת הפיקוח המופעלת על-ידם בכל הקשור באיסוף מידע, בניתוחו ובפעולה על-פיו, היא מספקת¹³⁵. חמישית, מקריאת המדורים הכלכליים מתקבל הרושם, שחלק ניכר מבעלי-השליטה בישראל אינם רגישים למוניטין העסקי שלהם בכל הקשור בהגנת המיעוט בחברותיהם¹³⁶. מאפיינים אלו משמעותם עלויות שיפוט גבוהות הן בשל חוסר-היעילות של המערכת השיפוטית

כל-פנים, ההנחה נותרת בעינה ששינויים יסודיים מועדים לניגודי אינטרסים וכדי למנוע את התמשותם נדרשת הסכמת כל חבר בקבוצה.

131 ראו י' שטרן "אנטומיה של פסיביות שיפוטית בדיני חברות — קוצר הנורמה הפוזיטיבית" עיוני משפט יז (1993) 811.

132 א' פרוקציה דיני חברות חדשים לישראל (1989) פרק 27.

133 ראו, למשל, ק' אברמוב וז' רז, "החזקות הציבור והמשקיעים המוסדיים במניות" החודש בבורסה 161 (ינואר 1995).

134 ראו, למשל, דו"ח הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ראליים (1995), הידוע בכינויו "דו"ח ועדת ברודט".

135 המשקיעים המוסדיים נהגו להימנע מהתערבות בניהול החברה, הגם שבשוק הישראלי שימוש באסטרטגיה של מכירה אינו יעיל בשל היעדר שוק-שליטה. כיוון שכך, המחוקק מצא לנכון לחייב את קרנות-הנאמנות להשתתף באסיפות. אולם למרות זאת נראה לי כי עדיין חלק מקרנות-הנאמנות ממלאות את חובת ההשתתפות בהצבעה באופן לא-נאות, על-ידי מינוי שלוח המצביע באופן מכניסטי.

136 הדברים אינם רק התרשמות פרטית שלי. כדי ללמוד על מצבו של שוק ההון-הישראלי מנקודת-מבטו של יו"ר הרשות לניירות ערך, מר אריה מינטקביץ, די לקרוא את הדברים שהוא נושא בהרצאותיו בכנסים השונים. ראו, למשל, "יו"ר הרשות לני"ע אריה מינטקביץ, שוק ההון ערד לא יודע מה זה אינטגרטי" — הרצאת יו"ר הרשות לני"ע בכנס קיסריה, גלובס 26.6.95; "פתרונות כמו הורדת רמת הפיקוח על השוק או שינוי הקריטריונים לרישום למסחר הם תרופות אליל" — הרצאת יו"ר הרשות לני"ע בכנס קיסריה, גלובס 23.7.96; "מינטקביץ: הנורמות המקצועיות והאתיות של רואי חשבון ועורכי דין בארץ טעונות שיפור" — הרצאת יו"ר הרשות לני"ע בכנס חוף גיא, גלובס 3.7.95.

הן בשל אי-תפקודם של המנגנונים החרוץ-משפטיים. כיוון שכך, אימרו של משטר המבוסס על כלל קניין מחליף את עלויות השיפוט בעלויות המשא-ומתן, שבהינתן המאפיינים לעיל, הן נמוכות יותר.

כאמור, ררישת "השליש התומך" מבוססת על הגנת מיעוט מסוג כלל קניין. עם זאת, בכל הקשור בחברות שלא הציעו מניות לציבור על-פי תשקיף, ההגנה למיעוט, בהיעדר ררישה ל"שליש תומך", מבוססת על הגנת הגינות, דהיינו: כלל אחריות. אכן, בשל העובדה שבחברות פרטיות מדובר בדרך-כלל בקבוצה מצומצמת של בעלי-מניות, אין הצדקה לכלל קניין. ראשית, אימרו של כלל קניין בנסיבות אלו עלול לחשוף את הקבוצה לבעיה קשה של סחטנות. שנית, וזה העיקר, כאשר מספר המתקשרים מצומצם, ניתן להתייחס למשא-ומתן ביניהם כאל משא-ומתן משוכלל, שבמסגרתו הצדדים יאמצו לעצמם את ההגנה האופטימלית. כאמור, בנסיבות שכאלו ישנה הצדקה לקבוע באופן קוגנטי רק את ההגנה המינימלית של כלל האחריות ולאפשר לצדדים להתנות על כך.

(ג) קנדה

המצב בקנדה דומה מאוד לזה בישראל. מערכת-המשפט אינה מתמחה בדיני חברות ובהערכות שווי, השוק מתאפיין בהיעדר שוק-שליטה בשל ריכוזיות בהחזקות בחברות השונות ובשוק-הון בלתי-משוכלל¹³⁷. כלומר: המערכת מתאפיינת בעלויות שיפוט גבוהות המצדיקות, כפי שאכן הדבר, אימוצה של הגנה המבוססת על כלל קניין¹³⁸.

(ד) גרמניה

בחינת המאפיינים השונים מלמדת בין השאר, כי שוק-ההון בגרמניה נמצא ברמת התפתחות נמוכה בהשוואה לארצות-הברית¹³⁹. מערכת בתי-משפט אינה מתמחה בדיני חברות ובהערכות שווי. שוק-ההון דליל, והתפלגות ההחזקות במניות של חברות נסחרות כמעט שאינה מאפשרת שוק-שליטה¹⁴⁰. לכאורה יש בכך כדי לתמוך באימוצה

137 ראו, למשל, R.J. Daniels & J.G. MacIntosh "Toward A Distinctive Canadian Corporate Law" 29 *Osgoode Hall L.J.* (1991) 863
J.G. MacIntosh "The Role of Institutional and Law" 31 *Osgoode Hall L.J.* (1993) 371
Retail Investors in Candian Capital Markets

138 ראו, למשל, דניאלס ומקינטוש, שם, בעמוד 929.

139 ראו, למשל, F.K. Kubler "Institutional Owners and Corporate Managers – A German Dilemma" 57 *Brook. L.Rev.* (1991) 97

140 ראו, למשל, H.J. Kim "Markets, Financial Institutions, and Corporate Governance – Perspectives from Germany" 26 *Law & Policy in International Busi.* (1995) 371, 380
(מכלל החברות הגרמניות מעט מאוד רשומות למסחר, וההערכה היא כי רק שלוש חברות גרמניות
אכן מחזקות בפיזור רחב); T. Baums "Corporate Governance in Germany – The Role of

של הגנה המבוססת על כלל קניין, אולם מאפיין חשוב בשוק הגרמני הוא זהותם של מחזיקי מניות המיעוט. במרבית החברות מדובר במוסדות בנקאיים חזקים, שמחד גיסא, מחזיקים במניות, ומאידך גיסא, מעניקים אשראי לאותן חברות¹⁴¹. הקרבה הגדולה בין גופים אלו ובין בעלי-השליטה, המבוססת על מוניטין ואף על תלות באשראי, יוצרת שוק משוכלל מבחינת מידע¹⁴². בשוק כזה, כאמור, גם משטר של אי-התערבות הוא יעיל. מכיוון ששכלול השוק אינו מושלם, למצער, אימרוצה של הגנה המבוססת על כלל אחריות עדיפה, למרות עלויות שיפוט גבוהות, מכיוון שזוהי הגנה גמישה שהצדדים יכולים להתנות עליה. ואכן, המשפט הגרמני מאמץ הגנה המבוססת על כלל אחריות¹⁴³. סיכומו של דבר: אפשר לראות, כי משקלם היחסי של המאפיינים השונים הוא המשפיע בשוק נתון על בחירתו של הכלל העדיף להגנה מפני בעיית ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים.

- 504, 503 (1992) 40 *Am.J.Comp.L.* Banks (מתוך למעלה משני מיליון חברות רק כ-700 רשומות למסחר, ומתוכן פחות מ-100 מחזקות על-ידי מספר גדול של בעלי-מניות).
- 141 ראו, למשל, באומס, שם, בעמ' 503-508 (נוסף על החזקות ישירות במניות, הבנקים מחזיקים גם בפיפיי-כוח של משקיעים רבים מקרב הציבור); J. Cable "Capital Market Information and Industrial Performance – The Role of West German Banks" 95 *Econ. J.* (1985) 118, 119 (החברות הגרמניות מרבות לפעול במבנה הון ממונף, עובדה המעצימה את השפעתם של הבנקים הנוטלים חלק גם בגיוס הון ממקורות נוספים); וכן קיס, שם, בעמ' 382-383 (שיעור המינוף של החברות הגרמניות גבוה מזה של החברות האמריקניות והן אף מעדיפות ליטול את האשראי מבנק אחד (Hausbank) ולא מכמה מוסדות פיננסיים).
- 142 הגם שהרגולציה של חובות הגילוי לקויה (H.M. Kraus "Securities Regulation in Germany") 18 *Int.Law* (1992) 327 מעמדם של הבנקים כנושים מספק להם אינפורמציה עודפת על-פני משקיע רגיל וכן הימצאותם של נציגי הבנקים בגופים המפקחים על ההנהלה (באומס, לעיל הערה 140, בעמ' 512-514).
- 143 הדוגמא הטובה לק כך הוא סעיף 243 ל-Aktiengesetz, הנמצא בחלק המטפל בהחלטות בטלות של אסיפת בעלי-המניות. סעיף קטן 2 קובע, כי כאשר בעל-מניות השתמש בכוח הצבעתו כדי להשיג לעצמו או לצד שלישי יתרון מיוחד, ניתן לפסול את ההחלטה שהתקבלה. אולם כאשר ההחלטה שהתקבלה העניקה לבעל-המניות פיצוי הוגן, אין לסעיף תחולה. משמעות הסעיף היא שבעל-שליטה יוכל לכפות את העסקה על המיעוט ובלבד שניתן פיצוי הוגן. דוגמא נוספת מצויה בחקיקה המסדירה את פעילותם של קונצרנים. גופים אלו זכו לטיפול בחוק נפרד (Verbundene Unternehmen), שהוא חלק מה-Aktiengesetz (סעיפים 15-19 ו-291-338). החוק מאפשר ליצור כפיפות בין חברות על-ידי כריתת חוזה, בהחלטה המתקבלת ברוב של שלושה רבעים בשתי החברות. למיעוט אין זכות וטו, אך הוא זכאי לפיצוי הוגן או לכך שהחברה השלטת תרכוש את מניותיו במחיר הוגן. אם נטען שהפיצוי אינו הוגן, בית-המשפט יקבע את שיעור הפיצוי.

ו. סיכום ומסקנות

בעיית החשיפה להצבעה תוך ניגודי אינטרסים מאפינת את כל קבוצת-המצביעים. בתחום דיני החברות הבעיה מוצאת את ביטוייה בכל קבוצת מחזיקים בניירות-ערך. ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים שוללת את יעילותו של מנגנון-ההצבעה כאמצעי לגזירת העדפת הקבוצה מתוך עמדותיהם האינדיבידואליות של חברי הקבוצה. הצבעתו של המצוי בניגוד אינטרסים נטולת ערך אינפורמטיבי בכל הקשור בטיב העסקה עבור הקבוצה, מכיוון שהוא מפיק את טובת-ההנאה שלו מחוץ לקבוצה.

ההתמודדות עם בעיית ההצבעה תוך ניגודי אינטרסים בדיני חברות מתבצעת במגוון של דרכים: החל בהטלת איסור על ביצוען של עסקאות תוך ניגוד אינטרסים, עבור לאימרו של רוב מיוחס, הטלת חובות אמונים וחובת הגינות, איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים, וכלה באי-התערבות.

בחינת הדרכים השונות מלמדת, ששתי הגנות עיקריות ראויות יותר לאימרו: הגנת ההגינות ואיסור ההצבעה תוך ניגוד אינטרסים. ההעדפה בין שתיהן כמוה כבחירה בין כלל אחריות לכלל קניין והיא מושפעת ממכלול עלויות העסקה בשוק נתון. עלויות העסקה כוללות, מתד גיסא, את עלויות המשא-ומתן המאפיינות את כלל הקניין, ומאידך גיסא, את עלויות השיפוט המאפיינות את כלל האחריות. מכלול עלויות אלו מושפע הן ממאפייני המערכת השיפוטית הן מעילות תפקודם של מנגנונים חוץ-משפטיים, דוגמת שוק-השליטה, שוק ההון, וסוג המשקיעים. התכונות אמפירית מאפשרת לעמוד על משקלם היחסי של מאפיינים אלו בכל שיטה משפטית במדינות השונות.

