

בית משפט כלכלי וקו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל

מאת

זוהר גושן*

מדוע נחוץ בית משפט מתמחה בדיני חברות? מאמר זה בוחן את תפקידו של בית משפט בהסדרת היחסים שבין בעלי המניות לבין עצמם (בעל שליטה מול מיעוט) ובין בעלי המניות לבין המנהלים, ומסביר היכן ומדוע נדרשת המומחיות מצד בית המשפט. המומחיות העיקרית הנדרשת מבית משפט היא היכולת להבחין בין מקרים של "ניהול כושל" (mismanagement) לבין מקרים של "ניהול חובל" (self-dealing). בעוד מומחיותו של בית המשפט במקרים של ניהול כושל תבטא בהימנעות מהתערבות והותרת ההסדרה של נושאים אלו לבעלי המניות, במקרים של ניהול חובל המומחיות השיפוטית תבטא בהתערבות וביכולת לקבוע מחיר הוגן לעסקאות שנעשו שלא בתנאי שוק.

מבוא. א. החוזה שבבסיס החברה. 1. עלויות נציג; 2. עלויות בעלים; 3. התחלופה בין עלויות נציג לעלויות בעלים; 4. מבני שליטה. ב. תפקיד בית המשפט בדיני חברות בראי הפיקוח על החלטות ניהוליות. 1. ניהול כושל; 2. ניהול חובל. ג. סיכום והערה אחרונה.

מבוא

בסוף שנת 2006 הגישה הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל, שבראשה עמדתי ("ועדת גושן")¹, את המלצותיה ליו"ר רשות ניירות ערך דאז, מר משה טרי. בין המלצות הוועדה נכללה גם המלצה להקים בית משפט כלכלי שיתמחה בדיני חברות ובדיני ניירות ערך. אף שבישראל כבר היו לא מעט בתי משפט ייחודיים, ובהם בית הדין לעבודה, בית הדין להגבלים עסקיים, בית משפט לענייני משפחה, בית משפט לנוער, בית משפט לעניינים מקומיים, בית משפט לתעבורה ובית משפט לעניינים מנהליים, נתקלה המלצה בהתנגדות. מה נשתנו דיני החברות וניירות הערך מדיני הבנקאות, מדיני הנזיקין, מדיני החוזים ומשאר הדינים הכלליים שדווקא להם נדרש בית משפט ייחודי? שהרי אין חולק שגם במערכות הדינים הכלליים מתעוררות שאלות מורכבות של משפט ועובדה.

בדעה שלפיה אין ליצור התמחויות נפרדות לשופטים החזיק נשיא בית המשפט העליון (דאז) אהרן ברק. ככנס שהתקיים בקריה האקדמית אונו, באמצע שנת 2006, ביקשתי לחשוף את המשפטנים בישראל לאיכותו ולחשיבותו של בית המשפט המתמחה בדיני

* פרופסור למשפטים, הקריה האקדמית אונו ובית הספר למשפטים של אוניברסיטת קולומביה, ולשעבר יו"ר רשות ניירות ערך. תודה גדולה על הערות מצוינות לטיוטת המאמר, לאביב אבנון, אסף אקשטיין, ישי בר, אסף חמדני, שרון חנס, עדי ליבוביץ, אריאל פורת, דנה גולדשטיין, אמיר ויטלה ורות רונן. תודה רבה לדנה גולדשטיין ולקורן גרינשפון על עזרה נהדרת במחקר.

1 רשות ניירות ערך דוח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל (2006).

חברות שבמדינת דלוואר.² מטרת הכנס הייתה לעשות נפשות להקמת בית משפט שכזה בישראל, והנשיא אהרן ברק הוזמן לשאת דברים. בכנס השתתפו בין השאר נשיא בית המשפט העליון של דלוואר (דאז) מיירון סטיל, שופט הערכאה הראשונה בדלוואר סטיב לאמב ועורכי דין אמריקאים המתמחים בדיני חברות. בעוד הנשיא מיירון סטיל דיבר מניסיונה רב השנים של דלוואר בשבחו של בית משפט מתמחה בדיני חברות, הנשיא ברק הבהיר בהרצאתו ששופטים כלליים עדיפים, וכי שופט חייב לדון בכל ענפי המשפט בשל הפרייט החשיבה המשפטית הנובעת מעיסוק בדינים שונים. לגישתו, "המשפט הוא אחד", ושופט שאינו מצוי בדיני חוקה אינו יכול לפסוק כראוי בסכסוכים בדיני חברות.³ הרצאה זו הבהירה שהמסע ליישומה של ההמלצה להקמת בית משפט מתמחה בישראל יהיה ארוך וקשה, ושבמהלכו חייבת להינתן תשובה משכנעת לשאלה מה נשתנו דיני החברות מכל הדינים האחרים.

שורה ארוכה של נימוקים הועלו להצדקת הקמתו של בית משפט מתמחה בדיני חברות (בשונה מהאכיפה הפלילית בשוק ההון, שבה לא אעסוק כאן). למשל: הסוגיות המשפטיות והעובדתיות הנדונות בתחום זה הן מורכבות ומחייבות הבנה בתחום מימון החברות והעסקים, ההחלטות משפיעות על נתח גדול מהפעילות הכלכלית במשק, וריכוזן של התביעות בבית משפט אחד יגרום לשיפור המיומנות של השופטים ויספק ודאות ועקביות לשוק. אך בנימוקים אלו אין כדי להסביר במה נשתנו דיני החברות מדינים אחרים. שיקולי יעילות השיפוט ומיומנות השופטים כשלעצמם ישימים גם באשר לדינים אחרים, למשל דיני מיסים ודיני קניין רוחני. טענה זו נטענה נגד הקמת בית משפט מתמחה, אף שהיא כשלעצמה אינה מחייבת את שלילת הצורך בבית משפט מתמחה בדיני חברות, ואף יכולה להצדיק יצירת התמחויות גם בתחומים נוספים.

נימוק נוסף שהועלה להצדקת הקמתו של בית משפט מתמחה בדיני חברות עניינו עקומת הלמידה של השופט וסיכוני הטעות בהחלטותיו. יש להבחין בין עניינים שבהם השכל הישר וניסיון החיים מאפשרים להגיע לתוצאה נכונה לבין אלו שמחייבים הבנה מקצועית מעמיקה. למשל, לשופט יש הבנה הנטועה בניסיון חייו ובשכל ישר בנוגע למהותן של עוולות נזיקות, עבירות פליליות וזכויות אדם ואזרח בסיסיות. מנגד, ניסיון חיים ושכל ישר לא יעילו בהבנת התוצאה הכלכלית של הנפקת זכויות או של מניפולציה בניירות ערך. אף שנימוק זה מברל את דיני החברות מדינים העוסקים בהסדרת פעילות בין פרטים, גם הוא נתפס כקריאה להתמקצעות מטעמי יעילות, כיוון שהוא ישים באותה מידה בדיני מיסים או דיני בנקאות.

כדי להשיב על השאלה מה נשתנו דיני החברות מדינים אחרים, יש להסביר תחילה מהו תפקידו של בית משפט בתחום דיני החברות. רק לפי תפקיד זה אפשר להשיב על השאלה מדוע נחוץ בית משפט מתמחה לביצועו. דיני החברות מסדירים את מערכות היחסים בין בעלי המניות לבין המנהלים, בין בעלי המניות לבין עצמם ובין בעלי המניות לבין בעלי

2 לעניין חשיבות בתי המשפט בדלוואר ראו למשל Jill E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, 68 U. CIN. L. REV. 1061, 1074 (2000).

3 ניתן כמובן להסכים עם הקביעה ש"המשפט הוא אחד", אך עדיין לחלוק על המסקנה שאין צורך בהתמחויות, כשם שהקביעה ש"גוף האדם הוא אחד", אינה שוללת התמחויות ברפואה.

עניין אחרים (stakeholders). המייחד את מערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין המנהלים, שהיא מבוססת על "חוזה פתוח" (Incomplete Contract).⁴ בעלי המניות משקיעים כספם בחברה ומעניקים הרשאה כללית למנהלים "להשיא את ערך השקעתם" מבלי להגדיר כיצד.⁵ ההרשאה הכללית הניתנת למנהלים נועדה לאפשר להם חופש ניהולי שינוצל לטובת השאת שווי החברה, אך בשל פער מידע בין בעלי המניות לבין המנהלים יש חשש שהמנהלים ינצלו הרשאה זו לרעה (החשש הידוע כ"בעיית הנציג").⁶ בפני בעלי המניות עומדת שורה של מנגנונים שניתן לאמץ כדי להתמודד עם בעיית הנציג.⁷ שני המנגנונים העיקריים הם השימוש בזכויות שליטה והשימוש בפנייה לבית משפט.⁸ שימוש בזכויות שליטה, דוגמת הזכות לפיטורי הנציג, מאפשר לבעלי המניות לרסן את בעיית הנציג ללא סיוע של בית משפט, ואילו השימוש בפנייה לבית משפט מבוסס בעיקרו על אכיפתה של חובת אמונים,⁹ המחייבת הימנעות מניצול לרעה של ניגודי עניינים, אשר עלולים להתעורר בהחלטות ניהוליות, בהחלטות על מבנה ההון ובהחלטות על מבנה השליטה בחברה. על רקע זה ניתן לראות מדוע נדרש בית משפט מתמחה כדיני חברות. ראשית, חובת האמונים, מעצם טיבה, היא "סטנדרט" שאת תוכנו יש למלא ממקרה למקרה.¹⁰ בית משפט

- 4 ראו Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, 59 REV. ECON. STUD. 473 (1992); Oliver Hart, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, 105 ECON. J. 678, 679-680 (1995) (להלן: Hart, *Corporate Governance*); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 556 & fn. 44-46 (2003).
- 5 בשונה, למשל, מבעלי חוב המלווים את כספם במסגרת "חוזה מסוים" (Complete Contract), המפרט את מועדי התשלום ואת הבטחות שיעמדו לזכות הנושים. אין הכוונה לחוזה "שלם", הצופה את כל המאורעות העתידיים ומסדיר אותם, אלא ל"חוזה מסוים" הניתן לאכיפה נקודתית (א-יתשלום ריבית במועד, הפרת תניות מגבילות וכדומה).
- 6 ראו Michael C. Jensen & William H. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308-310 (1976).
- 7 זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט 239 (אהרן ברק ואח' עורכים, 1996) (להלן: גושן "בעיית הנציג").
- 8 ראו Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 798-801 (2017).
- 9 למשל, ס' 254(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999. יודגש כי ההתייחסות בטקסט ל"חובת האמונים" דווקא לא נועדה לצמצם את הדיון לחובת האמונים. לא משנה אם המחוקק בחר להשתמש במונח "חובת אמונים", "חובת הגינות" או "תום לב". אף שמבחינה לשונית יש הבדל בין המונחים, משמעותם האחידה היא הענקת כוח התערבות לבית משפט. ההבחנה המשפטית הלשונית בין מונחים אלו כשלעצמה אינה יכולה לסייע במאומה לבית המשפט בבואו להחליט על מתחם התערבותו. ההבחנה הלשונית היא למעשה "הבחנה שאין עימה הבדל". מתחם ההתערבות נקבע על בסיס שיקולים כלכליים (או ערכיים) שאותם נציג במאמר, והשימוש בכוח ההתערבות של בית משפט, יהא אשר יהא המונח המשפטי שהעניק אותו לבית משפט, הוא רק נגזרת של שיקולים אלו. ראו למשל הדיון בע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 55 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנוב, 28.12.2016), שם ממקם בית המשפט את חובת ההגינות בתווך שבין חובת האמונים לבין חובת תום הלב. גם "מיקום" החובה, כמובן, אינו יכול לסייע במאומה בקביעת מתחם ההתערבות ותחולתו על מקרה מסוים.
- 10 ראו למשל מנחם מאוטנר "כללים וסטנדרטים בחקיקה האזורית החדשה: לשאלת תורת המשפט של החקיקה" משפטים יז 321, 325 (1987); ע"א 817/79 קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3)

נדרש לקבוע אילו החלטות נגועות בניגוד עניינים (ולכן כפופות לחובת האמונים), ואילו החלטות מצויות במסגרת שיקול הדעת העסקי (ולכן כפופות לחובת הזהירות).¹¹ כדי לסווג כשורה את ההחלטות הבאות לפניו, על בית המשפט להבין את ההקשר העסקי שבו הצדדים פועלים. כדי להשיג הבנה זו על בית המשפט לדון במספר גדול של מחלוקות המתעוררות בחברות שונות על פני השנים. הבנה מעמיקה ורחבה של דפוסים עסקיים וזיהוי שינויים בנוהגי פעילות עסקית המתרחשים על פני זמן יאפשרו לבית המשפט למלא בתוכן את חובת האמונים. שנית, בית משפט מתמחה נדרש להבין שהשימוש בהליך משפטי הוא תחליף לשימוש בזכויות שליטה של בעלי המניות, ולכן עליו לצמצם את התערבותו רק למקרים שבהם ההליך המשפטי עדיף על שימוש בזכויות שליטה. הימנעות ממתן סעד משפטי בנושא מסוים מותירה את ההתמודדות עם בעיית הנציג באותו נושא לבעלי המניות ולכוחות השוק. בית משפט מתמחה מגבש את גבולות ההתערבות המשפטית בתוך כדי ליווי שוטף של החברות השונות. במובן זה, בית המשפט הוא שחקן על המגרש לצד בעלי המניות והמנהלים, ועליו להבין את המשחק כדי למלא את תפקידו כהלכה. תפקיד בית המשפט בדיני חברות אינו רק להכריע בסכסוכים (ובכך לייצר תמריצים להתנהגות ראויה מראש) אלא גם להסדיר חלוקת סמכויות: בין בעלי המניות לבין המנהלים ובין בית המשפט עצמו לבין בעלי המניות (בדומה לסמכותו של בית משפט לחוקה באשר לחלוקת הסמכויות בין שלוש רשויות השלטון). זהו המאפיין העיקרי המבחין בין דיני החברות לדינים האחרים שבהם נדרשת, ככלל, הכרעה בפרשנות חוזה מסוים או בסכסוך חד-פעמי, שאינה נוגעת לעצם סמכות ההתערבות השיפוטית או בתחליפים לה (כגון קביעת אחריות ופיצוי לנזק, אכיפת חוזה או קביעת פיצוי על הפרתו או קביעת אחריות פלילית).¹² הוסף לשני מאפיינים אלו – אכיפת סטנדרט של חובת אמונים והכרעה בחלוקת סמכויות – את כל הנימוקים שנזכרו לעיל שעניינם יעילות, והרי לך תשובה לשאלה מה נשתנו דיני החברות.

מאמר זה יקדש לבחינת ייחודיות תפקידו של בית המשפט בהסדרת מערכות היחסים הפנימיות בחברה: בין מנהלי החברה לבעלי המניות ובין בעל מניות הרוב לבעלי מניות

253, פס' 49–50 וההפניות שם (Norman E. Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992–2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. PA. L. REV. 1399, 1411 (2005)).

11 ברוח הפסיקה של דלוואר קבעו בתי המשפט כי אם דירקטוריון החברה קיבל החלטה מודעת על בסיס מידע מלא שאינה נגועה בעניין אישי, ימאן בית המשפט להתערב בשיקול הדעת שהפעילו הדירקטורים ובסבירות ההחלטה שנתקבלה. ראו למשל ע"א 393/08 שגיא נ' כפר ביאליק כפר שיתופי להתיישבות חקלאית בע"מ, פס' 19 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) ג'ובראן (פורסם בנבו, 23.2.2010); ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ, 23 (פורסם בנבו, 15.5.2011); ת"א (מחוזי ת"א) 48851-02-12 מטרט מיוזג חברות בע"מ נ' אולטרה שיפ מדיקל בע"מ, פס' 212–215 (פורסם בנבו, 16.7.2012); תנ"ג (מחוזי ת"א) 32690-10-11 גוטליב נ' איילון אחזקות בע"מ, פס' 93 (פורסם בנבו, 3.9.2012); עניין ורדיניקוב, לעיל ה"ש 9, פס' 94–95; שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313 (2009).

12 כמובן, הן בדיני חברות והן בדינים האחרים יש להכרעה בסכסוך פרטי השפעות רוחב ניכרות הנובעות מעקרונות התקדים המחייב. אולם הטענה בטקסט אינה נוגעת להבדלים בהשפעת הרוחב של הפסיקה אלא להבדלים במהותו של הסכסוך: הכרעה בסכסוך מסוים (עם השפעת הרוחב של התקדים) לעומת הסדרה של חלוקת סמכויות בין בעלי מניות לבין מנהלים.

המיעוט.¹³ בחלקו הראשון יוצג החוזה שבבסיס החברה והמתח הקיים בין "עלויות הנציג" ל"עלויות הבעלים" הטומנות בחובן הן עלויות יושרה והן עלויות יכולת. בחלקו השני של המאמר יודגמו תפקידו של בית המשפט והנחיצות שבהתמחותו באמצעות בחינת הפיקוח על החלטות ניהוליות (הפיקוח על שינויים במבנה ההון ובמבנה השליטה לא יידונו כאן), בדגש על מקרים של ניהול כושל וניהול חובל.

כפי שנראה בהמשך, ניהול כושל יכול שייגרם מהיעדר יושרה או מהיעדר יכולת, ואילו ניהול חובל נגרם מהיעדר יושרה. התערבות בית המשפט במקרים של ניהול כושל תתברר כלא רצויה כלל, שכן ביחס לצדדים עצמם, במקרים אלו בית משפט אינו יעיל במזעור עלויות יכולת ועלויות יושרה. במקרים של ניהול חובל ונטילה ישירה של טובות הנאה על חשבון החברה התערבות בית המשפט רצויה, אך אופייה של ההתערבות ייקבע לפי היחס שבין עלויות ההליך המשפטי לבין עלויות הצדדים במזעור עלויות היושרה. מומחיותו של בית המשפט נחוצה לשקלול עלויות אלו ומזעורן, להבחנה בין ניהול כושל לניהול חובל ולקביעה מתי וכיצד נכון להתערב כדי לסייע לצדדים.

הניתוח המצדיק הקמתו של בית משפט מתמחה בדיני חברות הוא אקדמי. לא אחת חוותי כיצד הצמדת התואר "אקדמי" לניתוח או לרעיון הופכת להיות מעין גנאי מוסווה, שתכליתו לשדר לשומע שעניין לנו בדברים שאינם נטועים ב"פרקטיקה", ושעל כן יש לדחותם כלא ישימים. את התשובה למילת הגנאי "אקדמי" למדתי מהנשיא אהרן ברק, שממנו שמעתי את האמירה שאני חולק עם תלמידיי בתחילת כל קורס שאותו אני מלמד: "אין לך דבר פרקטי יותר מתאוריה טובה".¹⁴ לשמחתי, הניתוח האקדמי שכנע בסופו של דבר גם את הנשיא ברק, שתמך ביוזמה, ובסיועה של הנשיאה דורית ביניש ורבים אחרים שנרתמו למשימה התגברנו על כל ההתנגדויות, ובית המשפט הכלכלי הוקם. חמש שנים לאחר שבית המשפט הכלכלי הפך מרעיון "אקדמי" למציאות, אפשר לומר, בשל הצלחתו הגדולה, שזה היה רעיון "פרקטי" לחלוטין.

א. החוזה שבבסיס החברה

על מנת להסביר את חשיבותו של בית משפט מתמחה בדיני חברות יש להסביר תחילה מהי מערכת היחסים שבית המשפט אמור להסדיר. לשם כך נניח, מטעמי פשטות, התקשרות בין ראובן לבין לאה. ראובן הוא אדם עשיר מכספי ירושה שהותירה לו אמו. לראובן אין הכישורים והיכולת לנהל בעצמו את כספו, ולכן הוא מעוניין שמומחה לדבר ינהל את נכסיו עבורו. לאה היא מנהלת עסקים מוכשרת. לאה מנהלת בעצמה את חסכונוותיה בהצלחה גדולה ומניבה תשואה של 10% לשנה על כספה. ללאה יש רעיון כיצד להניב תשואה גבוהה יותר – לרכוש שליטה בחברות כושלות, לשפר את ביצועיהן ואז למכור אותן ברווח גדול – אך לשם כך היא צריכה 100 מיליון ש"ח, סכום שאין ברשותה. לאה פונה לראובן ומציעה

13 במאמר זה לא אעסוק בתפקידו של בית משפט באכיפה הפלילית בשוק ההון ובהצדקות לקיומו של בית משפט מתמחה שם.

14 הנשיא ברק הביע עמדה זו גם במאמר שכתב, אהרן ברק "תיאוריית השליחות וכוח הייצוג" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט 351, 360 (אהרן ברק ואח' עורכים, 1996).

לו להשקיע את הכסף הדרוש ובכך לאפשר לה ליישם את הרעיון העסקי עבור שניהם. ראובן מסכים להשקיע את הכסף בחברה שתנהל לאה. מערכת היחסים שתירקם בין שני הצדדים היא טיפוסית להתקשרויות עסקיות בין משקיעים לבין מנהלים. להלן נבחן מערכת יחסים זו ונגדיר מושגים שישרתו אותנו בהבנת המתח הבסיסי הקיים בין שני הצדדים.

על פי התאוריה הכלכלית, ההתקשרות בין ראובן (המשקיע) לבין לאה (המנהלת) היא בין "בעלים" לבין "נציג". לאה תנהל את רכושו של ראובן, ועל כן היא ה"נציג" (Agent), וראובן המוסר את רכושו לניהולה של לאה הוא ה"בעלים" (Principal). הצדדים אינם יכולים לכתוב חוזה מפורט ומסוים שיגדיר מראש את כל ההתחייבויות ההדדיות של ראובן ולאה, ולכן הם יתקשרו ב"חוזה פתוח" (incomplete contract).¹⁵ חוזה פתוח יעניק ללאה הרשאה כללית "להשיא את שווי השקעתו של ראובן", מבלי להגדיר כיצד בדיוק היא תעשה זאת. אילו חברות תרכוש? כיצד תשפר את ביצועיהן? באיזה שלב תמכור אותן? למי? באיזה מחיר? מהו הרווח המינימלי שעליה להשיג? כמה עובדים תעסיק? איפה יהיו משרדי החברה? שאלות אלו ואחרות הנוגעות לניהול החברה אינן מוסדרות בחוזה פתוח. עיקרו של החוזה היא חלוקת הזכויות באשר לרווחי העסק (cash flow rights), יהיו אשר יהיו, וחלוקת זכויות השליטה באשר לעסק (control rights), שיסדירו את חלוקת סמכויות הניהול. כפי שנראה מיד, ההתקשרות בחוזה פתוח המחלק זכויות שליטה וזכויות לרווחים בין הצדדים מייצרת "עלויות יושרה" ו"עלויות יכולת" מצד הנציג (Agent Cost) ומצד הבעלים (Principal Cost).

1. עלויות נציג

אופייה של מערכת היחסים שבין בעלים לבין נציג מעלה חשש שהנציג לא יפעל בהגינות לטובת הבעלים אלא לטובת עצמו. חשש זה ידוע כ"בעיית הנציג",¹⁶ אשר מקורה בהצטרפותן של שתי עובדות: האחת, בין הבעלים לבין הנציג קיים פער מידע (asymmetric information) המקשה על הבעלים לעקוב אחר מעשיו של הנציג; השנייה, בין הבעלים לבין הנציג יש מידה מסוימת של ניגודי עניינים (conflict of interests), שמקורם בכך שהנציג מנהל את העסק לבדו אך מקבל רק חלק מהרווחים (ונושא רק חלק מההפסדים).¹⁷ החשש הוא שלאה תיקח לעצמה טובות הנאה (private benefits) על חשבון ראובן, וחשש זה גדל ככל ששיעור השתתפותה של לאה ברווחים של החברה קטן יותר. למשל, לאה תחדל לעבוד שעות ארוכות כפי שעשתה בעת שניהלה את כספה שלה, תעביר את משרדי החברה לבניין מפואר, תרכוש מכונית יוקרה ותטוס במחלקה ראשונה, תשכור קרובי משפחה, תתרום כסף לבניין ציבורי שייקרא על שמה ותעשה עסקאות גרועות עבור החברה (תרכוש ביוקר או תמכור בזול) עם גופים הקשורים אליה (במישרין או בעקיפין). אלו הן טובות הנאה שלאה יכולה ליטול לעצמה בהשתמטות מעבודה או בהסתת נכסי החברה אליה (shirking and

15 ראו לעיל ה"ש 4.

16 Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 308-310; Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 J.L. & ECON. 301, 304-305 (1983).

17 ראו לעיל ה"ש 16; גושן "בעיית הנציג", לעיל ה"ש 7, בעמ' 245-246.

18. (diverting) כיוון שראובן יכול לצפות את נטילת טובות ההנאה, הוא יביא אותן בחשבון בעת ההתקשרות ויפחית אותן מחלקה של לאה ברווחים. ללאה יש אפוא תמריץ להקטין מלכתחילה את נטילת טובות ההנאה במתן התחייבויות (bonding) שיבטיחו שלא תנצל את מעמדה לרעה (למשל, התחייבות להימנע מעיסוקים אחרים) ובמתן אפשרות לראובן לפקח על פעילותה (monitoring).¹⁹ הפעילויות שנועדו לצמצם את נטילת טובות ההנאה עולות כסף, שמוצא ביטוי בתשלומים ישירים (המשולמים לעורכי דין ורואי חשבון למשל) וב"תשלום" עקיף הנובע מההכבדה על הפעילות העסקית שהפיקוח גורם. אולם למרות מאמצי המניעה, בשל פער המידע ועלויות הפיקוח, המשאבים המושקעים בפיקוח אינם יכולים למנוע כליל את נטילת טובות ההנאה (שיקולי עלות-תועלת).²⁰ לכן העלויות המושקעות למניעת נטילת טובות ההנאה (bonding and monitoring) וכן טובות ההנאה שהנציג ייטול לעצמו למרות מאמצי המניעה (residual loss) מוגדרות יחד "עלויות נציג" (Agency Cost).²¹

ניצול ניגוד העניינים ופער המידע לנטילת טובות הנאה על חשבון הבעלים הוא מעשה של חוסר יושר מצד הנציג. יושרתו של אדם, בהקשר הנדון כאן, נמדדת בעמידתו בפיתוי (ניגוד עניינים) בעת שהוא יודע שאם ימנע תהא מעידתו סמויה מן העין (פער מידע). כיוון שיושרתם של כל הנציגים אינה שווה, שיעורן של עלויות נציג אלו תלוי במידת יושרתו של הנציג המסוים. ככל שהנציג בעל יושרה רבה יותר, כן טובות ההנאה שייטול על חשבון הבעלים יהיו מעטות יותר, ולהפך. עלויות נציג אלו, הנובעות מטובות ההנאה שהנציג נוטל לעצמו ומהמאמצים המושקעים למניעת נטילתן, הן אפוא עלויות של ניגוד עניינים (conflict costs) ששיעורן מושפע מיושרת הנציג. לכן במאמר זה נכנה עלויות אלו: "עלויות יושרה", שהן "עלויות הנטילה של טובות ההנאה והמשאבים למניעתן".

אף שהספרות הכלכלית התמקדה בעלויות היושרה כביטוי לעלויות הנציג, בהתקשרות שבין ראובן ללאה יש חשש נוסף, שגם הוא משפיע על עלויות הנציג. לאה הציגה עצמה כבעלת יכולת וכישורים מתאימים לנהל את החברה, אך יש חשש שמא אין הדבר כך.²² לראובן אין בהכרח היכולת לאמוד את כישוריה של לאה או את מידת התאמתה לתפקיד בתחילת הקשר. ייתכן גם שלאה מאמינה בתום לב שיש לה הכישורים המתאימים, אך גם היא עלולה להיווכח מאוחר יותר שיש מתאימים ממנה לתפקיד. קבלת החלטות ניהוליות, הן בבחירת התוכנית העסקית של החברה והן באשר לאופן יישומה, מחייבת יכולת, כישורים וניסיון, שבהיעדרם ההחלטות עלולות להיות שגויות. שגיאות ניהוליות מפחיתות את שווי החברה, ועל כן מושקעים מאמצים למונען. נוסף על בחירת מנהל מוכשר ומנוסה, יש השקעה למשל בקבלת מידע מתאים, בבדיקת נאותות ובהתייעצות עם גורמי מקצוע חיצוניים. אך גם לאחר השקעת משאבים אלו אי אפשר למנוע את כל השגיאות. שתי סיבות

18 Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 312-313; Goshen & Squire, לעיל ה"ש 8, בעמ' 776.
 19 Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 308 והערה 9 שם.
 20 מבחינה כלכלית אין הצדקה להשקיע משאבים כדי למנוע נזק שהיקפו הצפוי קטן מעלות משאבי המניעה.
 21 Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 308.
 22 Goshen & Squire, לעיל ה"ש 8, בעמ' 786-787.

לכך: האחת, לשגיאה אפשרית יש נזק צפוי, ואין הצדקה להוציא משאבים למניעת שגיאה שהנזק הצפוי ממנה קטן מעלות מניעתו; השנייה, בשל מגבלות התודעה והיכולת האנושית יש טעויות אנוש הנגרמות אף שהושקעו משאבים מתאימים למניעתן.²³ שיעורן של השגיאות תלוי אפוא ביכולתו של מקבל החלטות: ככל שמקבל החלטות מוכשר יותר וזהיר יותר, כך השגיאות תהיינה מעטות יותר, ולהפך. מכיוון שהעלויות הנגרמות משגיאות ניהוליות הן תוצאה של היעדר יכולת (competence cost), במאמר זה נכנה אותן: "עלויות יכולת", שהן "עלות השגיאות והמשאבים למניעתן". גם עלויות אלו הן חלק מעלויות הנציג.

כשם שעל ראובן להביא בחשבון את העלויות העלולות להיגרם מהיעדר יושרה של לאה (החשש מנטילת טובות הנאה), כן עליו להביא בחשבון את העלויות העלולות להיגרם מהיעדר יכולת (החשש משגיאות). אולם בעוד ההתמודדות עם עלויות היושרה של לאה יכולה להיעשות באמצעות הגדלת התמרוץ (מתן שיעור גבוה יותר מהרווחים) או בשיפור מנגנוני השליטה והפיקוח, אי אפשר למזער את השגיאות של מנהל חסר יכולת וכישורים על ידי מתן אחוזים נוספים מן הרווח או שיפור הפיקוח.²⁴ אומנם חלק ממרכיבי היכולת של הנציג אינם ניתנים לשינוי כלל (נתונים קוגניטיביים והתנהגותיים למשל), אך חלקים אחרים, במיוחד אלו הנוגעים לניסיון ולהשכלה, ניתנים להשפעה באמצעות השקעה מצדו של הנציג (למשל בלימודים ובהשתלמויות). כל השקעה יעילה שתכליתה שיפור יכולת שהנציג נמנע ממנה כיוון שאינה כדאית עבורו, היא חלק מעלויות היושרה. כך למשל כאשר הנציג נוטל לעצמו שעתים פנאי על חשבון העבודה, אין הבדל, מבחינה כלכלית, אם הדבר בא על חשבון אי־בחינה מדוקדקת של עסקה או על חשבון אי־השתתפות בקורס הכשרה מקצועי. בשני המקרים מדובר בהתנהגות חסרת יושרה. לכן ההתייחסות בחלק זה לעלויות היכולת של הנציג מכוונת לנציג שיכולותיו כבר משקפות את עלויות היושרה (או לנציג שכבר השקיע בנאמנות את כל המשאבים שהיה יעיל להשקיע בשיפור יכולותיו). בהינתן רמת יכולת נתונה של הנציג, הבעלים יכול לתמחר אותה עד כמה שיש ביכולתו להעריך יכולת זו. אולם לעיתים הבעלים אינו יכול להשלים עם העסקת נציג בעל יכולת נמוכה אפילו בשכר נמוך (מחיר השגיאות גבוה מאוד). במקרה שכזה, מלבד התמחרור, התמודדות עם עלויות היכולת של לאה מחייבת התערבות בסמכות הניהול שלה (למשל להכפיף את החלטותיה לאישורים נוספים) או להחליפה במנהל מוכשר בעל יכולת גבוהה יותר. פתרונות שכאלה מחייבים את הבעלים להשאיר בידיו זכויות שליטה וניהול, אם בדרך של קבלת זכות וטו על החלטות מסוימות ואם בדרך של קבלת זכות לפטר את המנהל או למשוך חזרה את השקעתו.

עד עתה בחנו את מערכת היחסים מנקודת מבטו של ראובן (הבעלים) והחשש שלו מעלויות היושרה ועלויות היכולת של לאה (הנציג). אולם מנקודת מבטה של לאה, גם

23 שם, בעמ' 786–788.

24 אולם באמצעות מבנה חוזה ההתקשרות ניתן לתמחר רמות שונות של יכולת. דהיינו, אפשר לזהות מנהל גרוע ולשלם לו פחות כסף, אך לא ניתן לשלם למנהל גרוע כסף רב יותר ולהפוך אותו למנהל טוב. שמירה על זכויות שליטה כ"מקל" והענקת זכויות הון כ"גזר" עשויות לתמרץ נכונה נציג ולהקטין את עלויות היושרה שלו. עלויות היכולת של אותו נציג יישארו זהות.

ראובן יוצר חשש לעלויות יושרה ועלויות יכולת. העובדה שגם הבעלים יוצר עלויות יושרה ועלויות יכולת הוזנחה בספרות הכלכלית,²⁵ והיא לב ליבה של תאוריית "עלויות הבעלים" (Principal Costs).²⁶

2. עלויות בעלים

כדי להציג את חששותיה של לאה, נניח שלא קיבלה הצעה לנהל את כספה של אחותה תמורת שכר של 100,000 ש"ח לשנה ובתוספת 10% מן הרווחים. ראובן מציע לה 20% מן הרווחים ללא משכורת בסיס. לאה משוכנעת בכישוריה להניב תשואה גבוהה, ולכן היא מעדיפה לנהל את כספו של ראובן. בהסכם ביניהם יש לראובן זכות לפטור בכל עת. כעבור שישה חודשים מתברר כי התשואה שהשיאה לאה על כספו של ראובן נמוכה ממדד ההשוואה (למשל, מדד מניות כלשהו דוגמת "תל אביב 25"). לאה מסבירה כי בחרה מניות מעולות הנסחרות מתחת לשוויין, וכי היא מעריכה שבתוך שישה חודשים נוספים כספו של ראובן יניב תשואה גבוהה בהרבה מתשואת מדד ההשוואה. ההסבר של לאה יכול שיהיה אמת, שהיא אכן מוכשרת ויושרה, ושהסבלנות תשתלם, ואפשר שההסבר של לאה הוא שקר, ושלמעשה היא חסרת יושרה ויכולת, וכל מטרתה להסתיר את ביצועיה הגרועים. ראובן כאמור חסר יכולת וכישורים בניהול השקעות. זו הרי הסיבה שלכתחילה הוא בחר בלאה שתנהל עבורו את כספו. בשל כך ראובן עלול לשגות באשר להערכת הסיבה לתשואה הנמוכה. הוא עלול לפטר את לאה כשהיא דוברת אמת (false positive) או להשאיר את לאה במקומה כשהיא משקרת (negative false).²⁷ אלו הן "עלויות יכולת" של הבעלים. לאה המוכשרת והיושרה תחשוש מפני פיטורין לא מוצדקים, כתוצאה מהיעדר יכולת וכישורים של ראובן בהערכת המצב. ייתכן שלא תסרב לעבוד עבור ראובן ותעדיף את ההצעה של אחותה (שבה מרכיב השכר מקטין את הסיכון). וייתכן שהיא תעבוד עבורו, אך תימנע מנטילת סיכונים בהשקעות שיש בהן כדי להניב תשואה גבוהה ממדד ההשוואה, או תבחר רק השקעות שיהיה קל להסבירן לראובן. יודגש שעלויות היכולת של הבעלים יבואו לידי ביטוי בכל עת שהבעלים יותיר בידיו זכויות שליטה כלשהן. בדוגמה לעיל הבעלים הותיר בידיו את זכות הפיטורין, אולם גם כאשר הבעלים משאיר בידיו זכויות התערבות בניהול (למשל זכות וטו על החלטות מסוימות) או זכויות פיקוח (למשל דיווחים שוטפים), החשש משגיאות של הבעלים בעת השימוש בזכויות אלו ישפיע על התנהגות הנציג, ולכן גם על שווי החברה.

נוסף על עלויות היכולת של ראובן לאה חוששת גם מהיעדר יושרה של ראובן. נניח שראובן מאמין להסבר של לאה שהסבלנות תשתלם. למרות זאת הוא מחליט להעמיד פנים

25 הספרות הכלכלית התמקדה בעלויות יושרה של הנציג. ראו למשל Hillary A. Sale, *Delaware's Good* 89 CORNELL L. REV. 456, 460 (2004); *Hart, Corporate Governance; Faith*, לעיל ה"ש 4, בעמ' 678; John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law?*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 1, 2 (Reinier Kraakman et al. eds., 2nd ed. 2009).

26 הספרות איתרה מקרים נקודתיים של עלויות בעלים. ראו Goshen & Squire, לעיל ה"ש 8.

27 שם, בעמ' 787.

כמי שאינו מאמין לה ומפטר אותה. מטרתו היא להמתין שישה חודשים לעליית ערכן של ההשקעות המעולות שבחרה לאה, ולחסוך מעצמו את הצורך לשלם ללאה 20% מהרווחים. סיכון שכזה אינו קיים בהצעה של אחותה. אלו הן "עלויות יושרה" של הבעלים, הנובעות מניגוד העניינים עם הנציג.

עד עתה סיפורנו תיאר מערכת יחסים בין ראובן ללאה, ולכן עלויות היכולת ועלויות היושרה מטרידות את ראובן ואת לאה בלבד. אך בדרך כלל מערכת יחסים טיפוסית היא בין כמה משקיעים לבין מנהל. במקרה שראובן אינו משקיע יחיד (למשל כשיש כמה בעלי מניות), עלויות היושרה ועלויות היכולת שלו יטרידו גם את המשקיעים האחרים. נניח שראובן הוא אחד מארבעה משקיעים במיזם משותף המנוהל בידי לאה. לאה משקיעה את כספי המשקיעים ברכישת מפעל כושל, שלהערכתה ידרשו חמש שנים לשפר את ביצועיו, ואז תוכל למכור אותו ברווח גדול. כעבור שנה ראובן מעוניין להתחתן עם חברתו לחיים, ולשם כך הוא דורש את כספו חזרה. בשונה מהשקעה בנכסים סחירים, אי אפשר לממש רק חלק מן המפעל. החזרת ההשקעה לראובן תחייב למכור את כל המפעל, ומימוש בטרם הושלמה תוכנית ההתייעלות יגרום להפסדים כבדים לכל המשקיעים. אלו הן עלויות יושרה של בעלים, שראובן גורם ליתר המשקיעים (ניגוד עניינים בין הבעלים – בינם לבין עצמם). לכן בהתקשרות שכזו לא רק לאה תביא בחשבון את עלויות היושרה והיכולת של ראובן אלא גם יתר המשקיעים. בקבוצות משקיעים גדולות מאוד עלויות היושרה יקבלו ביטוי כבעיות הצבעה קולקטיבית, הצבעה אסטרטגית והצבעות בניגוד עניינים,²⁸ ואילו עלויות היכולת יקבלו ביטוי בצורת מידע לא מספיק וכישורים נחותים של חלק מן המשקיעים.²⁹

3. התחלופה בין עלויות נציג לעלויות בעלים

כפי שראינו עד עתה, הבעלים והנציג נקשרים בחוזה פתוח, במערכת יחסים היוצרת חשש לעלויות יושרה ולעלויות יכולת הן מצד הבעלים והן מצד הנציג. מכיוון שעלויות אלו מפחיתות את שווי החברה, מזעזזות את עניין משותף לשני הצדדים. כיצד ימזערו הצדדים את עלויות היכולת והיושרה שלהם?

בכל התקשרות של משקיע-מנהל (בעלים-נציג) הצדדים מחלקים ביניהם את הזכויות לתזרימי המזומנים (cash-flow rights), המוכרות גם בשם זכויות הון, ואת זכויות השליטה (control rights), המוכרות גם בשם זכויות הצבעה (או הנהלה). זכויות ההון משפיעות על התמריץ לנהל, ואילו זכויות השליטה משפיעות על היכולת לנהל. למשל, ככל שהזכויות שיש לנציג בהון רבות יותר, כן התמריץ שלו לנהל חזק יותר, אך יכולתו לנהל טוב יותר תלויה בזכויות השליטה שקיבל (סמכויות הניהול). ולהפך, ככל שהזכויות שיש לנציג בהון מעטות יותר, כן התמריץ שלו ליטול טובות הנאה (ניגוד עניינים גדול) חזק יותר, אך היכולת שלו ליטול את אותן טובות הנאה תלויה במידת זכויות השליטה שקיבל (למשל אם יש לו

28 להרחבה ראו למשל Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395 (1983); Zohar Goshen, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, 70 S. CAL. L. REV. 741 (1997); זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (1998) (להלן: גושן "ניגוד אינטרסים").

29 Goshen & Squire, לעיל ה"ש 8.

זכות חתימה בבנק). כפי שנראה מיד, החלוקה של זכויות אלו בין הצדדים תקבע את שיעורן של עלויות היכולת ועלויות היושרה.

יודגש כי זכויות ההון וזכויות השליטה הן "עוגה" בגודל נתון, שחלוקתה בין הצדדים היא בבחינת "משחק סכום אפס". כלומר, חלוקה של זכויות רבות יותר לבעלים תבוא על חשבון חלוקה של זכויות מעטות יותר לנציג, ולהפך.³⁰ ניתן לחשוב על זכויות אלו כעל 100% בידי ראובן, או 100% בידי לאה, או חלוקה כלשהי בין שניהם. זהו למעשה רצף (ספקטרום) שעליו ניתן לתאר חלוקה של זכויות רבות יותר או מעטות יותר – של שליטה או של הון – לנציג או לבעלים.

אף שחלוקת הזכויות מייצרת תוצאה הדומה למשחק סכום אפס, העלויות הנובעות מן החלוקה אינן מייצרות תוצאה שכזו. התוצאה הכוללת של עלויות היושרה והיכולת תלויה במאפייני החברה, במאפייני הצדדים ובתנאי התחרות בשווקים שבהם החברה פועלת. למשל, בחלוקת זכויות הון נתונה הענקת זכויות שליטה רבות יותר לנציג תגדיל את עלויות היושרה ועלויות היכולת של הנציג, אך הגידול בעלויות יהיה שונה בחברה שבה הנציג ישר וחכם לעומת חברה שבה הנציג רמאי וטיפש. בדומה לזה, הענקת זכויות שליטה רבות יותר לבעלים תגדיל את עלויות הבעלים, אך גידול זה ישתנה לפי יושרתו ויכולתו של הבעלים המסוים. כך גם מאפייני החברה ותנאי התחרות ישפיעו על עלויות אלו. בחברה המפתחת טכנולוגיה מורכבת, למשל, פער המידע בין הנציג לבין הבעלים הוא גדול, ולכן סיכון השגיאה של הבעלים גדול יותר. בדומה לזה, בשוק מוצרים תחרותי מאוד שגיאה ניהולית יכולה לגרום לפשיטת רגל, ואילו בשוק תחרותי פחות אותה שגיאה תגרום רק לירידה בתשואה השנתית. כיוון שעלויות היושרה והיכולת של הנציג ושל הבעלים תלויות במאפייני החברה המסוימת, שיעורן של עלויות אלו יושפע מחלוקת זכויות ההון והשליטה בין הצדדים לפי קביעתם.

ניתן להציג את העלויות בטבלה שבה מתוארת הסיבה לעלויות, יושרה או יכולת, אל מול הגורם שיפעיל זכויות שליטה, הבעלים או הנציג, כלהלן:

	עלויות יכולת	עלויות יושרה
בעלים	עלויות יכולת של בעלים: שגיאות של הבעלים	עלויות יושרה של בעלים: נטילות של הבעלים
נציג	עלויות יכולת של נציג: שגיאות של הנציג	עלויות יושרה של נציג: נטילות של הנציג

כאשר הבעלים מנהל בעצמו את רכשו, הוא יישא רק בעלויות יכולת של בעלים, כיוון שבמצב זה אין ניגוד עניינים (תא שמאלי למעלה). כאשר יש כמה בעלים, דוגמת שותפות,

30 שם, בעמ' 796–797; Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560, 587 (2016).

תיווספנה עלויות יושרה של בעלים בשל ניגודי הענינים בין השותפים (תא ימני למעלה). כאשר הבעלים מעביר את רכושו לניהול הנציג ואינו מותיר בידיו שום זכויות שליטה, למשל ביצירת נאמנות,³¹ בשל ניגוד הענינים ופער המידע בין הנציג לבין הבעלים נולדות עלויות יושרה של הנציג ועלויות יכולת של הנציג (שני תאים תחתונים). כאשר הבעלים מעביר את רכושו לניהולו של הנציג ושומר בידיו חלק מזכויות השליטה, למשל הזכות להחלפת הנציג, נולדות כל העלויות שבטבלה, עלויות הנציג ועלויות הבעלים (כל התאים), כמבואר בסיפור לעיל. ככל שזכויות השליטה שיוענקו לבעלים יהיו רבות יותר (ולכן פחות לנציג), כך יגדלו עלויות היושרה והיכולת של הבעלים ויקטנו העלויות של הנציג. ולהפך, ככל שזכויות שליטה שיוענקו לנציג יהיו רבות יותר (ולכן פחות לבעלים), כך יגדלו עלויות היושרה והיכולת של הנציג ויקטנו עלויות הבעלים.

4. מבני שליטה

צדדים רציונליים מודעים למאפיינים המייחדים את ההתקשרות ביניהם ולהשפעה שתהיה לחלוקת הזכויות ביניהם על סך העלויות של הבעלים והנציג. כיוון שעלויות הבעלים ועלויות הנציג מפחיתות את שווי החברה, ישאפו הצדדים לחלק את זכויות ההון והשליטה ביניהם בדרך שתמזער את סך העלויות ותגדיל את שווי החברה בהתאמה. כבואם לקבוע את חלוקת הזכויות ביניהם עומד לרשות הצדדים מגוון רחב של "מבני הון" (capital structures) לחלוקת זכויות הון ושל "מבני שליטה" (governance structures) לחלוקת זכויות שליטה. לדוגמה, הצדדים יכולים להתקשר במסגרת הקמת חברה בעלת שני סוגי מניות (dual class firm), כשכל זכויות ההון צמודות לסוג אחד של מניות ("מניות הון"), ואילו כל זכויות השליטה צמודות לסוג שני של מניות ("מניות הצבעה").³² חברה בעלת שני סוגי מניות תאפשר לצדדים לחלק מניות אלו לפי כל תמהיל של מבנה הון ומבנה שליטה שיבחרו. למשל, הענקת כל מניות ההצבעה ללאה וחלוקת 20% ממניות ההון ללאה, והשאר לראובן, יעניקו ללאה 100% מזכויות השליטה ויחלקו את זכויות ההון 20%–80% בינה לבין ראובן. בשונה מחברה בעלת שני סוגי מניות, הצדדים יכולים להתקשר במסגרת הקמת חברה עם סוג מניות אחד (one share one vote), שאינו מאפשר חלוקה נפרדת של זכויות ההון וזכויות השליטה (כל מניה נושאת חלק יחסי שווה בהון ובשליטה).³³ חברה בעלת סוג מניות אחד מאפשרת לצדדים תמהילים שונים של מבנה הון ומבנה שליטה. הצדדים יכולים למשל לחלק את מניות החברה כך: 60% ללאה ו-40% לראובן (שאז ללאה יש 60% מן ההון ומכוח ההצבעה), או לחלופין, 90% לראובן ו-10% ללאה (שאז לראובן יש 90% מן ההון ומכוח ההצבעה).

לכל סוג חברה וחלוקה שיבחרו הצדדים יש חשיפה שונה לעלויות בעלים (יושרה ויכולת) ועלויות נציג (יושרה ויכולת). בחברה בעלת שני סוגי מניות, כמתואר לעיל, לראובן

31 להרחבה ראו Henry Hansmann & Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 N.Y.U.L. REV. 434 (1998).

32 Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 30, בעמ' 587–590.

33 בישראל חברות המבקשות להציע מניותיהן לציבור רשאיות להנפיק רק סוג מניות אחד. ראו ס' 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.

אין זכויות הצבעה, ולכן אין לו יכולת להתערב בניהול או לפטר את לאה. אם יתברר כי לאה חסרת יכולת וכישורים, לא יוכל ראובן להחליפה במנהל מוכשר יותר. ראובן יביא בחשבון שיהיה עליו לשאת בעלות שגיאותיה. אם יתברר כי לאה חסרת יושרה יותר משהעריך ראובן, גם אז לא יוכל להחליפה במנהל ישר יותר. ראובן יצטרך להעניק ללאה תמריצים נוספים (דוגמת אחוזי רווח נוספים על ה-20% שכבר קיבלה), או להביא בחשבון שיהיה עליו לשאת בעלות הנטילה העודפת. מנגד, השחרור של לאה מהחשש לפיטורין שגויים או לא הוגנים בידי ראובן יאפשר לה לבחור בתוכנית עסקית מורכבת וארוכת טווח לטובת שניהם. הצדדים מודעים לכך שלאה יכולה לנצל את החופש הניהולי שניתן לה לטובה כמו גם לרעה. מבנה שליטה של חברה בעלת שני סוגי מניות, בתמהיל שבדוגמה לעיל, יוצר חשיפה גדולה יותר לעלויות נציג (יושרה ויכולת), כיוון שאי אפשר לפטר את לאה, אך חשיפה קטנה יותר לעלויות בעלים (יושרה ויכולת), כיוון שלראובן אין זכות להתערב בניהול.

גם בחברה בעלת סוג מניות אחד, ושבה לאה היא בעלת השליטה (60%), ראובן אינו יכול להתערב בניהול או לפטר את לאה. אולם מכיוון שלאה מחזיקה גם בכמות גדולה של זכויות בהון (60%), החשיפה לעלויות היושרה של הנציג בתחום הניהול תהיה קטנה מן החשיפה שנדונה בעניין החברה הקודמת (בעלת שני סוגי המניות) שבה החזיקה לאה רק 20% מן ההון. שכן, ניגוד העניינים בניהול החברה קטן יותר כאשר לאה מחזיקה 60% מן ההון.³⁴ גם בחברה זו יהיה ללאה חופש ניהולי לבחור בתוכנית עסקית מורכבת וארוכת טווח ללא חשש מפיטורין שגויים או לא הוגנים, אך היא תישא בסיכון ובעלויות של החזקת עיקר נכסיה בחברה אחת (גיוון לא מספיק של השקעותיה והיעדר נזילות).³⁵ מבנה שליטה של חברה בעלת סוג מניות אחד ובעל שליטה כנציג יוצר חשיפה גדולה יותר לעלויות נציג (יושרה ויכולת), כיוון שאי אפשר לפטר את לאה, אך חשיפה קטנה יותר לעלויות בעלים (יושרה ויכולת), כיוון שלראובן אין זכות להתערב בניהול.

34 כפי שהוסבר לעיל, הקצאת זכויות שליטה לנציג מולידה את החשש כי הנציג ייטול לעצמו טובות הנאה על חשבון הבעלים, ויש יחס הפוך בין מידת החשש לבין שיעור ההשתתפות של הנציג ברווחי החברה. ככל ששיעור ההשתתפות של הנציג ברווחים עולה, כך החשש שייטול טובות הנאה קטן, ולהפך. לצורך המחשה נניח למשל כי לאה מעוניינת לעצב מחדש את משרדי החברה. משרד מעוצב "שווה" ללאה עשרים אלף שקל, אך מחיר העיצוב לחברה הוא חמישים אלף ש"ח. בשני התרחישים שהוצגו ללאה יש הכוח לקבל את ההצעה (בחברה בעלת שני סוגי המניות לאה מחזיקה ב-100% מזכויות השליטה, ובחברה בעלת סוג מניות אחד לאה מחזיקה ב-60% מזכויות השליטה). אולם ההבדל בשיעור זכויות ההון שלאה מחזיקה בין החברות ישפיע על תמריציה לקבל את ההצעה. ככל ששיעור ההשתתפות של לאה ברווחי החברה עולה, כך יבוא עיצוב מחדש של המשרדים על חשבון נתח גדול יותר מחלקה ברווחים. בחברה בעלת שני סוגי המניות לאה מחזיקה ב-20% מזכויות ההון, ולכן עיצוב המשרד יפחית את שווי זכויותיה בסך של עשרת אלפים ש"ח. בחברה השנייה קבלת ההצעה תפחית את שווי מניותיה של לאה (60%) בשלושים אלף ש"ח. כיוון שעיצוב המשרד שווה לה עשרים אלף ש"ח, ההוצאה על עיצוב המשרד תבוצע רק במקרה הראשון. לכן ככל שהנציג מחזיק בשיעור גבוה יותר של זכויות הון בחברה, כך ניגודי העניינים שבינו לבין המחזיקים ביתר זכויות ההון בחברה קטנים, ועלויות היושרה של הנציג פוחתות בהתאם.

35 Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 30, בעמ' 564.

במקרה שהצדדים יבחרו בחברה בעלת סוג אחד של מניות, ושבה ראובן הוא בעל השליטה (90% בדוגמה לעיל), יוכל ראובן להתערב בניהול ואף לפטר את לאה. אם יתברר שלאחרי חסרת יכולת וכישורים, או שיש מנהל אחר מוכשר ממנה, יוכל ראובן להחליפה. העובדה שלאחרי מחזיקה רק 10% מן המניות תגדיל את החשש לעלויות היושרה של הנציג (ניגוד עניינים גדול), אך אם יתברר שלאחרי חסרת יושרה יותר משהעריך, יוכל ראובן להחליפה (אם פעולה זו זולה יותר מלהעניק לה תמריץ נוסף). האפשרות לפיטורין מוצדקים מפחיתה את עלויות היושרה והיכולת של לאה, ואילו החשש מפיטורין שגויים או לא הוגנים מצד ראובן יגביל את החופש הניהולי של לאה לבחור תוכנית עסקית מורכבת וארוכת טווח. גם אם ראובן יבחר שלא לפטר את לאה, ובמקום זאת יתערב בהחלטותיה, שגיאות התערבותו ישפיעו על יכולתה של לאה להשיג את יעדי תוכניתה העסקית. מבנה שליטה שכזה יוצר חשיפה קטנה יותר לעלויות נציג (יושרה ויכולת), כיוון שניתן לפטר את לאה, אך חשיפה גדולה יותר לעלויות בעלים (יושרה ויכולת), כיוון שלראובן יש זכות להתערב בניהול, והוא עלול לנצל זאת לרעה או לשגות בעשותו כן.

בתמצית, על פי התאוריה של "עלויות הבעלים", הבעלים והנציג מתקשרים בחוזה פתוח, אשר מחלק את זכויות ההון וזכויות השליטה ביניהם בתמהיל של מבנה שליטה ומבנה הון שימזער את סך העלויות שמייצרים שני הצדדים (יושרה ויכולת). מהו אפוא תפקידו של בית משפט במערכת יחסים זו? כפי שנראה מיד, תפקידו של בית המשפט הוא לסייע לצדדים להפחית את עלויות היושרה שלהם.

ב. תפקיד בית משפט בדיני חברות בראי הפיקוח על החלטות ניהוליות

על רקע מהותה של ההתקשרות שבין הבעלים לבין הנציג ניתן להסביר את תפקידו של בית המשפט באכיפת החוזה הפתוח שביניהם. מתי יבקשו הצדדים את מעורבותו של בית המשפט? הצדדים כאמור מעוניינים להפחית את עלויות היושרה והיכולת שלהם, אך מכיוון שגם למעורבות של בית משפט יש עלויות יושרה (מצד התובעים ועורכי דינם) ועלויות יכולת (מצד עורכי הדין ומצד השופטים), ישאפו הצדדים לערב את בית המשפט רק כאשר הדבר ימזער את סך העלויות הכרוכות בפעולתם. כפי שנראה מיד, הצדדים יבקשו את מעורבות בית המשפט רק בהסדרת ניגודי עניינים (עלויות יושרה אך לא עלויות יכולת) ורק בנושאים מובהקים שבעניינם סיכוני השגיאה של בית משפט הם נמוכים. ככל שעלויות היכולת של בית המשפט נמוכות יחסית לעלויות הצדדים, כך ייטו הצדדים לפנות לבית המשפט על מנת להתמודד עם עלויות היושרה שלהם (לשם הקטנת סך העלויות המצרפית). כאמור, עלויות היושרה של הנציג נובעות מפער מידע ומניגוד עניינים, ובמסגרת החוזה הפתוח הן נוצרות בשני תחומים: החלטות ניהוליות והחלטות המשנות את חלוקת הזכויות בין הצדדים. במאמר זה אדגים את מורכבות תפקידו של בית המשפט בתחום ה"פשוט

יותר" של החלטות ניהוליות.³⁶ תחום זה פשוט יותר במובן זה שניתן להתמקד בעיקר בעלויות הנציג, לצורך הדגמת תפקידו של בית המשפט במזעור עלויות יושרה. בדרך זו נבהיר כי לבית משפט המתמחה בדיני חברות עלויות יכולת נמוכות יחסית לאלה שבבתי משפט כלליים, ומכאן עדיפותו בהתמודדות עם עלויות יושרה של הצדדים המתקשרים במסגרת החברה.

תחילה, לצורכי הניתוח נחליף את ראובן בבעלי מניות רבים בחברה ציבורית ונתייחס לשתי חברות טיפוסיות: האחת חברה בעלת סוג מניות אחד שבה בעל מניות יחיד (לאה) מחזיק ב-60% מהון המניות, וביתר המניות (40%) מחזיק הציבור. בעל השליטה (המחזיק ב-60% מן המניות) הוא הנציג (אף שבפועל הוא ימנה דירקטוריון, וזה ימנה הנהלה, ולא בהכרח ינהל ישירות בעצמו), ואילו בעלי מניות המיעוט הם הבעלים (כשהם יכולים להיות בעלי מניות מתוחכמים או לא מתוחכמים). חברה זו תכונה להלן "חברה בבעלות מרוכזת" (concentrated ownership); החברה השנייה, חברה בעלת סוג מניות אחד שבה בעלי המניות מן הציבור מחזיקים ב-90% מהון המניות, כאשר יתר המניות (10%) מוחזקות בידי מנהל החברה (לאה). אף שתאורטית הציבור שולט בחברה, למעשה יכולתו של הציבור להפעיל את זכויות השליטה הצמודות למניותיהם תלויה בסוג בעלי המניות (מתוחכמים או לא מתוחכמים), במידת פיזורם ובכוחות או במנגנוני שוק שיכולים לאגד את כוח ההצבעה לכדי פעולה.³⁷ מטעם זה הציבור הוא הבעלים. מנהל החברה (עם הדירקטוריון יחד) הוא הנציג, כיוון שלמעשה הוא שולט בניהול החברה. חברה זו תכונה להלן "חברה בבעלות מפוזרת" (dispersed ownership).

36 החלטות מן הסוג השני נוגעות להחלטות בנוגע למבנה ההון ולמבנה השליטה בחברה. למשל, כאשר חברה מגייסת הון באמצעות חוב, אין היא משפיעה על חלוקת זכויות השליטה של בעלי המניות הקיימים. אך כאשר גיוס ההון נעשה באמצעות הנפקת מניות חדשות, יש השפעה על זכויות השליטה הקיימות. ראו לדוגמה המקרה של הנפקת מניות נטולות זכויות הצבעה על ידי חברת Facebook Inc. (לאחר ההנפקה מבנה החזקות בחברה מאפשר למייסד ומנכ"ל החברה לחזק ולבצר את שליטתו בחברה, בהגדילו את סך ההון שתחת שליטתו). Charles Kane, *What Facebook's Latest Stock Move Means for Investors and the SEC*, FORTUNE (May 7, 2016), <https://goo.gl/pLsF7s>, בדומה לזה, כאשר דירקטוריון חברה מחליט על אימוץ "גלולת רעל" כנגד השתלטות עוינת, הוא מעביר לעצמו חלק מזכויות השליטה של בעלי המניות מקרב הציבור. ראו למשל שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו 819, 826-827 (2003) (להלן: חנס "הצורך בהגנות"). וכך גם כאשר בעל שליטה משנה את תקנון החברה באופן שזכויות ההצבעה של כל המניות תהיינה תלויות במשך החזקתן, הוא מעביר זכויות שליטה לעצמו. ראו למשל Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 1996). כיוון שהחלטות אלו שלובות תמיד בשיקולים עסקיים, תפקידו של בית משפט אשר נדרש להחליט מהו היקף הביקורת השיפוטית שעליו להפעיל בנוגע להחלטות שכאלו הוא מורכב מאוד. החלטות אלו מדגישות את הצורך בבית משפט מתמחה, שפעילותו תהא כרוכה בעלויות יכולת נמוכות בשל מטרת הצדדים למזער את עלויות היושרה שלהם באמצעות בית משפט. אולם כאמור בשל המורכבות הגדולה של הניתוח נשאיר זאת למאמר נפרד.

37 ראו למשל Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); *In re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496, 530 (Del. Ch. 2013); Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A 3d 635 (Del. 2014). (להלן: עניין MFW).

נניח שלא מקבלת החלטה עסקית להשקיע בפיתוחו של מוצר חדשני 100 מיליון ש"ח, ובתום תקופת הפיתוח המוצר אינו פועל ואי אפשר לשווקו. להפסד שנגרם לחברה יכולות להיות כמה סיבות: 1) לא מנהלת בעלת יושרה ויכולת, אך ההשקעה נכשלה בשל מזל רע, בעקבות התרחשות אירוע שהיה צפוי להתרחש בהסתברות נמוכה; ³⁸ 2) לא מנהלת בעלת יושרה ויכולת, וההשקעה בוצעה על בסיס חזון עסקי גדול, שנכשל עתה כישלון זמני (בשל חוסר יכולתה של לאה לשכנע אחרים בנכונות החזון), אך המשך השקעה בו יניב בסופו של דבר מוצר פורץ דרך; ³⁹ 3) לא מנהלת בעלת יושרה ויכולת, אך אף על פי שהשקיעה זמן, מאמץ וכישרון בניית החלטת ההשקעה ותהליך אישורה, ההשקעה נכשלה בשל שגיאה עסקית (שמקורה בטעות אנוש). ⁴⁰ 4) לא היא מנהלת בעלת יושרה אך חסרת יכולת, וההשקעה נכשלה בשל שגיאה עסקית (שמקורה בטיפשות); ⁴¹ 5) לא מנהלת בעלת יכולת אך נעדרת יושרה (עצלנית), ובשל חוסר זהירותה (אי-השקעת משאבי מניעה סבירים) נעשתה שגיאה עסקית שהיה ניתן למונעה (רשלנות); ⁶ 6) לא מנהלת בעלת יכולת אך נעדרת יושרה (נוכלת), וההשקעה נעשתה כיוון שבעלה הוא ספק התשומות העיקרי למיזם הפיתוח (ניגוד עניינים).

אכן, בשל פער המידע בין הבעלים לבין הנציג קשה לבעלים לקבוע מהי הסיבה האמיתית להפסד שנגרם לחברה. אך אילו הייתה הסיבה האמיתית ידועה, באילו מן המקרים יהיו הצדדים מעוניינים להטיל אחריות על הנציג? ברור שהפסד בשל מזל רע (סיבה 1) הוא תוצאה בלתי נמנעת של נטילת סיכונים מחושבים בניהול עסקים, ושני הצדדים לא ירצו להטיל על לאה שום אחריות. גם במקרה של חזון עסקי שנכשל (סיבה 2), בין זמנית ובין סופית, שני הצדדים לא ירצו להטיל על לאה אחריות. כך גם במקרה של טעות אנוש שלא נמנעה, אף שלא פעלה בכישרון ובשקיפה בטרם קבלת ההחלטה (סיבה 3), שני הצדדים לא ירצו להטיל אחריות על לאה.⁴²

38 נניח שלחברה מוצע מיזם במחיר של 100 מיליון ש"ח. המיזם צפוי להניב 150 מיליון ש"ח בהסתברות של 90% או 0 בהסתברות של 10%. לפי הסתברויות אלו שווי המיזם הוא 135 מיליון ש"ח (0x10%+150x90%). זוהי השקעה מצוינת כיוון שהמחיר המוצע הוא מציאה. עם זאת ברור שאם האירוע השלילי שצפוי בהסתברות של 10% יתרחש, החברה תפסיד את ההשקעה, אך עדיין מדובר בהשקעה מצוינת כשהיא נבחנת בעת קבלתה.

39 Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 30, בעמ' 567.
40 מבחינת המשפט הנוהג, מוטלת אחריות ברשלנות גם במקרים שהנוק נגרם מחוסר תשומת לב רגעית. לביקורת על כך ראו אריאל פורת נזיקין, כך א 122–128 (2013); Robert Cooter & Ariel Porat, *Lapses of Attention in Medical Malpractice and Road Accidents*, 15 THEOR. INQ. L. 329 (2014).

41 מבחינת המשפט הנוהג, הטלת אחריות ברשלנות אינה מביאה בחשבון את יכולותיו הסובייקטיביות הנמוכות של המזיק. לביקורת על כך ראו Omri Ben-Shahar & Ariel Porat, *Personalizing Negligence Law*, 91 N.Y.U.L. REV. 627, 646–656 (2016).

42 בשל מגבלותיו של הדין, דרכי פעולתו והתפתחותו, המשפט הנוהג מטיל אחריות במקרים אלו. מבחינת ראובן זו תוצאה לא יעילה, כיוון שהאחריות תגרום לעיוות תמריצי ההתנהגות של הנציג בבחירת דרכי פעולה לא יעילות רק משום שהן חשופות פחות לאחריות שכוונו. ראובן אינו כבול למגבלותיו של הדין הנוהג, והוא ירצה להימנע מהטלת אחריות במקרה זה. ראו הדין במקורות הנזכרים לעיל בה"ש 40.

האם הצדדים יהיו מעוניינים להטיל על לאה אחריות במקרה של שגיאה ניהולית הנובעת מחוסר יכולת (סיבה 4)? החלטות ניהוליות שכאלה הן בגדר "ניהול כושל", הנובע מחוסר יכולת ולא מחוסר יושרה. לאה עשתה כ"מיטב יכולתה", אך "מיטב יכולתה" אינו מספיק למורכבות ניהול החברה. הטלת אחריות לנזקים (punishment) אינה יכולה למזער שגיאות שמקורן בחוסר יכולת (טיפשות או חוסר ניסיון),⁴³ כשם שתוספת תמריץ כספי מאחוזי הרווח (reward) אינה יכולה להשיג תוצאה זו. התמודדות עם שגיאות שמקורן בחוסר יכולת מחייבת להחליף את המנהל, להכפיף את החלטותיו לאישורים נוספים או לשאת בעלויות השגיאה. למשל, הבעלים יהיה מוכן לשאת בעלות השגיאה במקרה שהמנהל חסר יכולת בתחום אחד (כספים) אך בעל יכולות נפלאות בתחום שני (שיווק), או כאשר המנהל מונה זה עתה (או קדם) לתפקיד חדש והוא מצוי בתקופת הלמידה וההיכרות עם החברה. מכל מקום, הטלת אחריות משפטית אינה התשובה לשגיאה ניהולית כתוצאה מחוסר יכולת (אם זו טיפשות ואם חוסר ניסיון).⁴⁴ בשל כך הצדדים אינם מעוניינים שבית משפט, מוכשר ככל שיהיה, יבחן את כישורי הניהול של המנהל ויטיל אחריות משפטית על שגיאות ניהוליות הנובעות מטיפשות או מחוסר ניסיון.⁴⁵ הצדדים ישמרו התמודדות עם בעיה זו לעצמם.⁴⁶ אם בסוג החברה שבחרו הצדדים קיבל הבעלים את הזכות להחליף את הנציג, הוא יוכל לעשות כן אם ירצה בכך. אם בסוג החברה שבחרו הצדדים ויתר הבעלים על זכות הפיטורין של הנציג, הוא פשוט יישא בנזקי השגיאה.

האם הצדדים ירצו להטיל אחריות משפטית בשני המקרים שהם תוצאה של היעדר יושרה (סיבה 5 וסיבה 6)? לכאורה, יש להשיב בחיוב, כיוון שהטלת אחריות משפטית תרתיע היעדר יושרה.⁴⁷ אולם אף ששני המקרים נולדו מהיעדר יושרה, יש ביניהם שוני ניכר. במקרה האחד (סיבה 5), שבו היעדר יושרה התבטא בבחירה מודעת של לאה שלא להשקיע מאמץ בעבודה, ובחירה זו גרמה להחלטה שגויה (עצלנות/רשלנות), אין קשר

43 יודגש כי בטקסט ההתייחסות היא לחוסר היכולת של הטלת אחריות משפטית לגרום לשיפור ההתנהלות העסקית בעת מילוי התפקיד כאשר הסיבה לכשלים היא חוסר יכולת. אכן, הטלת אחריות במקרה זה יכולה להרתיע את הנציג מעצם נטילת התפקיד. הרתעה זו רצויה כאשר מדובר בנציג נוכל, שבמודע יוצר מצג שווא בנוגע לכישוריו, אך היא אינה רצויה כאשר מדובר בנציג ישר. ראשית, נציגים ישרים ובעלי כישורים יחששו למלא את התפקיד בשל חשיפה לשגיאות שבעטיין הם עלולים לשאת באחריות משפטית. שנית, נציגים ישרים יכולים לשנות בתום לב בהערכת כישוריהם. שלישיית, מבחינת הבעלים זוהי לעיתים בחירה עסקית מודעת: שכר גבוה ונציג מנוסה, או שכר נמוך ונציג חסר ניסיון. רביעית, לעיתים הבעלים ממנה במודע נציג בעל כישורים גבוהים בתחום אחד למרות קיומם של כישורים נחותים בתחומים אחרים של תפקידו. חמישית, מנהלים מקודמים מתפקיד לתפקיד ותמיד ימצאו עצמם בתקופת התנסות ולמידה בהתחלה. אחריות משפטית אינה יכולה להבחין בין כל המצבים האפשריים, ולכן תשבש את ההתקשרויות בין הצדדים ואת תמריצי פעולתם. לכן, ככלל, הטלת אחריות משפטית על חוסר יכולת אינה רצויה.

44 בהנחה שהנציג לא יצר מצגי שווא במודע, ניתן להשקיף על מינוי נציג חסר יכולת גם ככשל וכאחריות של הבעלים שביצע את המינוי.

45 אחרי הכול, לבתי משפט אין מחלקת כוח אדם או מחלקת השמה שתפקידה להעריך יכולת והתאמה לתפקיד.

46 בחברות גדולות, למשל, הדירקטוריון מקיים דיונים שוטפים להערכת ביצועיו של המנהל, נעזר במומחים ויועצים ובמשך תקופה ארוכה לפני החלפת מנהל עוסק בבחירת מחליף מתאים.

47 ראו למשל אריאל פורת "ירשלנות ואינטרסים" עיוני משפט כד 285, 275 (2000).

ישיר בין טובת ההנאה שנטל הנציג לבין הנזק שנגרם לחברה. ייתכן שהנציג פינה לעצמו שעתיים של פנאי על חשבון העבודה, ולכן לא קרא בקפידה את החומר לישיבה שבה הוחלט על ביצוע ההשקעה. הנזק שנגרם לחברה הוא 100 מיליון ש"ח, ואילו התועלת לנציג היא שוויין של שעתיים של פנאי. למעשה, הנציג היה מעדיף, אילו היה אפשר, לבלות את שעות הפנאי מבלי שייגרם לחברה שום נזק.⁴⁸ בדומה לזה, החלטות לרכוש חברה אחרת רק על מנת להגדיל את החברה (להאדרת המוניטין של המנהל),⁴⁹ או רק על מנת להשיג גיוון בהשקעות (כדי למזער את סיכוני התעסוקה של המנהל),⁵⁰ או השקעה במיזם בעל רווחיות נמוכה (כיוון שהוא "חביב" על המנהל),⁵¹ גם הן מניבות לנציג טובות הנאה עקיפות ששוויין אינו מצוי ביחס ישיר לנזק שנגרם לחברה. החלטות אלו, שיש בהן נטילה של טובות הנאה עקיפות, גם הן בגדר "ניהול כושל" (זוהי קבוצת המקרים שנכללת בביטוי mismanagement). בניגוד לניהול הכושל הנובע מחוסר יכולת (סיבה 4), הניהול הכושל במקרה זה (סיבה 5) נובע מחוסר יושרה. להלן נכנה "ניהול כושל" רק את קבוצת המקרים שבהם השגיאה הניהולית נובעת מחוסר יושרה (עצלנות/רשלנות).

במקרה השני (סיבה 6), שבו היעדר יושרה התבטא בנוכחות שגרמה להחלטה "שגויה", יש יחס ישיר בין טובת ההנאה שנטל הנציג לבין הנזק שנגרם לחברה. למשל, בהינתן התקשרות מצד החברה בהסכם עם בעלה של לאה, הפסדי החברה הם רווחי הבעל של לאה (ובעקיפין של לאה). הנציג מעוניין בהתרחשות הנזק לחברה כיוון שבלעדיו לא יוכל ליטול את טובת ההנאה.⁵² במהותן, עסקאות שאינן במחירי שוק, בין הנציג (או מקורבים אליו) לבין החברה, מעבירות טובת הנאה כלכלית מהחברה (המפסידה) אל הנציג (המררויח).⁵³ אלו הן החלטות ניהוליות אשר חובלות בחברה (מלשון חבלה).⁵⁴ עסקאות ופעולות בחברה שמעבירות טובות הנאה אל הנציג (במישרין או בעקיפין, בגלוי או בסתר) ביחס ישיר לנזק שהן גורמות לחברה הן החלטות ניהוליות שאנו נכנה אותן "ניהול חובל" (זוהי קבוצת המקרים שנכללת בביטוי unfair self-dealing). להלן נבחן כיצד משפיע ההבדל בין ניהול כושל לניהול חובל על שאלת האחריות המשפטית.

- 48 במונחי דיני נזיקין, זוהי "תאונה": נהג נוסע במהירות רבה מן המותר כדי לא לאחר למשחק כדורגל ובדרך מתנגש ברכב אחר.
- 49 בעיה הידועה בתור "Managerial Empire Building". ראו למשל Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323, 323 (1986); Ole-Kristian Hope & Wayne B. Thomas, *Managerial Empire Building and Firm Disclosure*, 46 J. ACCT. RES. 591 (2008).
- 50 Jensen, לעיל ה"ש 49, בעמ' 328; Yakov Amihud & Baruch Lev, *Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy Towards Diversification?*, 20 STRAT. MGMT. J. 1063, 1066-1068 (1999).
- 51 ראו למשל Volker Laux & Brian Mittendorf, *Board Independence, Executive Pay, and the Adoption of Pet Projects*, 28 CONTEMP. ACCT. RES. 1467, 1472 (2011).
- 52 במונחי דיני נזיקין, אין זו "תאונה" אלא "גול".
- 53 גושן "ניגוד אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 28. כן ראו Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430, 430-433 (2008).
- 54 בדומה לביטוי "מכירה חובלת", המתייחס למכירת שליטה לאדם שמחבל בחברה.

1. ניהול כושל

כפי שתואר לעיל, אין הצדקה להטיל אחריות משפטית לנוזקים על הנציג בשל שגיאות ניהוליות הנובעות מהיעדר יכולת. לא זו בלבד שהטלת אחריות משפטית אינה יכולה לשפר את יכולת הנציג, אלא שלבעלים יש כלים טובים מאלו של בית המשפט להתמודד עם שגיאות ניהוליות הנובעות מחוסר יכולת. מטעם זה לא כללנו מקרים אלו בהגדרת "ניהול כושל". אך האם נדרשת הטלת אחריות משפטית בגין ניהול כושל, שאותו הגדרנו כנובע מהיעדר יושרה? גם התשובה לשאלה זו תלויה בשאלה אם בית משפט יעיל מהבעלים בהתמודדות עם ניהול כושל. או במילים אחרות, אם סיכון השגיאה של בית המשפט נמוך מסיכון השגיאה של הבעלים בהטלת אחריות על ניהול כושל. נניח תחילה שהבעלים הם משקיעים מתוחכמים והשופטים הם מומחים (עלויות היכולת של הבעלים ושל בית משפט נמוכות). נניח גם שהצדדים בחרו שבית משפט הוא שיחליט על הטלת אחריות בגין נזק שנגרם כתוצאה מניהול כושל. בפני בית משפט תגיע "השורה התחתונה": בוצעה השקעה של 100 מיליון ש"ח במיזם שלא הניב מוצר שניתן לשווקו. הקושי שיעמוד בפני בית המשפט הוא לקבוע מהי הסיבה לתוצאה זו. כיוון שהסיבה האמיתית היא ניהול כושל, יקל על לאה להוכיח כי ההחלטה לא הייתה נגועה בניגוד עניינים (בעלה לא קשור להשקעה). אך שום נציג לא יודה בפני בית המשפט כי עצלנות היא שגרמה לניהול הכושל. כל הנציגים יטענו כי הסיבה להפסד היא מזל רע, חזון עסקי שניתן להגשימו אך הם מתקשים להסבירו, או שגיאה בלתי נמנעת.

גם בהנחה שיש לבית משפט יכולת וכישורים לבחון החלטות ניהוליות, פער המידע שבין בית המשפט לבין הנציג יקשה על בית המשפט לקבוע את הסיבה האמיתית לניהול הכושל. בית משפט עלול לשגות ולהטיל אחריות במקרה הלא מתאים: (1) אם תוטל אחריות בשל מזל רע, בית משפט ירתיע מנהלים מנטילת סיכונים עסקיים רצויים; (2) אם תוטל אחריות על חזון עסקי שנכשל, בין זמנית ובין סופית, בית משפט ירתיע השקעות שעשויות להיות פורצות דרך; (3) אם בית משפט יטיל אחריות על טעות אנוש בלתי נמנעת, בית משפט יגרום להוצאות מיותרות למניעת שגיאות (הוצאות המניעה גדולות יותר משווי ההפסד הצפוי מן השגיאה); (4) אם בית משפט יטיל אחריות על שגיאה בשל חוסר יכולת וכישורים, תהיה בכך הרתעה למנהלים המבקשים להתקדם מתפקיד לתפקיד – אם כלפי מעלה לתפקיד הדורש אחריות גדולה יותר, ואם לתפקיד דומה בעל אחריות שונה – כיוון שלאורך עקומת הלמידה ותהליך צבירת הניסיון בתפקיד החדש הם יהיו חשופים לאחריות בגין שגיאות.

כמובן, פער המידע ישפיע גם על סיכון השגיאה של הבעלים בבואו לקבוע את הסיבה להפסד. אולם פער המידע הגורם לסיכון השגיאה של בית משפט שונה מפער המידע של הבעלים. בבואו לקבוע את הסיבה להפסד בית משפט מצוי בפער מידע המושפע מהכללים

55 זוהי הסיבה העיקרית שבתי משפט נותנים להצדקת כלל שיקול הדעת העסקי. ראו למשל תנ"ג (מחוזי ת"א) 13663-03-14 ניומן נ' פיננסיטק בע"מ, פס' 51 (פורסם בנוב, 24.5.2015); יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 23, 26 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

החלים על הליך משפטי. המידע המוגש לבית המשפט חייב לעמוד בדיני הראיות המחילים כללי קבילות ומשקל מחמירים ובכללי פרוצדורה דיוניים.⁵⁶ מצד אחד לכללים אלו כוח להביא מידע בפני בית משפט ולבחון את אמינותו באמצעות זימון עדים וגילוי מסמכים (כוח שאין בידי הבעלים), ומצד שני כללים אלו מגבילים מידע אחר בהגעה לבית המשפט (הגבלות שאינן חלות על הבעלים). נניח למשל שעובד המבקש לשמור על אנונימיות מוסר לעיתונאי כי שמע את המנהל מודה כי ההפסד נגרם בשל עצלנותו. אף שעובדה זו תתפרסם בעיתון, היא לא תגיע לבית המשפט, משום שהעיתונאי לא יחשוף את המקור.⁵⁷ זוהי שאלה אמפירית אם ההליך המשפטי מגדיל את כמות המידע שבפני בית המשפט ואת אמינותו או מקטין אותם לעומת המידע שעומד לרשות הבעלים. לצורך הניתוח אניח, על אף השוני בפערי המידע שהם נחלתם של בית המשפט ושל הבעלים, כי השפעת פער המידע בשני המקרים על סיכון השגיאה היא זהה. דהיינו, במקרה שהבעלים יצטרך לקבוע בעצמו את הסיבה להפסד, פער המידע שלו אל מול הנציג יגרום לבעלים לשנות בהסתברות זהה לזו שבה ישגה בית המשפט בהערכת הסיבה להפסד.

אולם פער המידע אינו הגורם היחיד המשפיע על סיכון השגיאה של בית המשפט לעומת הבעלים. סוג התרופה שבה מבקשים להשתמש משפיע גם הוא על סיכון השגיאה. לרשות בית משפט עומדת בעיקר התרופה של הטלת אחריות משפטית בגין קרות נזק. זוהי תרופה שמעצם טיבה היא תרופה בינארית (אחראי או לא אחראי) בלתי הפיכה (מעשה בית דין), שתגרום לכל תוצאות הלוואי במקרה של שגיאה.⁵⁸ מנגד, לרשות הבעלים עומד מכלול גדול יותר של תרופות אפשריות, שמעצם טיבן מצמצמות את הסיכון לשגיאה ותוצאות הלוואי שלה. התרופה הטובה ביותר להתמודדות עם ניהול כושל של הנציג היא שיפור מנגנוני התמרוץ והפיקוח.⁵⁹ כך למשל לאה תימנע מיציאה לבילוי שעתיים של פנאי, שעלויות לגרום לחברה נזק של 100 מיליון ש"ח, גם כאשר היא מחזיקה רק 10% מן המניות (כיוון שחלקה בנזק יהיה 10 מיליון ש"ח). בשל העובדה שהנטילה במקרה של ניהול כושל היא עקיפה, גם תמריץ קטן יכול לגרום לחוסר כדאיות של הנטילה. כמו כן נוסף על חבילת תגמול הכוללת שכר תלוי ביצועים ובנוסחים על הישגים, חברות המעוניינות למנוע ממנהלים לסכל פעולה מסוימת (למשל סיכול הצעות רכש כדי לשמור על מקום עבודתם) מעניקות למנהליהן תמריץ מיוחד לביצוע אותה פעולה (למשל פיצויי פרישה

56 ALEX STEIN, FOUNDATION OF EVIDENCE LAW (2005) (פרק VII).

57 ככלל, החיסיון העיתונאי הוא יציר הפסיקה, והוא מאפשר לעיתונאי לסרב להשיב לשאלה או למסור ראייה שברשותו אם יש בכך כדי לחשוף את מקור המידע. להרחבה ראו ב"ש 298/86 ציטרין נ' בית הדין המשמעתי של לשכת עורכי הדין במחוז תל-אביב, פ"ד מא(2) 337 (1987); רע"פ 761/12 מדינת ישראל נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ (פורסם בנבו, 29.11.2012).

58 בקשה לצו מניעה נגד פעולה הנטענת להיות ניהול כושל יוצרת סיכון לשגיאה שהוא קטן מזה שיוצרת הטלת אחריות משפטית בגין נזק. מטעם זה הפטור מאחריות הניתן לנציג הוא פטור מאחריות לפיצוי בגין נזק, ואין הוא כולל פטור מצו מניעה.

59 ראו למשל Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 310-308; Steven Shavell, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, 10 BELL J. ECON. 55 (1979).

נדיבים במקרה של רכישת החברה⁶⁰). תרופה נוספת העומדת לרשות הבעלים היא היכולת לתמחר את נזקי הניהול הכושל ולשקף אותם בתגמול של הנציג.⁶¹ חשוב לזכור שבעלים טיפוסי מחזיק בתיק השקעות מגוון שנועד לצמצם את הסיכונים הכרוכים בהשקעה בחברה אחת.⁶² מכיוון שחלק מההחלטות שהן בגדר ניהול כושל מסתיימות ברווח (בזכות מזל טוב), הבעלים מתמחר את הנזק הממוצע של ניהול כושל, שהוא נמוך מהנזקים שבגינם מתבקשת הטלת אחריות בבית המשפט (אליו מגיעים רק המקרים המסתיימים בהפסד).

לבסוף, לבעלים שבידיו זכויות שליטה מתאימות עומדת גם התרופה של החלפת הנציג במקרים שבהם מתברר כי רמת יושרתו של הנציג נמוכה במיוחד. אף שהחלפת הנציג היא תרופה העלולה לייצר את כל תוצאות הלוואי שנזכרו לעיל במקרה של שגיאה, יש שוני ניכר בינה לבין הטלת אחריות משפטית. בית משפט המתבקש להטיל אחריות משפטית לנזק חייב לקבל החלטה במקרה מסוים על בסיס מידע הנוגע להחלטה המסוימת בלבד (במרבית המקרים מידע על החלטות עבר מוצלחות אינו רלוונטי), ואילו הבעלים אינו חייב להפעיל את זכות הפיטורין בכל מקרה של נזק. הבעלים יכול להתבונן לאורך זמן בהתנהלות הנציג (החלטות ניהוליות לפני הארוע שגרם להפסד ואחריו), לצמצם את פער המידע ולגבש את החלטתו לפטר את הנציג על בסיס כמה מקרים.⁶³ נוסף על זה, בניגוד לבית משפט שהחלטתו סופית, הבעלים יכול לשנות את דעתו אם הגיע למסקנה כי שגה ולשכור מחדש את שירותיו של הנציג שפיטר.⁶⁴ בתמצית, בחינת קיומה של נוכלות יכולה להיעשות על בסיס אירוע נקודתי, ואילו בחינת יכולת ניהול מחייבת קבלת מידע על פני פרק זמן. הגמישות בשיקול הדעת באשר לאופן הפעלת זכות הפיטורין מאפשרת לבעלים למזער את סיכוני השגיאה לעומת סיכון השגיאה בהטלת אחריות משפטית על ידי בית משפט.

(א) חלופות להתערבות שיפוטית

הבחירה בין בית משפט לבין הבעלים על מנת להתמודד עם ניהול כושל מחייבת להתייחס לעלויות היחסיות שלהם, שכן העברת ההתמודדות עם בעיית הניהול הכושל לידי בית המשפט מחליפה חלק מעלויות היכולת של הבעלים בעלויות היכולת של בית משפט. מן

60 Eliezer M. Fich, Anh L. Tran & Ralph A. Walkling, *On the Importance of Golden Parachutes*, 48 JFQA 1717, 1721–1723 (2013).

61 ראו למשל Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 6, בעמ' 314–317.

62 להרחבה בעניין תיקי השקעות והחשיבות שבגיונם ראו למשל Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77 (1952); John Lintner, *Security Prices, Risk, and Maximal Gains From Diversification*, 20 J. FIN. 587, 590–597 (1965); William N. Goetzmann & Alok Kumar, *Equity Portfolio Diversification*, 12 REV. FIN. 433 (2008).

63 קיומו של קשר ארוך טווח בין בעלים לנציג מאפשר לבעלים תצפיות רבות יותר ובקרה טובה יותר על הנציג. ראו Roy Radner, *Monitoring Cooperative Agreements in a Repeated Principle-Agent Relationship*, 49 ECONOMETRICA 1127 (1981); Joseph E. Stiglitz, *Principal and Agent*, in THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 966, 970–971 (John Eatwell, Murray Milgate & Peter Newman eds., 1987).

64 ראו דוגמת פיטוריו ושכירתו מחדש של סטיב ג'ובס מחברת אפל: WALTER ISAACSON, STEVE JOBS 186–206 (2011); Randal Lane, *John Sculley Just Gave His Most Detailed Account Ever of How Steve Jobs Got Fired from Apple*, FORBES (Sep. 9, 2013), <https://goo.gl/iBVeFu>

הניתוח לעיל עולה שכאשר השופטים הם בעלי מומחיות גדולה (עלויות יכולת נמוכות), אך גם הבעלים הם משקיעים מתוחכמים (עלויות יכולת נמוכות), מוטב להשאיר את ההתמודדות עם ניהול כושל בידי הבעלים, כיוון שבידיהם מגוון גדול יותר של תרופות החשופות פחות לסיכון השגיאה. הדברים נכונים, מקל וחומר, כאשר עלויות היכולת של הבעלים נמוכות (משקיעים מתוחכמים), אך עלויות היכולת של בית משפט גבוהות (שופטים ללא כישורים והבנה בבחינת החלטות ניהוליות). במקרה זה סיכון השגיאה של בית משפט כשלעצמו גבוה מסיכון השגיאה של הבעלים, ולכן הצדדים לא ירצו שבית משפט הוא שיטיל אחריות על ניהול כושל גם כשמקורו בהיעדר יושרה מצד הנציג.

אך מה עדיף כאשר עלויות היכולת והיושרה של הבעלים הן גבוהות? האם במקרה זה בית משפט בעל עלויות יכולת נמוכות (שופטים מומחים) עדיף? נניח שבעלי המניות הם משקיעים לא מתוחכמים ברמת פיזור גדולה עם עלויות יושרה ויכולת גבוהות. נניח גם שלא המנהלת את החברה ניהלה ניהול כושל. לבסוף נניח שהפיקוח על ניהול כושל הוטל על בעלי המניות. האם תהא הרתעה טובה של ניהול כושל? כפי שנראה להלן, גם במקרה זה, שבו עלויות הבעלים גבוהות, מוטב להותיר את ההתמודדות עם ניהול כושל בידי הבעלים, בשל קיומם של מנגנוני שוק המפחיתים את עלויות היכולת והיושרה של הבעלים. נפתח בשוק ההון.

שוק ההון. בשוק שבו המשקיעים אינם מתוחכמים ואינם מיוודעים מחיר המניה לא ישקף את שווי החברה, לטוב ולרע. לפיכך עלויותיו של ניהול כושל לא ימצאו ביטוי במחיר המניה. אולם תוצאה זו היא זמנית, כיוון שעיוות בתמחור יוצר הזדמנות לרווח. משקיעים מתוחכמים ומיוודעים יסחרו במניה עם המשקיעים הלא מתוחכמים, יתקנו את העיוות במחיר וירוויחו מכך (אם המחיר נמוך מדי הם יקנו, ואם המחיר גבוה מדי הם ימכרו).⁶⁵ יודגש כי כאשר המניות נסחרות בבורסה, אין צורך שכל הבעלים/המשקיעים יהיו מתוחכמים או אפילו מיוודעים כדי שמחיר המניה ישקף את הניהול הכושל. די בכך שחלק קטן מן המשקיעים הם מתוחכמים ומיוודעים כדי שמחיר המניה ישקף את תוצאות הניהול הכושל.⁶⁶ כיוון שלא יכלו לצפות שמשקיעים מתוחכמים יסחרו במניה ויתמחרו את ניהולה הכושל, היא גם יכולה לצפות שהתמחרו עלול להשפיע על שווי חבילת השכר שלה, על אופציות ובונוסים, ולכן היא תירתע מלנהל ניהול כושל. במקרה שבו ההשפעה של תמחרו הניהול הכושל לא תייצר הרתעה מספקת, מנגנוני שוק אחרים ייכנסו לפעולה. נמשיך בשוק השליטה.

שוק השליטה ובעלי מניות פעילים. כאשר שווי החברה יורד בשל ניהול כושל, משתלט חיצוני יכול להציע הצעת רכש לרכישת שליטה בחברה, שבעקבותיה יחליף את ההנהלה וירוויח משיפור הניהול. החשש מהשתלטות עוינת ירתיע את לאה מראש, או שהיא אכן תוחלף לאחר השתלטות.⁶⁷ שוק נוסף שיכול להרתיע מפני ניהול כושל הוא שוק בעלי

Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 *Duke L.J.* 711, 723 (2006).

66 שם, בעמ' 728-730.

67 ראו למשל Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *HARV. L. REV.* 1161, 1173-1174 (1981);

המניות הפעילים (אקטיביסטים), שהם בדרך כלל קרנות גידור אקטיביסטיות.⁶⁸ חלק מפעילותן של קרנות הגידור מבוסס על רכישת נתח ניכר ממניות החברה, ולאחר מכן ניהול מסע נגד ההנהלה ושכנוע בעלי המניות האחרים לתמוך בעמדת קרן הגידור.⁶⁹ מסע מוצלח יכול להוביל לשינוי תוכניות ניהוליות, מכירת החברה, החלפת דירקטורים ואף החלפת ההנהלה.⁷⁰ טוב, החשש מבעלי מניות פעילים ירתיע את לאה, או שהיא אכן תחווה פעולות מעין אלה.

שוק המוצרים ומוניטין. יש מנגנונים נוספים הפועלים לצמצום ניהול כושל שלא דרך שימוש בזכויות הבעלים. המנגנון החשוב ביותר הוא שוק המוצרים.⁷¹ ניהול כושל תוצאתו מוצרים גרועים במחיר יקר. בשוק תחרותי חברות כושלות נפלטות מן השוק, ומנהלים אינם יכולים להרשות לעצמם ניהול כושל אם הם חפצים לשמור על מעמדם. לעומת זאת בשווקים תחרותיים פחות או מונופוליסטיים, הרווחים העודפים על חשבון הצרכנים מאפשרים למנהלים נטילת טובות הנאה מבלי להסתכן בכישלון החברה. השפעת התחרות על בעיית הנציג של המנהלים היא חשובה, אך עניינה בדיני הגבלים עסקיים, דיני מכסים ורישיונות יבוא, ולכן לא נרחיב על כך. אנו נסתפק בציון העובדה ששוק המוצרים מייצר הרתעה מפני ניהול כושל בקשר ישיר למידת התחרותיות בשוק הרלוונטי.

נוסף על שוק המוצרים, חשיפתו של ניהול כושל יוצרת פגיעה במוניטין של המנהל ופוגמת בשוויון בשוק העבודה. המנהל חייב לשקול, אם נטילת טובת הנאה על דרך של ניהול כושל אינה חושפת אותו לסיכון להפסד גדול יותר במונחי מוניטין בשוק העבודה. המנהל ישקלל את סיכון החשיפה והפגיעה שתיגרם למוניטין אל מול טובת ההנאה שייקח לעצמו. ככל שטובת ההנאה שהנציג נוטל גדולה יותר, הסיכון לחשיפה ולפגיעה במוניטין גדול יותר. לכן גם שוק העבודה והמוניטין של המנהל יש בהם כדי להרתיע ניהול כושל שמקורו בהיעדר יושרה.⁷²

Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Value Maximization and the Acquisition Process*, 2 J. ECON. PERSP. 7, 11–12 (1988).

Brian Cheffins & John Armour, *The Past, Present and Future of Shareholders Activism by Hedge Funds*, 37 J. CORP. L. 51, 56–61 (2011); John C. Coffee Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 1 ANNALS CORP. GOV. 1 (2016).

Bernard S. Sharfman, *Activist Hedge Funds in* ; בעמ' 897–898, Gilson & Gordon, *Lecil ה"ש 37, בעמ' 826–827*, 2015 COLUM. BUS. L. REV. 813, 826–827.

שם ; Coffee & Palia, *Lecil ה"ש 68, בעמ' 15*.
Oliver D. Hart, *The Market Mechanism as an Incentive Scheme*, 14 BELL J. ECON. 366 (1983);
Rachel Griffith, *Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis* 3–5 (IFS Working Papers W01/12, 2001), <https://goo.gl/oTjbXm>; Klaus M. Schmidt, *Managerial Incentives and Product Market Competition*, 64 REV. ECON. STUD. 191, 201 (1997).

Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. POL. ECON. 288, 298–303 (1980).

מן האמור לעיל עולה כי גם כאשר עלויות היכולת של הבעלים גבוהות (משקיעים לא מתוחכמים) מעלויות היכולת של בית משפט (שופטים מומחים), בכל זאת מוטב להשאיר את ההתמודדות עם ניהול כושל בידי הבעלים, בשל קיומם של מנגנוני שוק הפועלים למזעורו של ניהול כושל. דהיינו, מנגנוני השוק יבטיחו כי הנזק הצפוי מניהול כושל יהיה קטן מן הנזק הצפוי מהטלה שגויה של אחריות משפטית. כאשר עלויות היכולת של בית משפט גבוהות (שופטים חסרי התמחות) משל הבעלים, מובן שיש להשאיר את ההתמודדות עם ניהול כושל בידי הבעלים, כיוון שסיכון השגיאה של בית המשפט גבוה מסיכון השגיאה של הבעלים. הניתוח שנעשה עד עתה התייחס לחברות בבעלות מרוכזת או לחברות בבעלות מפוזרת. האם המסקנה בדבר שלילת הטלתה של אחריות משפטית בשל ניהול כושל נכונה גם לחברות בעלות שני סוגי מניות?⁷³

הערה לעניין חברות בבעלות מרוכזת. מנגנוני השוק שהזכרנו לעיל מרתיעים ניהול כושל – גם כאשר בעלי המניות אינם מתוחכמים – בחברות בבעלות מפוזרת. אולם מנגנונים אלו אינם יעילים בחברות בבעלות מרוכזת. שוק השליטה אינו יכול לפעול את פעולתו כאשר לאה מחזיקה 60% מן המניות.⁷⁴ גם קרנות הגידור מוגבלות בכוחן כאשר כלל בעלי המניות מן הציבור הם המיעוט.⁷⁵ בשל העובדה שחברות בבעלות מרוכזת אינן חשופות להשתלטות עוינת ולמהלכים של בעלי מניות פעילים, הן נתפסות, בטעות, כמעודדות ניהול כושל. ולא היא. למעשה, חברות בבעלות מרוכזת הן פתרון חלופי לעלויות היכולת של בעלי המניות. כאשר הנציג (בעל השליטה) מחזיק בכמות גדולה מאוד של מניות עם זכויות בהון, יש לו תמריץ גדול להימנע מניהול כושל. כאמור, בניהול כושל אין קשר ישיר בין טובת ההנאה שנוטל הנציג לנזק שנגרם לחברה. על כן נדירים יהיו המקרים שבהם טובת ההנאה העקיפה לבעל השליטה תהיה רבה מן הנזק הישיר שייגרם לבלוק השליטה כתוצאה מניהול כושל. כאשר לאה מחזיקה 60% מן המניות, נטילת שתיים פנאי עלולה לגרום לה לנזק של 60 מיליון ש"ח (חלקה מתוך ה-100 מיליון ש"ח נזק לחברה). אלו הן שתיים של פנאי יקרות מדי, בלשון המעטה.⁷⁶ אין להסיק מכך שמנהלים שבעל השליטה ממנה חסינים מפני התרשלות, אלא שלבעל השליטה יש תמריץ גדול מכל בעל מניות אחר לפעול לכך שמנהליו לא יתרשלו (תמרוץ ופיקוח). יודגש שהוויתור של בעלי מניות המיעוט על זכותם להתערב בניהול או על האפשרות לפטר את בעל השליטה (בכובעו כנציג) באה כנגד השקעה גדולה בהון מצד בעל השליטה שממזערת את בעיית הניהול

73 בדומה למבנה החזקה בחברות בעלות שני סוגי מניות, מבנה החזקות פירמידלי יוצר הפרדה בין זכויות ההון לבין זכויות השליטה. להרחבה ראו אסף חמדני ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים 26–25 (2009).

74 חנס "הצורך בהגנות", לעיל ה"ש 36, בעמ' 821–820 Zohar Goshen, *Controlling Corporate Agency Costs: A United States-Israeli Comparative View*, 6 CARDOZO J. INT'L & COMP. L. 99, 111–112 (1998) (להלן: Goshen, *Agency Costs*).

75 Kobi Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 2016 COLUM. BUS. L. REV. 60, 116, n. 54 (2016).

76 אכן, מנהלים שכירים ודירקטורים יכולים להיות רשלנים, אך לבעל השליטה יש תמריץ להתמודד עם רשלנותם.

הכושל (ללא צורך בשוק השליטה או בעלי מניות פעילים).⁷⁷ אכן, כפי שנראה בהמשך, בעלות מרוכזת אומנם פותרת את בעיית הניהול הכושל, אך היא מחריפה את בעיית הניהול החובל.

הערה לעניין חברות עם שני סוגי מניות. בחברה בעלת שני סוגי מניות, כאמור, בעלי מניות המיעוט ויתרו על האפשרות להתערב בניהול (באמצעות קרנות גידור למשל) או להחליף את הנציג (באמצעות שוק השליטה). הם גם ויתרו על הדרישה שהנציג ישקיע סכום נכבד בהון החברה שיבטיח מזעור מקרים של ניהול כושל. האם משמעות הוויתורים על זכויות שליטה היא שהצדדים מעוניינים בהטלת אחריות משפטית בגין ניהול כושל? התשובה היא שלילית. ראשית, גם ללא התערבות כלשהי, של הבעלים או של בית המשפט, קיימות מגבלות מובנות כנגד ניהול כושל מצד שוק המוצרים ושוק העבודה. שנית, אף שבחברות בעלות שני סוגי מניות הנציג (בעל השליטה) מחזיק זכויות הון מעטות יחסית לבעלי שליטה בחברות בבעלות מרוכזת, בכל זאת מדובר בהחזקה ניכרת יחסית להחזקות ההון של הנציג (המנהלים) בחברה בבעלות מפורזת, המתמרצת נגד ניהול כושל.⁷⁸ שלישיית, וזה העיקר, מהותה של ההתקשרות בחברה בעלת שני סוגי מניות היא שלילת הזכות של הבעלים להתערב בניהולו (גם ניהול כושל) של הנציג. בעלי המניות בוחרים במבנה שמצמצם את עלויות הבעלים (יושרה ויכולת) אך מגדיל את עלויות הנציג (יושרה ויכולת). זוהי מהותו של התמהיל שהצדדים בחרו בהתקשרות במסגרת חברה בעלת שני סוגי מניות. יש טעמים רבים לכך שהצדדים ימצאו מבנה זה יעיל. טעם אחד הוא הרצון לאפשר לבעל השליטה לבצע השקעות מורכבות או ארוכות טווח. השקעות שכאלה קשה לעיתים להסביר לציבור המשקיעים, והן יוצרות חשש שתמחור שגוי של השוק יחשוף את ההנהלה להתערבות של בעלי מניות פעילים נגד התוכנית העסקית או אף להחלפה שגויה של ההנהלה.⁷⁹ חברה בעלת שני סוגי מניות מפיגה חששות שכאלה. חברות טכנולוגיה למשל, שבהן פער המידע גדול והסיכון לחילוקי דעות עם בעלי המניות מהציבור גדול, בוחרות במבנה בעלות עם שני סוגי מניות (גוגל, פייסבוק, לינקדאין ואחרות).⁸⁰ מאותו טעם בדיוק שהצדדים מבקשים לשלול את התערבות בעלי המניות, הם מבקשים לשלול את התערבות בית המשפט. הצדדים שוללים את התערבות בעלי המניות בניהול גם כאשר בעלי המניות הם מתוחכמים,⁸¹ כדי לצמצם את סיכוני השגיאה בהתערבות בניהול. שהרי, כאמור,

77 ניתוח זה מעלה מיד שאלה בנוגע לחברות בעלות שני סוגי מניות, שבהן לבעל השליטה אין השקעה גדולה בהון ואין חשיפה לשוק השליטה, שאלה נתייחס בהמשך.

78 Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 30, בעמ' 582.

79 שם, בעמ' 589.

80 שם, בעמ' 590.

81 ראו Scott B. Smarta & Chad J. Zutter, *Control As A Motivation For Underpricing: A Comparison of Dual and Single-Class IPOs*, 69 J. FIN. ECON. 85, 90–92 (2003); מנגד, יש הטוענים כי בעלי מניות מתוחכמים נוטים להשקיע יותר בחברות בעלות סוג אחד של מניות המקנה להם יכולת הצבעה. ראו Kai Li, Hernán Ortiz-Molina & Xinlei Zhao, *Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence From Dual-Class Firms*, 37 FIN. MGMT. 713, 725–726 (2008); Tian Wen, *You Can't Sell Your Firm and Own it Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges*, 162 U. PA. L. REV. 1495, 1503–1504 (2014).

גם מהלך להגשמת חזון עסקי פורץ דרך עלול להיתפס, בטעות, כניהול כושל. כשם שהבעלים חשופים לשגיאות שכאלה, כך גם בית משפט, מומחה ככל שיהיה, חשוף אליהן. אכן, ככלל, פיקוח שיפוטי על ניהול כושל חשוף לסיכון של הטלת אחריות משפטית שגויה אף יותר. מבנה שליטה בעל שני סוגי מניות נועד אפוא לשלול הן את התערבות הבעלים והן את התערבות בית המשפט בניהול כושל.

(ב) אחריות משפטית בשל ניהול כושל (ושלילתה)

המסקנה מן הניתוח לעיל היא שהצדדים אינם מעוניינים כלל בהטלת אחריות משפטית על ניהול כושל בין שנבע מהיעדר יכולת ובין שנבע מהיעדר יושרה. כאמור, במקרים של היעדר יכולת לא תועיל הטלת אחריות משפטית לשיפור יכולותיו של הנציג. במקרים של היעדר יושרה בית משפט חשוף לסיכון של הטלת אחריות משפטית שגויה (וסיכון זה עולה ככל שמומחיות השופטים יורדת), בשל פער מידע בינו לנציג ובשל טיבה הנקודתי והבלתי הפיך של האחריות המשפטית. אומנם גם הבעלים חשוף לסיכון של הטלת אחריות שגויה במקרה של החלפת הנציג (וגם סיכון זה עולה ככל שעלויות היכולת של הבעלים עולות), אך סיכון זה קטן יותר. בניגוד לבית משפט, הבעלים אינו חייב לקבל החלטה בתגובה למקרה מסוים. הבעלים יכול להביא בחשבון מידע על ההתנהגות בעבר ואף להמתין עם החלטתו עד לקבלת מידע טוב יותר על יושרת הנציג לפני קבלת ההחלטה. באותו הקשר, בשונה מבית המשפט, גם לאחר שהבעלים קיבל החלטה, הוא רשאי לשנותה אם נוכח שהחלטתו בטעות יסודה. והעיקר, לבעלים יש מגוון גדול של סעדים יעילים יותר וחשופים פחות לסיכונים שגיאה, דוגמת תמרון ופיקוח. גם כאשר עלויות היכולת של הבעלים גבוהות, יש מנגנונים הממזערים את עלויות היכולת של הבעלים בכל הקשור לניהול כושל: התמחור בשוק הון, שוק השליטה, בעלי מניות פעילים והבעלות המרוכזת. יתר על כן, מול סיכונים השגיאה בהטלת אחריות על הנציג, בין משפטית ובין פיטורין, עומדת העובדה שבעיית הניהול הכושל לכתחילה מוגבלת על ידי שוק המוצרים ושוק העבודה (מוניטין). המשמעות היא שלעומת הנזק הצפוי מניהול כושל שהוא הוא קטן, הנזק הצפוי משגיאה בשל הטלת אחריות משפטית כדי למונעו הוא גדול.

היות שסיכון השגיאה של בית משפט גדול מסיכון השגיאה של הבעלים, הצדדים אינם מעוניינים בהטלת אחריות משפטית. מסקנה זו תקפה גם כאשר השופטים הם בעלי מומחיות רבה משל הבעלים. בהתחשב בכך שבמציאות הקיימת חלק ניכר מבעלי המניות הם משקיעים מתוחכמים⁸² מחד, וגם שופטים מומחים אינם בקיאים מאוד בבחינת החלטות ניהוליות מאידך, מסקנה זו מקבלת משנה תוקף.⁸³

82 נכון לשנת 2011, משקיעים מוסדיים בארצות הברית החזיקו ביותר מ-70% מההון המונפק והנפרע של אלף החברות הציבוריות הגדולות ביותר בארצות הברית, וראו Gilson & Gordon, לעיל ה"ש 37, בעמ' 865.

83 ניתוח עלויות היושרה היחסיות של ההליך המשפטי (בעלי המניות התובעים ועורכי דינם) ושל הבעלים מוביל לאותה תוצאה. מטעמי חיסכון במקום ניתוח זה יבוצע רק באשר לניהול חובל. למה אפוא המשפט מקבל את הביקורת השיפוטית על החלטות של בעלי מקצוע אחרים ללא סייג, למשל רופאים? שופטים אינם בקיאים ברפואה, וגם כאן להחלטות שגויות שלהם עלול להיות מחיר חברתי גבוה. הסיבה העיקרית היא שבמערכת יחסים שבין חולה לרופא אין תחליפיות עם זכויות שליטה ואין מנגנוני ביניים

כלל שיקול הדעת העסקי. כדי להשיג את התוצאה של שלילת אחריות משפטית פותח כלל שיקול הדעת העסקי (business judgment rule).⁸⁴ הכלל קובע כי במקרה של קבלת החלטה (להבדיל ממחדל) מיודעת, בתום לב וללא ניגוד עניינים, בית משפט לא יתערב. מבין ארבע הדרישות לתחולתו של הכלל, היעדרן של שתיים – חוסר תום לב (סובייקטיבי) וקיומם של ניגודי עניינים – יוציאו את ההחלטה מתחום הניהול הכושל ויעבירו אותה לתחום הניהול החובל,⁸⁵ שבו נעסוק בהמשך. היעדרן של שתי הדרישות האחרות – מחדל והחלטה לא מיודעת – יותירו את ההחלטה בתחום הניהול הכושל. תביעה שעילתה תקיפת החלטה שהיא בגדר ניהול כושל נדחית על הסף בשל היעדר עילה (ולא יתקיים שום בירור עובדתי בנוגע לתקינות ההחלטה) אלא אם התובע יכול להראות שההחלטה שהתקבלה עולה כדי חוסר רציונליות. מבחן חוסר הרציונליות מתייחס להחלטות כה קיצוניות, עד שאי אפשר לתת להן שום הסבר. לא די להראות החלטה "מטופשת מאוד" או "בלתי סבירה מאוד", אלא יש להראות החלטה "משוגעת".⁸⁶ זהו נטל שנדיר ביותר שתובעים עומדים בו.⁸⁷ כלל שיקול הדעת העסקי יחול במקרה של ניהול כושל הנובע מהיעדר יכולת או מהיעדר יושרה (עצלנות). משמעותו המעשית של הכלל היא שבמקרים שבהם נטען קיומו של ניהול כושל, בית משפט לא יתערב ולא תוטל אחריות משפטית. באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי בית משפט מנע מבחינת ההחלטה לגופה ומשאיר את ההתמודדות עם ניהול כושל לבעלי המניות ולכוחות השוק.⁸⁸ גם כאשר כלל שיקול הדעת העסקי לא חל, משום שמדובר במחדל או בהחלטה לא מיודעת, בתי משפט צמצמו את האחריות במקרים אלו בדרישה להוכחת רשלנות חמורה.⁸⁹ באמצעות הדרישה לקיומה של החלטה מיודעת בית

דוגמת תמרוץ ופיקוח שוטפים. סיבה נוספת לכך ניתן לראות אצל חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי", לעיל ה"ש 11, בעמ' 336: "...יש לזכור כי בעלי-מקצוע אחרים פועלים לרוב על-פי הוראות מקצועיות מסודרות. רופא שטוענים נגדו כי התרשל יכול להסתמך על פרקטיקות מקובלות ומעוגנות. לעומת זאת, מדירקטור, כאחראי לניהול עסקים, אין לצפות שינהג בשמרנות או שיפעל לפי קודים ספציפיים (להוציא אותן דרישות בסיסיות הנדרשות על-ידי כלל שיקול-הדעת העסקי עצמו). החלטות הדירקטור אמורות להיות לעיתים נועזות ומקוריות, והסביבה העסקית רצופה סיכונים שראוי להתמודד עימם ולעיתים גם לשאת בהם".

84 ראו לעיל ה"ש 11.

85 הכוונה היא לחוסר תום לב במשמעות של רצון סובייקטיבי לפגוע בחברה מבלי שקיים ניגוד עניינים מסוים. חוסר תום לב במשמעות של התעלמות מודעת מחובות התפקיד, שיידון בהמשך הטקסט, יתיר את האירוע בתחומי חובת הזהירות והניהול הכושל.

86 ראו: Aronson v. Lewis, 473 A.2d Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971); Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000); Cede & Co. v. Technicolor, 805, 815 (Del. 1984); Inc., 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993); Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 636 A.2d 956 (Del. 1994).

87 Mary Siegel, *The Problems and Promise of "Enhanced Business Judgment"*, 17 U. PA. J. BUS. L. 47, 50 n. 12 (2014).

88 שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות מלאה" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 141, 144 (אהרן ברק, יצחק זמיר ורוד ליבאי עורכים, 2015).

89 כך, בהקשר של מחדל בפיקוח על עובדים בהקשר של הפרת חוק, ראו את קביעת בית המשפט: *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959, 971 (Del. Ch. 1996) "...only a sustained

המשפט מצמצם את התערבותו בפיקוח על ניהול כושל למקרים של מחדל (להבדיל מהחלטה מודעת להימנע מפעולה) או של תהליך קבלת החלטה פגום, המגיעים לכדי רשלנות חמורה.

מבחינת הצדדים, האופן שבו בית משפט מצמצם את התערבותו (ואת סיכוני השגיאה) אינו מספק, כיוון שהטלת אחריות משפטית על ניהול כושל אינה רצויה כלל (גם במחדל רשלני וגם בתהליך רשלני). אכן, בית משפט מכיר בכך שעלויות היכולת שלו בבחינת תהליך קבלת החלטה הן נמוכות מעלויות היכולת בבחינת תוכן ההחלטה. לכן בית משפט מצמצם את סיכוני השגיאה בהחלטתו בהתמקדותו בתהליך קבלת החלטה ולא בתוכן ההחלטה ובדרישה שהרשלנות בתהליך קבלת החלטה (או המחדל) תהיה חמורה.⁹⁰ אולם תשובה על החלטות ניהוליות אינה מושאת בשל כך שהיא ממושטרת לתוך תהליך טכני מסודר ומתועד בפרוטוקולים. תהליך קבלת החלטה מסודר ומתועד ימנע חלק מן העסקאות הגרועות, אך גם חלק מן העסקאות הטובות. שכן, יש עסקאות טובות הנעשות ללא תהליך מסודר, על מנת לאחוז בהזדמנות עסקית בטרם תחלוף, או בהסתמכות על חושים עסקיים של בעלי שליטה או מנהלים. הנקודה החשובה היא שבחירת תהליך קבלת החלטה כמדד להתערבות שיפוטית עדיין מותרת סיכוני שגיאה ניכרים בהטלת אחריות משפטית. מכיוון שתהליך קבלת החלטה והמידע המשמש לקבלת החלטה הם עצמם חלק משיקול הדעת

or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability. Such a test of liability – lack of good faith as evidenced by sustained or systematic failure of a director to exercise reasonable oversight – is quite high”

In re בדומה לזה, בהקשר של מחדל בפיקוח בקשר לחשיפה לסיכון עסקי, ראו את קביעת בית המשפט: “...a plaintiff :Citigroup Inc. S’holder Derivative Litig., 964 A.2d 106, 125 (Del. Ch., 2009) can show that the director defendants will be liable if their acts or omissions constitute *bad faith*. A plaintiff can show bad faith conduct by... [showing] that a director *consciously* disregarded an obligation to be reasonably informed about the business and its risks or *consciously* disregarded the duty to monitor and oversee the business. The Delaware Supreme Court made clear in *Stone* that directors of Delaware corporations have certain responsibilities to implement and monitor a system of oversight; however, this obligation does not eviscerate the core protections of the business judgement rule... Accordingly, *the burden required for a plaintiff to rebut the presumption of the business judgement rule by showing gross negligence is a difficult one, and the burden to show bad faith is even higher. Additionally as...noted in Caremark, director liability based on the duty of oversight ‘is possibly the most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff might hope to win a judgement’... place an extremely high burden on a plaintiff to state a claim for personal director liability for a failure to see the extent of a company’s business risk” (ההדגשות הוספו – ז”ג).*

90 באשר להתמקדות מצד בתי המשפט בתהליך קבלת החלטה ולא בתוכנה ראו למשל עניין *Caremark*, לעיל ה”ש 89, בעמ’ 967–968; *Kahn v. M & F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 645 (Del. 2014); עניין *ניומן*, לעיל ה”ש 55, פס’ 50. באשר לקביעה כי לשם הטלת אחריות הרשלנות בתהליך קבלת החלטה צריכה להיות חמורה ראו למשל עניין *Aronson*, לעיל ה”ש 86, בעמ’ 812; *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985); *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009); *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 259, 264 (Del. 2000).

העסקי,⁹¹ סיכוני השגיאה של בית המשפט מחליפים אכסניה מבחינת תוכן ההחלטה לבחינת תהליך קבלת ההחלטה. בעקבות זאת הדרישה לתהליך קבלת החלטה מסודר תותר סיכון רב להטלת אחריות שגויה על הנציג. מטעם זה בית המשפט בדלוואר דורש רשלנות חמורה לצורך הטלת אחריות משפטית על תהליך פגום או מחדל.⁹²

בתי משפט נמנעים משלילת אחריות גורפת בשל ניהול כושל, בין השאר כיוון שהם רואים עצמם כבוליים בהוראות הדין באופן שבו הם רשאים לצמצם את התערבותם. בישראל למשל חוק החברות מנסח את חובת הזהירות במונחים של הטלת אחריות על תהליך קבלת החלטה רשלני, שלכאורה מחייב בחינה שיפוטית של החלטות ניהוליות.⁹³ אולם בעלי המניות, שכאמור מעוניינים לשלול אחריות משפטית בשל ניהול כושל, מגבילים את התערבות בית המשפט באמצעות אימוץ הוראות תקנוניות המעניקות פטור מאחריות משפטית לנציג. כמעט כל החברות הציבוריות הרשומות בדלוואר כוללות סעיף פטור בתזכיריהן, ואף בישראל מספרן של החברות הציבוריות הכוללות סעיף פטור בתקנוניהן הולך וגדל.⁹⁴ הוראת פטור טיפוסית שוללת הטלת אחריות משפטית גם כאשר ההחלטה התקבלה ברשלנות חמורה על בסיס תהליך פגום (ולכן לא הייתה מודעת). בדלוואר למשל, בהינתן סעיף פטור לדיירקטורים לא תוטל אחריות בגין מחדל או רשלנות חמורה (בתהליך או בתוכן ההחלטה), אלא אם כן הניהול הכושל עולה כדי חוסר תום לב.⁹⁵ הפרשנות שניתנה ל"חוסר תום לב" היא "התעלמות מודעת מחובות התפקיד".⁹⁶ במילים פשוטות, מדובר במקרים שבהם הנציג מעל במילוי תפקידו, ברמה של "לא הגיע לעבודה". אלו הם מקרים מובהקים מבחינה ראייתית, שהסיכון להטלת אחריות שגויה בגינם הוא מזערי. קשה למשל לבלבל בין התעלמות מודעת מחובות התפקיד לבין ניסיון לקדם חזון עסקי פורץ דרך. בהענקת הפטור לנציג הבעלים מבקש לשלול במפורש את ההתערבות השיפוטית באשר לניהול כושל, גם כאשר להתנהלות הנחוצה כרשלנות חמורה שאינה עומדת בתנאי כלל שיקול הדעת העסקי.⁹⁷ כאמור, מבחינת הבעלים שאינו מעוניין כלל בהטלת אחריות

91 *In Re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig.*, No. CIV.A. 10389, 1989 WL 7036, 54–66 (Del. Ch., 1989). בקשת רשות ערעור שהוגשה על ההחלטה נדחתה בבית המשפט העליון: *In Re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig.* 556 A.2d 1070 (Del 1989).

92 ראו לעיל ה"ש 90.

93 ס' 252(x) לחוק החברות קובע כי "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנוזיקין [נוסח חדש]", המגדירים את עוולת הרשלנות.

94 חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי", לעיל ה"ש 11, בעמ' 367.

95 *Stone v. Ritter*, 911 *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27, 67 (Del. 2006); A.2d 362, 369 (Del. 2006) ("we held that a failure to act in good faith requires conduct that is and more culpable than, the conduct giving rise to a violation of qualitatively different from, the fiduciary duty of care (i.e., gross negligence)"); *McPadden v. Sidhu*, 964 A.2d 1262, 1273–74 (Del. Ch. 2008).

96 עניין *Disney*, לעיל ה"ש 95, בעמ' 66.

97 נדגיש כי הכוונה לאי-עמידה בשני התנאים שהם קבלת החלטה והיותה החלטה מודעת. אי-עמידה בתנאים של תום לב (במשמעות של רצון סובייקטיבי לפגוע בחברה) או ניגוד עניינים יעביר את הפיקוח למישור הניהול החובל, שאותו נבחן בהמשך.

משפטית על ניהול כושל, יש לראות בכל החברות כאילו אימצו סעיף פטור בכל הקשור לפרשנות היקף חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי.⁹⁸

ניהול חובל בכסות של ניהול כושל. יש הטוענים כי יש להטיל אחריות משפטית על ניהול כושל שיש בו רשלנות חמורה, בשל קשיי ההוכחה לקיומו של ניהול חובל. במילים אחרות, "רשלנות חמורה" אינה אלא תוצאה של ניגודי עניינים סמויים שהתובע לא הצליח להוכיחם בבית משפט. טענה זו רואה את היחס שבין חובת הזהירות לבין חובת האמונים, בדומה לראייתה את היחס שבין רשלנות לתרמית או בין תום לב לתרמית. לעיתים אי אפשר להוכיח שמצג שווא נעשה בתרמית, אך ניתן להוכיח כי נעשה מצג שווא רשלני, ולעיתים אי אפשר להוכיח כי חוזה נכרת בתרמית, אך ניתן להוכיח כי נכרת בחוסר תום לב.⁹⁹

ובהתאמה, כך נטען, לעיתים אי אפשר להוכיח ניהול חובל (התנהגות הנובעת מהיעדר יושרה העולה לכדי הפרה של חובת אמונים), אך ניתן להוכיח ניהול כושל (התנהגות הנובעת מהיעדר יושרה העולה לכדי הפרה של חובת הזהירות). בהתעלם מן העובדה שהשוני בין חובת זהירות לחובת אמונים הוא גם ביסוד העובדתי (ניגוד עניינים) ולא רק בחומרת היסוד הנפשי, לשימוש באחריות בגין ניהול כושל כ"שסתום ביטחון" כנגד ניהול חובל שלא הוכח יש מחיר. זהו מחיר במונחי חוסר ודאות משפטית, שמשולם בכל עת שהמשפט מטיל אחריות על בסיס "חוש ריח" ולא על בסיס נטל ההוכחה. איני מוצא לנכון להרחיב על שלילת טיעון זה, כיוון שתקפותו תלויה במשמעות המיוחסת ל"רשלנות חמורה" שבה מבקשים להשתמש כשסתום ביטחון, ובכך אתמקד. כאשר "הרשלנות החמורה" עולה לכדי חוסר תום לב (התעלמות מודעת מחובות התפקיד) או לכדי חוסר רצינות (החלטה "משוגעת"), הטלת אחריות על ניהול כושל מוצדקת כשלעצמה.¹⁰⁰ זוהי התוצאה המתקבלת משילוב כלל שיקול הדעת העסקי עם סעיף פטור טיפוסי. אפשר להצדיק אותה כ"שסתום ביטחון" לניהול חובל שלא הוכח, ואפשר להצדיק אותה, כפי שהוסבר לעיל, כמקרים שבהם הראיות לקיומו של ניהול כושל הן מובהקות, והסיכון לשגיאה בהטלת האחריות המשפטית הוא קטן. אולם אם הכוונה ב"רשלנות חמורה" היא ל"טיפשות גדולה" או לתהליך קבלת החלטה "פגום מאוד", הרי שאלו מקרים שיש להותירם לבעלים ולכוחות השוק (במיוחד במקרה שיש סעיף פטור מפורש). הטלת אחריות במקרים אלו כדי לייצר "שסתום ביטחון" מפני ניהול חובל תגדיל את חוסר הוודאות המשפטית ואת החשיפה לסיכון השגיאה של בית משפט.

(ג) המומחיות השיפוטית הנדרשת בביקוח על ניהול כושל

סיכומו של דבר, בית המשפט אינו נדרש להתערב כלל בנושאים של ניהול כושל. לכן לכאורה מומחיות בעניין זה אינה נחוצה. אולם למעשה זיהוי החלטות שהן בגדר ניהול כושל, בשונה מניהול חובל, מחייב התמחות ברמה גבוהה. מכיוון שבית משפט אינו עוקב

98 להרחבה ראו William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem*, 96 NW. U. L. REV. 449 (2002).

99 ראו למשל ע"א 148/82 גליק נ' ארמן, פ"מ מה(3) 401, 405-406 (1991).

100 ראו לעיל ה"ש 95-96.

אחר איכות ניהולה של חברה מסוימת לאורך זמן, כפי שעושים הבעלים, ריכוז התדיינויות של מספר רב של חברות בפני אותו בית משפט יאפשר לו לפתח על פני זמן את המיומנות הדרושה להבחין בין ניהול כושל לניהול חובל. מומחיותו של בית המשפט באה לידי ביטוי בזיהוי המקרים שבהם נטענת טענה לניהול כושל לשם דחייתה על הסף ללא כל בירור עובדתי. ההבנה שמוטב שמי שיתמודד עם ניהול כושל יהיו בעלי המניות וכוחות השוק, ועל כן אל לו לבית המשפט להתערב, היא המאפיינת שופטים בעלי מומחיות רבה.¹⁰¹ התמחות ב"דחיית תביעות" נשמעת "מוזרה", והיא אינה אופיינית לשופטים כלליים המתמחים בהכרעה בסכסוכים לגופם. אך התמחות זו אינה מוזרה כלל ועיקר אם מביאים בחשבון את עלויות היכולת של השופטים¹⁰² מחד, ואת עדיפותם של בעלי המניות והשווקים בהתמודדות עם ניהול כושל, מאידך.

שופטים המתייחסים לטענות בדבר אחריות לנזקים בעקבות ניהול כושל כשם שהם מתייחסים לטענות בדבר ליקויי בנייה או רשלנות רפואית, שוגים. שופטים אלו סבורים שהתערבותם בהטלת אחריות משפטית עושה צדק, מרתיעה התנהגות רשלנית ומעניקה פיצוי והגנה לבעלי המניות. שופטים אלו סבורים שהצדק וההגנה לבעלי המניות יגדלו ככל שבית המשפט ירחיב את היקף התערבותו במתן פרשנות מצמצמת לסעיפי הפטור או להיקפו של כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁰³ ולא היא. במקרים של ליקויי בנייה או רשלנות

101 דוגמה לחוסר מומחיות ב"דחיית תביעות" ניתן למצוא בפסק הדין של בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 9. בפסק דין ארוך אימץ בית המשפט העליון את כלל שיקול הדעת העסקי, בסוקרו בהרחבה את כללי ההתערבות השונים של בית המשפט בדלוואר (שיקול הדעת העסקי, מבחן ביניים, והגינות מלאה). אולם בבואו ליישם את כלל ההתערבות המתאים בסוגיה שבפניו – חלוקת דיבידנד שוויוני שביצע בעל שליטה בחברה ממונפת – החיל בית המשפט את מבחן הביניים. זהו מבחן המונע דחייה על הסף של טענות שכאלה ומאפשר בירור עובדתי בנוגע לנסיבות חלוקת הדיבידנד, תהליך האישור ומניעיו של בעל השליטה. מלבד העובדה שהחלת מבחן הביניים של דלוואר בישראל אינה מתאימה בשל השוני בהליכים הפרוצדורליים בין המדינות, בדלוואר תביעה שכזו הייתה נדחית על הסף בשל תחולת כלל שיקול הדעת העסקי. אין פלא שבדלוואר תביעות מצד בעלי מניות (להבדיל מנושים) נגד בעלי שליטה על חלוקת דיבידנד שוויוני אינן מוגשות כלל, תהא אשר תהא הסיבה לחלוקה, שכן המניע לחלוקת דיבידנד שוויוני לעולם אינו יכול לייצר "ניגוד אינטרסים" עם יתר בעלי המניות. מנגד, אין פלא שבישראל, שבה הוחל מבחן הביניים שאינו מאפשר דחייה על הסף, תביעות שכאלה מוגשות לא מעט. יודגש כי אף שבישראל חברות שבהן בעל שליטה נפוצות יחסית לחברות כבעלות מפורזות, אין הבדל כלכלי או עסקי בין התנהלות של חברה ממונפת עם בעל שליטה בארצות הברית להתנהלות של חברה ממונפת עם בעל שליטה בישראל. לניתוח הכלכלי המסביר מדוע על חלוקת דיבידנד שוויוני יש להחיל תמיד את כלל שיקול הדעת העסקי, ללא יוצאים מן הכלל, ראו Goshen & Hamdani לעיל ה"ש 30, בעמ' 606–608.

102 חוסר יעילות בדחייתן של תביעות סרק יגרום שכל תביעת סרק שתוגש תהיה בעלת ערך "חיובי" (ערך מטרה) על חשבון בעלי המניות.

103 ראו המחלוקת בין השופטת רונן לשופט גרוסקופף בנוגע לפרשנות הביטוי "פזיזות" והיחס בין סעיף פטור לתחולת שיקול הדעת העסקי. השופטת רונן קובעת בעניין אשש כי הפטור לא יחול רק באותם מקרים שבהם לחריגה מחובת הזהירות נלווה יסוד נפשי סובייקטיבי של מודעות או לפחות חוסר אכפתיות. פרשנות זו למונח "פזיזות" משווה הפרת חובת הזהירות בפזיזות להפרת חובת האמונים, שכן בשני המקרים מדובר במצב שבו לנושא המשרה יש יסוד סובייקטיבי שלילי. ראו תנ"ג (מחוזי ת"א) 35114-03-12 אשש נ' עטיה, פס' 65–76 (פורסם בנבו, 24.6.2015). השופט גרוסקופף נוקט בעניין אוסטרובסקי במבחן של "הכמות מעידה על האיכות" כאשר הצטברותן של ראיות אובייקטיביות לסטייה

רפואית אין תחלופה בין אחריות משפטית לבין שימוש בזכויות שליטה של הבעלים (ומנגנוני השוק המסייעים לו) במערכת יחסים מתמשכת ולא מסוימת.¹⁰⁴ ההשוואה המתאימה היא לתפקידו של בג"ץ בעת שנטען בפניו, למשל, כי מדיניות כלכלית שאימצה הממשלה היא לא סבירה. לבג"ץ ברור שנחיצות התערבותו נשקלת אל מול מנגנוני התערבות חלופיים, דוגמת הבחירות הכלליות לכנסת. כך גם נחיצות התערבותו של בית משפט בהטלת אחריות משפטית בשל ניהול כושל צריכה להישקל אל מול המנגנונים החלופיים, בעלי המניות (באמצעות זכויות השליטה) והשווקים שבתוכם הם פועלים. מטעם זה בית משפט מתמחה מזהה כבר בתחילת ההליך שמדובר בטענה לניהול כושל ודוחה אותה על הסף בהיעדר עילה,¹⁰⁵ בוחר בפרשנות משפטית המאפשרת לצדדים חופש חוזי לצמצם מאוד את התערבות בית המשפט בעניינים של ניהול כושל¹⁰⁶ ונמנע מלהטיל אחריות גם במקרים של רשלנות חמורה כל עוד לא הוכח חוסר רציונליות, חוסר תום לב או ניגוד עניינים.¹⁰⁷

2. ניהול חובל

משהגענו למסקנה שהצדדים, הבעלים והנציג אינם מעוניינים בהטלת אחריות משפטית בשל ניהול כושל, נבחן כעת מה תהא עמדתם כלפי ניהול חובל. האם מבחינת הצדדים נדרשת הטלת אחריות משפטית בגין "ניהול חובל"? הפעם נניח, לצורכי הניתוח, כי בעלה של לאה הוא הספק העיקרי של התשומות למיזם. מבין הסיבות האפשריות להפסד שנגרם לחברה זוהי סיבה שניתן להוכיחה בקלות יחסית כיוון שהיא בגדר יסוד עובדתי אובייקטיבי. יתר הסיבות מחייבות התבוננות בכוונתה הסובייקטיבית של לאה בעת שביצעה את החלטת ההשקעה, בבחינת חקר כליות ולב. אולם הקביעה האובייקטיבית שלאה מצויה בניגוד עניינים בהחלטה זו היא רק תחילתו של הניתוח. כיוון שחלק מן העסקאות החשודות כניהול חובל הן למעשה עסקאות טובות, קביעת איסור גורף על כל עסקה הנעשית בניגוד עניינים תגרום לאובדן,¹⁰⁸ שהרי עדיין ייתכן שההשקעה החשודה כניהול חובל היא חלק מהגשמתו של חזון עסקי, או השקעה נהדרת שכשלה בשל מזל רע, או

מסנדרט התנהגות סביר מעידה על יסוד נפשי סובייקטיבי של פזיזות. פרשנות זו מטשטשת את הגבול שבין רשלנות חמורה לבין פזיזות, מכיוון שככל שהרשלנות או תוצאותיה חמורות יותר, כך תגבר נטייתו של בית המשפט להסיק כי נלווה לה יסוד של פזיזות. ראו תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 41–50 (פורסם בנבו, 9.8.2015). אם אכן זו עמדתו של השופט גרוסקופף, בשל הנימוקים שפורטו בטקסט פרשנותה של השופטת רונן עדיפה. אולם לאור העובדה שהשופט גרוסקופף מציין בפסק דינו כי הוא מכוון ליסוד נפשי סובייקטיבי ומאזכר בהסכמה את פסק דינה של השופטת רונן, ייתכן כי השוני לכאורה נובע ממגבלות ראייתיות בהליך אישורה של התביעה הנגזרת בתיק המסויים שבו דן.

104 החולה גם אינו יכול לגוון את סיכוני הניתוח, ואין תועלת בפיטורי הרופא לאחר הניתוח.

105 ראו למשל עניין *MFV*, לעיל ה"ש 37, בעמ' 519; Stephen Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83 (2004).

106 עניין *אשש*, לעיל ה"ש 103, פס' 70.

107 ראו *Allen, Jacobs & Strine*, לעיל ה"ש 98.

108 גושן "ניגוד אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 32–33.

השקעה שבוצעה בקפידה אך כשלה בשל שגיאה שאינה קשורה כלל לעובדה שבעלה של לאה הוא ספק התשומות. גם כאן, כמו במקרה של ניהול כושל, פער המידע בין הבעלים לבין הנציג מקשה לקבוע מהי הסיבה האמיתית להפסד. בדומה מאוד למקרה הניהול הכושל, הטלת אחריות על הנציג בגין ניהול חובל טומנת בחובה את סיכויי השגיאה בקביעת הסיבה האמיתית להפסד. אולם בשונה ממקרה של ניהול כושל, שבו הנציג אינו מעוניין בנזק הנגרם לחברה בשל הניהול הכושל (הוא היה מעדיף לקבל את טובת ההנאה העקיפה מבלי שייגרם נזק כלל), במקרה של ניהול חובל גרימת הנזק לחברה מתחייבת כחלק מנטילת טובת ההנאה (ללאה יש עניין בהפסד לחברה שיגרום רווח ישיר לבעלה, ולה). שוני זה בתמריצי הנציג גורם לכך שבמקרה של ניהול חובל הסיכון לפגיעה בחברה גדול יותר, ויעילותם של המנגנונים שנבחנו קודם (כאמצעים למזעור הסיכון לניהול כושל) נפגמת. לכן, כפי שנראה מיד, אם הצדדים יוותרו כליל על הטלת אחריות משפטית, התרופות שיוותרו ברשותם להתמודד עם ניהול חובל לא תהיינה יעילות דיין.

(א) חלופות להתערבות שיפוטית (ומגבלותיהן)

כאמור, ניהול חובל מעביר טובות הנאה אל הנציג ביחס ישיר לנזק שהן גורמות לחברה, ואילו ניהול כושל מניב לנציג טובות הנאה עקיפות בלבד ששוויין אינו מצוי ביחס ישיר לנזק הנגרם לחברה. אך אף שניהול חובל מהווה בעיה חמורה מזו שמהווה ניהול כושל, כלי השוק מוגבלים במניעתו.

תמרוץ ופיקוח. בבחינת המנגנונים העומדים לרשות הצדדים כדי להתמודד עם ניהול חובל נפתח בתמרוץ ובפיקוח. שיפור התמרוץ לנציג לא יועיל למזעור המקרים של ניהול חובל. מנגנון תמרוץ המבוסס על הענקת חלק מרווחי החברה לנציג יעיל במזעור מקרים של ניהול כושל אך לא במקרים של ניהול חובל. אם לאה היא בעלים של 10% ממניות החברה, היא תימנע מנטילת שעתיים של פנאי שעלולה לגרום לה נזק של 10 מיליון ש"ח (חלקה מתוך 100 מיליון ש"ח נזק כולל). אולם אם מרבית ההפסד של החברה (100 מיליון ש"ח) הופך לרווח לבעלה של לאה, היא לא תימנע מפעולה זו אפילו אם יהיו לה 30% ממניות החברה. גם פיקוח לבדו לא יועיל, אף שקל יחסית לאתר עסקאות החשודות כניהול חובל. כדי להרתיע את הנציג שלא לבצע ניהול חובל נדרשת, נוסף על פיקוח, יכולת למנוע את הנטילה מראש או יכולת לכפות את השבת טובות ההנאה, בדיעבד. יכולות כאלו, כפי שנראה בהמשך, מחייבות סיוע של בית משפט באכיפתן. לחלופין נדרשת יכולת לפטר את הנציג. אך גם כאשר עומדת לבעלים הזכות לפיטורי הנציג, יכולת זו יעילה רק אם ניתן להפעילה לפני הנטילה ולא לאחר שהסוסים כבר ברחו מן האורווה. ברור אפוא שמבני שליטה שבהם הבעלים ויתרו כליל על זכות הפיטורין של הנציג ועל התערבות בהחלטות ניהוליות בכלל, כמו בחברה בבעלות מרוכזת או בחברה בעלת שני סוגי מניות, אין לבעלים תרופה עצמית יעילה נגד ניהול חובל.

שוק ההון. היעדר תרופה יעילה לבעלים נגד ניהול חובל משתקף כמובן גם ביכולת השווקים להתמודד עם ניהול חובל. נתייחס תחילה לשוק ההון. תמחור בשוק ההון, כשלעצמו, לא ימנע ניהול חובל. אומנם ירידת שווי החברה בעקבות ניהול חובל תפגע בשכר הנציג (בשל מרכיב האופציות או המניות בחבילת השכר), אך כל עוד שווי טובת

ההנאה מהניהול החובל גבוה משיעור הפגיעה בשכר הנציג, הוא לא יורתע. כך גם העלייה בעלות ההון של החברה, בעקבות ירידת שווי החברה, מוגבלת בכוח הרתעתה. משקיעים החוששים מבעל שליטה בעל מוניטין של מנהל חובל יסרבו להשקיע בחברה או להלוות לחברה, או שיסכימו לעשות כן רק במחיר גבוה שישקף את הסיכון לניהול חובל. אכן, בשוק תחרותי חברות הנזקקות להון נוסף משוק ההון יימנעו מניהול חובל. אולם בעלי שליטה בחברות שאינן זקוקות להון נוסף משוק ההון לא יורתעו.¹⁰⁹

שוק השליטה ובעלי מניות פעילים. גם שוק השליטה אינו יכול למנוע ניהול חובל. כיוון שתהליך ההשתלטות הוא ארוך יחסית ויקר (בשל פרמיית השליטה שיש לשלם), שוק השליטה אינו יכול להרתיע ניהול חובל עתידי אם השיעור הצפוי של הנטילה על ידי הנציג אינו גבוה מאוד (שאו ההשתלטות שנועדה למנוע את אותה נטילה אינה משתלמת). רק אם השוק מתמחר סיכון ממשי שהנציג ייטול טובות הנאה גדולות בעתיד, הנציג חשוף להשתלטות שתמנע את הניהול החובל בעתיד. הרתעה זו, כמובן, תלויה בכך שהנציג אכן מעוניין לשמור על תפקידו ולכן יגביל את היקפו של הניהול החובל. נציג המעוניין ב"לקיחה אחת גדולה והלכנו" לא יורתע. בשונה משוק השליטה, בעלי מניות פעילים (קרנות גידור למשל) יכולים למנוע ניהול חובל מראש ואף להרתיע ניהול חובל עתידי (כיוון שאין תשלום פרמיה בעת ההתערבות), אך לשם כך נדרש שיהיו לבעלים זכויות יעילות להתערב בניהול או לפטר את הנציג.¹¹⁰

מן האמור עולה שהבעלות המרוכזת, שהיוותה תרופה לבעיית הניהול הכושל, מחריפה את בעיית הניהול החובל. בחברה בבעלות מרוכזת אי אפשר להתערב בניהול ואי אפשר לפטר את הנציג, ולכן שוק השליטה ושוק קרנות הגידור אינם יעילים. כך גם ההחזקה בנתח גדול מהון החברה אשר מזערה את התמריץ לניהול כושל, אינה יעילה באותה מידה למזעור התמריץ לניהול חובל. ככל שהזכויות שבעל השליטה מחזיק בהון החברה רבות יותר, התמריץ לניהול חובל אומנם פוחת, אך היכולת לבצע ניהול חובל גדלה. אם לבעל השליטה יש 60% מן המניות, ניהול חובל יאפשר לו ליטול עושר מיתר 40% בעלי המניות. אם לבעל השליטה יש 90% מן המניות, ניהול חובל יאפשר לו ליטול עושר רק מיתר 10% בעלי המניות. ככל שטובת ההנאה שניתן לקחת קטנה יותר, התמריץ לניהול חובל פוחת, אך החזקת 90% מכוח ההצבעה, שבאה בד בבד, מעניקה יכולת גדולה יותר לבעל השליטה לבצע זאת אם ירצה בכך.

שוק המוצרים ומוניטין. ניהול חובל מוגבל מעט על ידי שוק המוצרים והמוניטין של הנציג, גם כאשר אין לבעלים יכולת לפטר את הנציג או להתערב בניהול. כשלעצמו, שוק מוצרים תחרותי אינו מרתיע ניהול חובל. לעומת ניהול כושל, המיתרגם למוצרים גרועים במחירים גבוהים, ניהול חובל מיתרגם להעברת עושר מהבעלים לנציג גם כאשר מוצרי החברה הם תחרותיים.¹¹¹ אולם בעולם הרשתות החברתיות הקיים כיום מוניטין רע של בעל השליטה כמי שעוסק בניהול חובל יכול להיתרגם לחרם צרכנים, ובשוק תחרותי שבו יש תחליפים קרובים למוצרי החברה יכול שיהיו לכך תוצאות מרתיעות.

109 ראו Zohar Goshen, *Shareholder Dividend Option*, 104 YALE L.J. 881, 889–892 (1995).

110 ראו Kastiel, לעיל ה"ש 75, בעמ' 120–123.

111 ראו Goshen, *Agency Costs*, לעיל ה"ש 74.

(ב) אחריות משפטית בשל ניהול חובל

המסקנה העולה מן האמור לעיל היא שהצדדים אינם יכולים להשאיר בידי הבעלים, או כוחות השוק, את ההתמודדות עם ניהול החובל מבלי לציידם בזכויות מתאימות להרתיע ניהול חובל. במיוחד נכונים הדברים במבני שליטה שבהם הבעלים מוותרים כליל על זכות הפיטורין של הנציג ועל התערבות בניהול. כיצד אפוא יפקחו על ניהול חובל? כיצד יאזנו הצדדים בין החשש מהנזק הצפוי מניהול חובל לבין החשש מהנזק הצפוי משגיאה בהטלת אחריות על הנציג? על מה יבקשו הצדדים לפקח – על עצם ביצוע העסקה או רק על מחירה? או גם וגם? בשאלות אלו נעסוק להלן.

הפיקוח על עצם ביצוע העסקה. הפיקוח על עצם ביצוע העסקה משמעותו בחינת נחיצות העסקה לחברה גם בהנחה שמחיר העסקה הוא מחיר שוק. כפי שנראה מיד, הסיכון לניהול חובל בשל ביצוע עסקה לא נחוצה במחיר שוק הוא קטן, ומנגד, הסיכון לשגיאה בהטלת אחריות על הנציג הוא גדול (למעשה עסקה במחיר שוק מעלה חשש לניהול כושל אך לא ניהול חובל). נניח שלא מאמינה בתום לב שמרכז הפיתוח של בעלה הוא המתאים ביותר לחברה. אנשי הפיתוח העובדים אצל בעלה מתמחים בתחומים קרובים טכנולוגית למוצר שאותו החברה מעוניינת לפתח, ושימוש בעובדים אלו יגדיל את סיכויי ההצלחה של המוצר ויקצר את זמן הפיתוח. נניח גם שהבעלים (ראובן) מקבל זכות וטו על החלטות שיש בהן חשש לניהול חובל מצד הנציג (לאה), אך בשל פער המידע וניגוד העניינים שבינו לבינה הוא אינו יודע אם ההסבר של לאה אמת הוא.

אף שראובן יודע שהעסקה עתידה להיחתם בתנאי שוק, כפי שהנחנו, יהיו לו חששות. למשל, אם החברה של בעלה של לאה מצויה בקשיים (כיוון שאין היא מקבלת עבודה כלל), ראובן יחשוש שהסיבה לכניסת החברה לפיתוח המיזם אינה חזון עסקי כי אם רצון לספק תעסוקה לבעלה של לאה. בהנחה שלחברה של בעלה של לאה יש היכולת המתאימה לפתח את המיזם, חשש כזה כמוהו כחשש לניהול כושל. החלטה לפתח מוצר חדש שתכליתה להעסיק את בעלה של לאה בתנאי שוק אינה שונה מהחלטה לבצע כל מיזם אחר שאינו נחוץ לחברה אך "חביב" על לאה (ללא כל קשר לבעלה).¹¹² אם ראובן יחליט להשתמש בזכות הוטו שלו ויעצור את העסקה כיוון שאינו מאמין ללאה (אף שדיברה אמת), שתי חלופות יעמדו בפני לאה: האחת לוותר על הגשמת החזון העסקי, והשנייה להתקשר עם חברה אחרת מתאימה פחות (הפיתוח יארך זמן רב יותר וסיכויי הצלחתו יפחתו). בשני המקרים ייגרם נזק לחברה משגיאתו של הבעלים. כפי שהוסבר לעיל, הסיכון לשגיאה מצד בית משפט גדול אף יותר, ולכן הטלת אחריות משפטית על ניהול כושל אינה רצויה, במיוחד כאשר מנגנוני השוק יעילים בהרתעת ניהול כושל (טובת הנאה עקיפה ללאה).

חשש אחר שיכול להטריד את ראובן הוא שמא לאה מעדיפה את החברה של בעלה אף שאין לחברה זו היכולת המתאימה לפתח את המוצר (אנשי הפיתוח הם חסרי ניסיון). כיוון שהנחנו שהעסקה היא בתנאי שוק, משמעות הדבר, בהתאמה, שגם מחיר העסקה נמוך יותר. ניתן לרכוש שירות מספק בעל יכולת גבוהה ביוקר או מספק בעל יכולת נמוכה בזול. מבחינה עסקית השאלה היא אם החיסכון בעלויות בהתקשרות עם ספק בעל יכולת נמוכה

112 ראו Laux & Mittendorf, לעיל ה"ש 51.

מצדיק את התארכות המיזם ואת הירידה בסיכויי הצלחתו. בחירת תמהיל נכון של מחיר ואיכות היא החלטה עסקית שגרתית בנוגע למגוון השירותים והמוצרים שהחברה רוכשת. אפשר כמובן שהחלטה תהיה בגדר ניהול כושל, והתמהיל שייבחר יעניק ללאה טובת הנאה עקיפה. אך בכך אין שוני מן ההחלטה לבחור למנהל או מנהלת שיווק את האדם המתאים פחות מיתר המועמדים רק משום שהחיוך שלו, או שלה, שובה לב. הניהול הוא כושל גם אם אותו אדם יקבל שכר נמוך ממה שהיה משולם למועמדים האחרים. מטעמים אלו הצדדים יתייחסו לחשש שעצם ביצוע העסקה במחיר שוק נעשה ממניעים פסולים, כחשש מניהול כושל ולא כחשש מניהול חובל. כבכל מקרה של ניהול כושל, הצדדים יבקשו להטיל אחריות משפטית רק במקרים שבהם עצם ביצוע העסקה (בשונה מכישלונה המאוחר) מגיע לכדי חוסר רציונליות.

הפיקוח על מחיר העסקה. שונים הם הדברים בעניין מחיר העסקה. תשלום שאינו במחיר שוק הוא לב ליבו של הניהול החובל. מרכיב טובת הנאה הגלום במחיר החורג ממחיר השוק הוא השולל את יעילותם של מנגנוני השוק במזעור ניהול חובל. אל מול החשש שהנציג ייטול טובת הנאה ישירה על חשבון הבעלים, החשש לשגיאה בהטלת אחריות על הנציג אינו גדול. כל עוד עצם ביצוע העסקה עצמו לא יסוכל, הכפפת המחיר לפיקוח לא תמנע הגשמתו של חזון עסקי ולא תחייב שימוש בתשומות לא מתאימות. במקרים שבהם המחיר הנדרש מהנציג יחרוג מהשווי הנסתר (reservation price) שהנציג מייחס לביצוע העסקה,¹¹³ העסקה תסוכל. אכן, במקרים אלו עלול להיגרם נזק מהפיקוח על מחיר העסקה. מטעם זה, בעיצובו של מנגנון פיקוח על מחיר העסקה יביאו הצדדים בחשבון את עלות הנזק האפשרי משגיאה בקביעת המחיר שיש בה כדי לסכל עסקאות יעילות.¹¹⁴ האתגר הוא, מבחינת הצדדים ומבחינה חברתית,¹¹⁵ למצוא מנגנון פיקוח שימנע

113 ראו גושן "ניגוד אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 28–29.

114 זהו אחד היתרונות החשובים של הדין בדלוואר, שבו הפנייה לקבלת אישור רוב מתוך המיעוט היא וולונטרית, ובמקרה שבעל השליטה מגיע למסקנה כי לא יקבל את הרוב הדרוש בשל חסנות הוא תמיד יכול לבצע את העסקה ולהוכיח כי היא הוגנת בבית משפט. ראו שם, בעמ' 61–63.

115 חשוב להדגיש כי מלבד עניינם של הצדדים בהסדרה יעילה של ההתקשרות ביניהם, היעדר פיקוח יעיל על ניהול חובל (מחיר העסקה) יגרום פגיעה בפעילות הכלכלית. פיקוח לא יעיל על ניהול חובל מצמצם את מתחם ההתקשרויות החופשיות בכלכלה. נניח חברה ששווה 100 ש"ח נתונה 100% בבעלות לאה. לאה מעוניינת לגייס הון נוסף לצורך צמיחה. היא מעוניינת להנפיק לראובן (לציבור) 40% מן החברה. אם ראובן מעריך שבשל פיקוח לא יעיל על ניהול חובל לאה תיקח לעצמה 40 ש"ח משווי החברה, הוא יקבע את שווי החברה על 60 ש"ח ויהיה מוכן לשלם רק 24 ש"ח עבור 40% מהמניות. לאה אינה יכולה למכור זכויות על 40% משווי החברה, כיוון שאין לה דרך להבטיח זכויות אלו לרוכש. לאה גם אינה יכולה למכור 100% ממניות החברה לציבור ולקבל 100 ש"ח למרות נכונותה לוותר על שליטתה בחברה. הציבור יעריך שאדם אחר ירכוש בשוק 60% מן המניות, יהפוך לבעל שליטה ויקח לעצמו 40 ש"ח, ולכן לאה לא תוכל לקבל יותר מ-60 ש"ח גם אם תמכור 100% מהמניות. הדרך היחידה העומדת לה לקבל 100 ש"ח היא מכירת 100% מהחברה לאדם אחר, או מכירת 60% מהמניות לאדם אחר תמורת קבלת פרמיה שתשקף את 40 השקלים. לעומת זאת אם הפיקוח על ניהול חובל הוא יעיל, וראובן מעריך כי לאה יכולה לקחת לעצמה רק 5 ש"ח בניהול חובל, הוא יקבע ששווי החברה יהיה 95 ש"ח ויסכים לשלם 38 ש"ח על 40% מהמניות. נוסף על זה, כיוון שאובדן 5 ש"ח הוא סכום קטן יחסית, ייתכן שהערך הטמון בצמצום הסיכון שלא נושאת בו כבעלת שליטה בחברה יחידה יצדיק, מבחינתה, גם מכירת 100% מן המניות בבורסה תמורת 95 ש"ח (והשגת גיוון השקעות ונזילות). ככל שהפיקוח על

ניהול חובל מבלי לפגוע ביכולת להתקשר בעסקאות יעילות גם כשיש בהן ניגוד עניינים. לכך נפנה כעת.

הגנת כלל קניין. מבחינת הצדדים יש שתי אפשרויות עיקריות לפקח על ניהול חובל: האחת באמצעות הבעלים, והשנייה באמצעות בית משפט. הפקדת הפיקוח על ניהול חובל בידי הבעלים נעשית בדרך כלל בהתניית ביצוע העסקה באישור רוב מתוך בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי בעסקה. במקרה של בעלות מרוכזת, משמעות הדבר שהעסקה תלויה באישור "רוב מתוך המיעוט" של בעלי המניות.¹¹⁶ זהו פתרון שתארתני וניתחתי בעבר כ"כלל קניין".¹¹⁷ בית משפט מפקח על הגינות הליך ההצבעה (מניעת ניגודי עניינים סמויים של מצביעים, הבטחת מידע מלא למצביעים וכדומה), אך בעלי המניות הם שמחליטים אם לאשר את העסקה לפי הערכתם הסובייקטיבית את שווייה. יעילותו של פתרון זה תלויה כמובן בעלויות היכולת ובעלויות היושרה של הבעלים (בעלי המניות מהציבור). מהותו של הפתרון: בעת ביצוע עסקה החשודה כניהול חובל יתקיים משא ומתן (ישיר או עקיף) בין הנציג לבין הבעלים על מחיר העסקה.¹¹⁸ אם הבעלים בעל יכולת ויושרה, המשא ומתן יניב תוצאה יעילה. אומנם לנציג יש יתרון מידע על פני הבעלים באשר להערכת מחיר העסקה, אך כל עוד אין מדובר בהעלמת עובדות מכוונת, אין זה שונה מיתרון יחסי במידע שאפשר שיהיה לקונה, או למוכר, בעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון.¹¹⁹ אולם אם הבעלים בעל יושרה אך חסר יכולת, הוא עלול לבצע החלטות שגויות. הבעלים עלול לאשר עסקאות לא יעילות (הסכמה למחיר נמוך מדי) או לשלול עסקאות יעילות (דרישה למחיר גבוה מדי). אישור עסקה במחיר נמוך מדי יפגע בבעלים עצמו (שעל חשבונו תועבר טובת ההנאה לנציג), ואילו שלילת עסקה בשל דרישה למחיר מופקע תפגע בשני הצדדים, כיוון ששווי החברה הכולל יפחת. כך למשל אם שווי שירותי הפיתוח הנרכשים מהחברה של בעלה של לאה הוא 80 מיליון ש"ח, וראובן מאשר את העסקה במחיר של 100 מיליון ש"ח, טובת הנאה עברה ללאה על חשבון ראובן (כשיעור החזקותיו של ראובן מתוך ה-20 מיליון ש"ח). אך המיזם יבוצע. מנגד, אם שווי שירותי הפיתוח הוא 100 מיליון ש"ח, וראובן מתעקש שלא לשלם יותר מ-80 מיליון ש"ח, לאה תיאלץ לוותר על החזון העסקי שלה או להתקשר עם חברה מתאימה פחות לפיתוח המוצר. זהו נזק שאינו מתבטא רק בהעברת עושר מבעלים לנציג או להפך, אלא באובדן עושר שהיה ניתן ליצור לטובת שני הצדדים.

ניהול חובל יעיל יותר, מתחם ההתקשרויות האפשרי בין הצדדים הוא גדול יותר, והדבר מאפשר עסקאות יעילות יותר. ולהפך, פיקוח לא יעיל על ניהול חובל מצמצם את מתחם ההתקשרויות האפשרי ופוגע בפעילות הכלכלית. ראו גם Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 787 (2003).

116 למשל, ס' 275(א)(3) לחוק החברות.

117 גושן "ניגוד אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 42-47.

118 אפשרות זו נדונה אף בפסיקה הישראלית בעניין ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ, פס' 18-31 (פורסם בנבו, 11.8.2011) וכן בה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ, פס' 35 (פורסם בנבו, 10.1.2012).

119 מנגנונים נוספים לגישור על פערי המידע בין הצדדים, ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדייקטוריון וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 75 (2008).

גם במקרה שהבעלים בעל יכולת אך חסר יושרה עלולים להיגרם נזקים אם הבעלים יבקש לנצל לרעה את הזכות שניתנה לו לפקח על ניהול חובל. עלויות היושרה של הבעלים באות לידי ביטוי בניגוד העניינים שבינו לבין הנציג, וכשיש כמה בעלים בניגוד העניינים שבין בעלי המניות לבין עצמם. ראובן יכול לנהוג בלאה בסחטנות ולדרוש במודע (להבדיל מטעות) מחיר מופרז עבור העסקה שיגרום להעברת טובת הנאה מלאה לראובן.¹²⁰ כאשר הבעלים הוא קבוצה (של בעלי מניות למשל), חלק מחברי הקבוצה שיש ביכולתם למנוע את אישור העסקה, יכולים לנהוג בסחטנות ולדרוש תשלום עודף על חשבון יתר בעלי המניות (אפליה בחלוקת התמורה מן העסקה)¹²¹ או להצביע בעד עסקה גרועה כיוון שאישרה יניב להם טובת הנאה מחוץ לחברה.¹²² כל עוד העסקה עצמה לא תסוכל, עלויות אלה משפיעות בעיקר על חלוקת התמורה בין הצדדים. אך גם סחטנים יכולים לשגות כאשר לשיעור המרבי שיש בכוחם לסחוט. במקרה זה הרצון להשיג את התמורה העודפת (הסחטנית), אם מהנציג ואם מיתר חברי קבוצת הבעלים, יכול גם להכשיל את העסקה ולגרום לאובדן ערך שהיה ניתן ליצור לטובת כל הצדדים.

הגנת כלל אחריות. האפשרות השנייה לפקח על ניהול חובל היא העברת הפיקוח לבית המשפט. פיקוח על ידי בית משפט משמעותו קביעה שיפוטית אם המחיר שנקבע בעסקה הוא הוגן, קרי מחיר שהיה יכול להיקבע בעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון.¹²³ זהו פתרון שתיארת וניתחתי בעבר כ"כלל אחריות".¹²⁴ הנציג רשאי להכתיב את תנאי העסקה לבעלים, ובית משפט בוחן את הגינות התנאים על פי מדד שוק אובייקטיבי. יעילותו של פתרון זה תלויה בעלויות היושרה ובעלויות היכולת של ההליך המשפטי. במדינה שאינה מושחתת, שבה החלטות השופטים אינן מוטות, עלויות היושרה הישירות של השופטים קרובות לאפס. אולם גם במדינה מתוקנת פיקוח על ידי בית משפט יוצר עלויות יושרה הנובעות מניגודי העניינים הקיימים אצל בעלי המניות ועורכי הדין המגישים את התביעות לבית משפט (תביעות סרק, תביעות סחטניות או תביעות אסטרטגיות), אצל הצדדים המתגוננים ואצל המומחים המקצועיים המשתתפים בהליך השיפוטי.¹²⁵ להלן אתמקד בעיקר בעלויות היכולת של בית המשפט עצמו. קביעת הגינותו של המחיר מחייבת הערכת שוויו אשר דורשת הבנה בתורת מימון החברות,¹²⁶ או לחלופין יכולת גבוהה המאפשרת לזהות שההליך שבו נקבע המחיר על ידי הצדדים הוא תקין.¹²⁷ אלו הן משימות שמחייבות שופטים מקצועיים ובעלי כישורים גבוהים במיוחד (עלויות יכולת נמוכות). שופטים אלו ישתמשו בכוחות המסורים להם על מנת לקבל מידע מן הנציג, יבחנו את

120 גושן "ניגוד אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 24–27.

121 שם, בעמ' 26.

122 שם, בעמ' 28–29.

123 שם, בעמ' 42–47.

124 שם.

125 לעלויות אלו ראו John C. Coffee, Jr., *Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, 86 COLUM. L. REV. 669 (1986).

126 גושן "ניגודי אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 37.

127 שם.

איכות הערכות השווי של המומחים משני הצדדים (שיעמדו לחקירה בפני בית משפט) או את תהליך קביעת המחיר ויקבלו החלטות יעילות. שופטים אלו יאשרו עסקאות במחירי שוק, בטווח המחירים שהיה מתקבל בין מוכר מרצון לקונה מרצון. מנגד, אם השופטים חסרי ידע וכישורים מתאימים, עלויות היכולת של בית המשפט תהיינה גבוהות. עלויות יכולת גבוהות של בית משפט משמעותן הסתברות גדולה לשגות. שופטים עלולים לאשר עסקאות לא יעילות במחיר נמוך מדי (טובת הנאה תועבר מהבעלים לנציג), או להטיל אחריות לתשלום גבוה מדי בעסקאות יעילות (העברת עושר מהנציג לבעלים או סיכול העסקה). השגיאות של בית המשפט בתורן יטילו עלויות מניעה על הצדדים. הבעלים יחשוש שבית המשפט לא יזהה ניהול חובל ויאשרו כניהול תקין, ואילו הנציג יחשוש שבית המשפט ישגה לקבוע שניהול תקין הוא ניהול חובל. לכן הצדדים יבקשו לאמץ פתרונות חלופיים שימזערו את תוצאות השגיאות של בית המשפט בפיקוח על ניהול חובל, שאפשר שיתבססו על הצדדים עצמם או על מערכת שיפוט חלופית (בוררות למשל).

(ג) המומחיות השיפוטית הנדרשת בפיקוח על ניהול חובל

הצדדים שואפים למזער את עלויות הפיקוח על ניהול חובל. ברור אפוא שעלויות ההליך המשפטי (יכולת השופטים ויושרת הצדדים ועורכי דינם) הן תחליפיות לעלויות הבעלים (יכולת ויושרה), והיעילות היחסית ביניהן תשפיע על הפתרון שייבחר. נניח למשל שראובן חסר כל הבנה בתורת המימון ובעסקים, ואילו בית המשפט הוא מקצועי ובעל הבנה בהם. במקרה שכזה מוטב להעביר את הפיקוח על ניהול חובל לבית משפט ולא להותירו בידי ראובן, כיוון שהסיכון שראובן ישגה גבוה מהסיכון שבית משפט ישגה. במצב ההפוך, שבו ראובן בעל הבנה בתורת המימון ובעסקים ואילו בית משפט חסר הבנה בהם, מוטב כמובן להותיר את הפיקוח על ניהול חובל בידי ראובן ולא בידי בית המשפט. כאשר עלויות היכולת של ראובן ושל בית המשפט נמוכות (שניהם מבינים בתורת המימון ובעסקים), עלויות היושרה היחסיות – של מגישי התביעות בהליך השיפוטי מצד אחד, ושל בעלי מניות המיעוט המצביעים באספה, מצד שני – ישפיעו על הבחירה. מצד מגישי התביעות בהליך השיפוטי עלויות יושרה ינבעו בעיקר מהחשש להגשת תביעות סרק או תביעות אסטרטגיות והתפשרות אסטרטגית. מגישי תביעות סרק שואפים לקבל טובת הנאה כספית במידה שיכולה לגרום לחברה נזק במונחי זמן ניהולי והעברות כספיות (ערך מטרד). ככל שעלויות היכולת של בית משפט נמוכות יותר, כך יקל עליו לאתר תביעות סרק ולהרתיע מפניהן מבלי לגרום לתוצאות הלוואי של הטלת אחריות שגויה.¹²⁸ מצד בעלי המניות המצביעים באספה, עלויות יושרה ינבעו בעיקר מהחשש להתנהגות סחטנית כלפי הנציג או כלפי יתר בעלי המניות, שתגרום לסיכול העסקה באמצעות שימוש אסטרטגי בזכות הווטו על המחיר. במקרה זה הנזק האפשרי מתבטא לא רק בהעברה הכספית אלא גם בשיבוש התוכנית העסקית. כדי למזער את הסיכון לאובדן העסקה יבקשו הצדדים לוודא שזכות הווטו על המחיר אינה מיתרגמת לזכות וטו על עצם ביצוע העסקה.¹²⁹ לכן פיקוח משפטי (על עלויות

128 דוגמה לכך ניתן לראות בפסיקת בית המשפט של דלוואר שצמצמה דרמטית את תביעות "גילוי בלבד":

In re Trulia, Inc. Stockholder Litig., 129 A.3d 884 (Del. Ch. 2016)

129 זהו המצב בדלוואר. ראו גושן "ניגודי אינטרסים", לעיל ה"ש 28, בעמ' 61-63.

היושרה של הבעלים) יהיה מחויב במקרי קצה למניעת סחטנות חריגה. אם עלויות היושרה אינן מכריעות את הכף, מוטב להותיר את הפיקוח בידי ראובן. מערכת המשפט, אחרי הכול, היא משאב ציבורי.

במקרה שעלויות היכולת של בית המשפט ושל ראובן הן גבוהות (שניהם אינם מבינים בתורת המימון ובעסקים) – מה עדיף? לשניהם סיכון גבוה לשגות. בהנחה שגם עלויות היושרה אינן מכריעות את הכף, יש להתייחס לשינוי עתידי שישפר את הפיקוח על ניהול חובל. למי יש אפשרות טובה יותר להשתפר בעתיד כמפקח על ניהול חובל – לבית המשפט או לבעלים? בתי משפט פועלים במציאות שבה התמריצים לשיפור עלויות היכולת של בית משפט בכלל ובדיונים הנוגעים לדיני חברות בפרט הם עקיפים בלבד. שופט אינו מקבל בנוס כספי על מתן החלטה מושכלת. מינויים של השופטים מושפע ממגוון שיקולים, שחלקם אינם נוגעים למיומנות מקצועית, ומתבסס על מגוון הליכי בחירה (בעולם). שופטים שואפים להתקדם במערכת ששוקלת מגוון שיקולים בהחלטות על קידום מקצועי. מערכת המשפט מושפעת גם מהמבנה הפוליטי השלטוני במדינה ומאופן קביעת תקציב מערכת השיפוט. בתנאים אלו יכולתו של בית המשפט לפתח את המיומנות הנדרשת על פני זמן היא מוגבלת. אולם כאשר מתקבלת החלטה מערכתית שיש לשפר את עלויות היכולת של בית המשפט, הביצוע הוא פשוט יחסית. בחירת שופטים בעלי יכולת והכשרתם והעברת כל התיקים אליהם יגרמו לפיתוח מיומנות במהירות.¹³⁰ מנגד, לצדדים יש תמריץ כלכלי ישיר לפתור את בעיית עלויות היכולת של בעלי המניות. למשל, בשימוש במתווכים פיננסיים שישפרו את עלויות היכולת של בעלי המניות (גם אם במחיר העלאה של עלויות היושרה מצד המתווכים).¹³¹ אולם אף שכשלעצמם כוחות השוק גמישים באימוצם של שינויים שישפרו את הפיקוח על ניהול חובל, כוחות השוק עלולים לסגת מפני רגולציה לא יעילה שיכולה לסכל, או לשבש, את המעבר למבנה שוק שייצל את הפיקוח על ניהול חובל.

בית משפט נדרש להתערב בפיקוח על ניהול חובל כאשר הצדדים לבדם אינם יכולים לתת מענה יעיל לבעיה זו. במקרה שבית משפט נדרש לפקח ישירות על הגינות המחיר בעסקה החשודה כניהול חובל (כלל אחריות), בית משפט יידרש למומחיות רבה ביותר. דהיינו, שופטים יידרשו להתמצא ולהבין בתורת מימון החברות ובעסקים על מנת שיוכלו לקבוע הגינותו של מחיר ביחס לתנאי השוק. גם במקרה שהפיקוח על ניהול חובל נותר בידי הבעלים (כלל קניין), בית משפט יידרש למומחיות גבוהה בתחום מימון החברות ובעסקים. שופטים יידרשו, בין השאר, לזהות מצבים חשודים כניהול חובל שיש להכפידם לאישור רוב מתוך המיעוט,¹³² להחליט אם מידע מהותי ניתן לבעלי המניות עובר להצבעה,¹³³ לקבוע אם קיימים ניגודי עניינים בין המצביעים או לאתר ניגודי עניינים סמויים (או עניין

130 כפי שניתן להיווכח מהתפתחות בית המשפט הכלכלי בישראל בחמש שנים מיום היווסדו.

131 מרבית המשקיעים הלא מתוחכמים משקיעים כספם באמצעות קרנות פנסייה, קופות גמל, קרנות נאמנות ושאר משקיעים מוסדיים. למשקיעים אלו יש יכולת גבוהה מזו של המשקיע הלא מתוחכם. אולם העברת ההשקעה לנציג, מנהל הקרן, יוצרת ניגודי אינטרסים אשר מתבטאים בעלויות יושרה גבוהות. ראו למשל Gilson & Gordon, לעיל ה"ש 37.

132 ראו לעיל ה"ש 118.

133 ראו למשל Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

אישי "שילי" של בעל מניות בעסקה).¹³⁴ לעיתים החלטות אלו יידרשו בלוחות זמנים קצרים ודחופים עובר לביצועה של עסקה. נוסף על זה, גם במשטר של כלל קניין יידרש בית משפט לעיתים לקבוע כי סירוב בעלי מניות לאשר עסקה מסוימת מגיע לכדי סחטנות בדרישת מחיר פסולה.¹³⁵ בית משפט יתבקש לקבוע כי המחיר חורג מן התחום האפשרי לעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון (מחיר מופקע). משימה זו דומה לקביעת הגינותו של מחיר במשטר של כלל אחריות ומחייבת הבנה בתורת מימון החברות. לכן חשוב להדגיש שרמת המומחיות הנדרשת בפיקוח שיפוטי על הליכי אישור של בעלי המניות (רוב מתוך המיעוט) קרובה לרמה הנדרשת בפיקוח ישיר על הגינות המחיר.

המומחיות הנדרשת לפיקוח על ניהול חובל (התערבות) שלובה במומחיות הנדרשת לפיקוח על ניהול כושל (אי-התערבות). בית משפט נדרש לזהות את ההחלטות שהן בגדר ניהול כושל ולהימנע מלהתערב בהן, ואת ההחלטות שהן בגדר ניהול חובל ולהתערב בהן. בסוג האחרון בית המשפט צריך לעצב את ההתערבות בהחלטות החשודות כניהול חובל באופן שימזער את עלויות היכולת והיושרה של ההליך המשפטי. משימות אלו מחייבות מיומנות גבוהה של בית המשפט, הנרכשת בתוך כדי התמודדות עם שגרת פעילותן של חברות רבות על פני זמן. נוסף על זה, על בית המשפט להתמודד עם ההחלטות המשפיעות על חלוקת הזכויות הקיימת בין הצדדים (החלטות המשנות את מבנה ההון ומבנה השליטה), שבהן לא עסקנו כאן. בהחלטות אלו רמת המורכבות בהבחנה בין החלטות שהן בגדר ניהול תקין להחלטות שהן בגדר ניהול חובל היא גבוהה, ובית משפט נדרש לרמת מיומנות גבוהה כדי להסדיר את מערכת היחסים שבין הצדדים. לבית משפט המתמחה בדיני חברות יתרון מובהק על פני בית משפט כללי בכל הקשור ליכולתו לסייע לצדדים להגיע לתוצאה היעילה יותר עבורם.

ג. סיכום והערה אחרונה

במאמר זה בחנו את הצורך בבית משפט מתמחה בתחום דיני החברות לאור התפקיד שהצדדים להתקשרות בחברה מייצגים לבית המשפט. הבעלים והנציג מתקשרים בחוזה פתוח שבו הם מחלקים ביניהם את זכויות השליטה וזכויות ההון. בהפעלת זכויותיהם בחברה הצדדים מייצרים עלויות יכולת ועלויות יושרה הן מצד הנציג והן מצד הבעלים. מטרת-העל של הצדדים היא לבחור מבנה שליטה שימזער את עלויות היכולת והיושרה של שני הצדדים כדי להעלות את שווי החברה. הצדדים מעוניינים במעורבות בית המשפט, שגם

134 ראו למשל את דבריו של השופט כבוב בת"פ (מחוזי ת"א) 40162/05 מדינת ישראל (פרקליטות מיסוי וכלכלה) נ' אלגור, פס' 159 (פורסם בנבו, 6.1.2009), שקבע, בין היתר, כי בחינת קיומו של עניין אישי תיעשה על פי הנסיבות הספציפיות של כל מקרה ומקרה, וכי "אין הכרח כי הפרשנות שתיתן למונח בהקשר אחד, תחייב גם ליתר ההקשרים". כן ראו עניין גולדפון, לעיל ה"ש 118, פס' 24-26; עניין תדביק, לעיל ה"ש 118, פס' 28; ת"פ (מחוזי ת"א) 40213/05 מ.י. פרקליטות מחוז ת"א – מיסוי וכלכלה נ' גבעוני, פס' 494 (פורסם בנבו, 26.12.2012); ה"פ (מחוזי ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (פורסם בנבו, 31.1.2013); ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ, פס' 44-49 (פורסם בנבו, 30.4.2013).

135 עניין תדביק, לעיל ה"ש 118, פס' 38; ה"פ (מחוזי ת"א) 18198-05-12 מלם – תים בע"מ נ' ליפס, פס' 26-25 (פורסם בנבו, 1.7.2013).

לו יש עלויות יושרה (מצד התובעים ועורכי דינם) ועלויות יכולת (מצד עורכי הדין והשופטים) כדי למזער את עלויות היושרה שלהם. התערבות בית המשפט רצויה כאשר סך עלויות היושרה של הנציג ושל הבעלים מופחתות בשיעור גבוה מסך עלויות ההליך המשפטי, וכשמדובר בבית משפט המתמחה בדיני חברות אכן אלה הם פני הדברים. עלויות היושרה של הצדדים נוצרות במקרים של ניגודי עניינים בין הבעלים לבין הנציג על רקע קיומו של פער מידע ביניהם. ניגודי עניינים אלו מתייחסים להחלטות ניהוליות ולהחלטות המשפיעות על חלוקת הזכויות הקיימת (מבנה ההון ומבנה השליטה). במאמר זה הדגמנו את תפקיד בית המשפט ואת הצורך במומחיותו דרך הפיקוח על החלטות ניהוליות, שאותן חילקנו לניהול כושל וניהול חובל. בפיקוח על ניהול כושל מומחיותו של בית המשפט נדרשת בעיקר כדי לזהות שאכן מדובר בטענה לניהול כושל ולדחותה על הסף. במקרה זה שקלול העלויות מלמד שהתערבות בית המשפט לא תיטיב עם הצדדים. לעומת זאת בפיקוח על ניהול חובל מומחיותו של בית משפט נדרשת במעורבות ישירה בקביעת הגינות המחיר (כלל אחריות), או במעורבות עקיפה בפיקוח על הליכי האישור של בעלי המניות (כלל קניין). והעיקר, מומחיותו של בית המשפט נדרשת להבנת התחלופה הקיימת בין השימוש בזכויות שליטה לבין השימוש באחריות משפטית, למזער עלויות יושרה בין הצדדים.

הערה אחרונה: בחברות בבעלות מפורזת, שבהן בעיית הנציג היא בין המנהלים לבין בעלי המניות, החשש העיקרי הוא מפני החלטות מן הסוג של ניהול כושל,¹³⁶ שכן בחברות אלו נטילה על דרך של ניהול חובל אינה זמינה למנהלים (עסקאות בניגוד עניינים בין המנהלים לבין החברה אינן נפוצות). מנגד, בחברות בבעלות מרוכזת, שבהן בעיית הנציג היא בין בעל השליטה לבין המיעוט, החשש העיקרי הוא מפני החלטות מהסוג של ניהול חובל. בחברות אלו נטילה ישירה על דרך של ניהול חובל כדאית מנקודת מבטו של בעל השליטה ואינה משבשת את הפעילות העסקית, לעומת נטילה עקיפה על דרך של ניהול כושל, שהיא יקרה מדי לבעל השליטה (הנזק הגדול נופל ברובו על בעל השליטה ואינו מצדיק את התועלת העקיפה). הבדל זה מלמד לכאורה שבתי משפט במדינות שבהן בעלות מרוכזת היא הנפוצה נדרשים למומחיות גבוהה מזו שנדרשים לה בתי משפט במדינות שבהן בעלות מפורזת היא הנפוצה. למסקנה זו ניתן להגיע בשל העובדה שמאמר זה התמקד רק בהחלטות ניהוליות. אולם כאשר מביאים בחשבון גם את ההחלטות המשפיעות על זכויות הצדדים הקיימות (מבנה הון ומבנה שליטה), האתגר של בית משפט במדינה שבה הבעלות הנפוצה היא בעלות מפורזת הוא גדול. כך קורה גם כשמביאים בחשבון זכויות נוספות דוגמת סעד ההערכה, המחייב הערכות שווי גם כאשר הבעלות היא מפורזת. לכן מאמר זה אומנם מבקש להסביר את חשיבותו של בית משפט מתמחה בדיני חברות ממבט כללי, אך אין הוא מבקש לטעון כי מבני בעלות שונים דורשים רמת מומחיות שונה במדינות שונות. להפך, כיוון שהצדדים בוחרים את מבנה השליטה שימזער את עלויות היכולת והיושרה שלהם מתוך מגוון של מבני שליטה אפשריים, מומחיות בית משפט צריכה לאפשר התקשרות יעילה במגוון מבני שליטה.

136 ראו Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance* 1263, 1283–1285 (2009) *Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263, 1283–1285 (2009), לעיל ה"ש 30,

בעמ' 582.