

לקראת עיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים בישראל

לאון יהודה אנידג'ר*

תקציר

חוק החברות, התשנ"ט-1999 מתמודד עם בעיית הנציג המאפיינת את השוק הריכוזי המקומי באמצעות קביעת הסדרים אחידים שתכליתם למזער את עלויות הנציג שבין בעל השליטה לבעלי מניות במיעוט בחברות ציבוריות בישראל. בחלוף עשרים שנה מאז חקיקתו, בשלה העת לבחון את תקפותם של הנחות יסוד אשר עומדים בסיס הוראותיו לנוכח תמורות שונות בעולם העסקים הישראלי. מאמר זה מרים תרומה חדשנית לפיתוח יצירתי ועשיר של דיני החברות באמצעות הנחת תשתית רעיונית לעיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים. תשתית זו מבקשת לאזן בין שתי תכליות מנוגדות. מחד גיסא, הוראות הדין נדרשות לצמצם את עלויות הנציג באופן שימזער את החשש כי בעל השליטה ינצל את כוחו לתיעול טובות הנאה פרטיות על חשבון זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. מאידך גיסא, קיים חשש כי הגנה רחבה מידי על זכויות בעלי מניות המיעוט תפגע בסיכויו שבעל השליטה יקשור את גורלו בגורל החברה ויתרום לה ממומחיותו לפיתוח עסקיה. לפיכך, המודל היחסי מבקש לכוון שיווי משקל נורמטיבי בין זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט והאינטרסים של בעל השליטה באמצעות יצירתם של דינים מורכבים יותר הלוקחים בחשבון את יחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, גודל וסוג החברה, תחום הפעילות, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

מבוא. א. מדוע נחוצה הסדרה מחודשת של דיני החברות בישראל. 1. נימוקים תיאורטיים. 2. נימוקים משפטיים – עיון מחודש במשמעותו של המושג "שליטה". 3. נימוקים שוקיים. **ב. לקראת עיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים בישראל: התשתית העיונית.** 1. הצגת התיאוריה. א. יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. א.1. מינוי בפועל של רוב חברי הדירקטוריון או השפעה ממשית על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון. א.2. שיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה ופיזור המניות בידי הציבור הרחב. ב. גודל החברה ושווי השוק שלה. ג. תחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי וצמיחה כלכלית. ג.1. הגנת בעלי מניות המיעוט בחברות להספקת שירותים ומוצרים ועידוד התחרות בשווקים הצרכניים. ג.2. הגנת זכויות בעלי מניות המיעוט בתאגידים שלפעילותן השפעה על יציבות הפיננסית הכוללת. ג.3. הגנת בעלי מניות המיעוט בחברות מחקר ופיתוח ועידוד הנפקתן בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ד. היבטים נוספים במודל היחסי של הממשל התאגידי. ג. **יישום המודל היחסי של הממשל התאגידי במסגרת דיני החברות בישראל.** 1. חשיבה מחודשת על תכלית החברה העסקית וחובת האמונים של נושאי משרה. א.1. רקע עיוני. א.2. תכלית החברה, חובת האמונים של נושאי משרה ומודל הממשל התאגידי היחסי. 2. חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי. א.2. הדין הישראלי. ב.2. הביקורת השיפוטית על שיקול הדעת העסקי של נושאי משרה ומודל הממשל התאגידי היחסי. 3. הסדרת הליכי בחירתם של הדירקטורים החיצוניים. א.3. רקע תיאורטי והדין הקיים. ב.3. חברי הדירקטוריון והרכבו הרצוי בהתאם למודל

היחסי של הממשל התאגידי. 4. עסקאות עם בעל שליטה. 4.א. רקע עיוני. 4.ב. שאלת הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי שליטה לאור תכניו של המודל היחסי לממשל התאגידי. ד. סיכום ומסקנות.

מבוא

תכליתם של דיני התאגידים המודרניים היא להמציא מענה לבעיית הנציג המרכזית הקיימת בשוקי ההון. מקובל לגרוס כי למבנה התאגיד בשווקים אלה השלכה ישירה על בעיית הנציג המרכזית הקיימת בו. בעיית הנציג השכיחה בדין האנגלו-אמריקני, בו מרבית התאגידים מצויים בבעלות מבוזרת, מצויה ביחסי הכוחות שבין הנהלת החברה לבעלי מניותיה. בעלי המניות נתפסים כבעלים של התאגיד במובן זה שהם זכאים לרווח השיורי מפעילותו העסקית ולעודפים הנותרים לאחר פירוקו. החשש הוא שהמנהלים ינהלו את התאגיד לטובת קידום האינטרסים האישיים שלהם על חשבון קידום האינטרסים של בעלי המניות. ניגוד האינטרסים האמור מחרף לאור פערי המידע בין שני הקהלים הללו.¹ בעיית הפיקוח על התנהלותם של מנהלי החברה אינה קיימת בשווקים עם מבנה בעלות ושליטה ריכוזיים משום שבשווקים אלה לבעלי השליטה יש את האמצעים לפקח על התנהלותם של אלה על מנת שיפעלו לטובת האינטרסים של בעלי המניות. בעל השליטה השקיע סכום ניכר מהונו ומחזיק נתח גדול מן הזכויות בחברה, לכן יש לו תמריץ לפקח על תהליך קבלת ההחלטות של הנהלת החברה. בעיית הנציג הקיימת בשווקים עם מבנה בעלות ריכוזי באה לידי ביטוי בניגוד האינטרסים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. בהקשר זה, קיים חשש כי בתאגיד עם בעל שליטה, הוא ינצל את מעמדו לפגיעה בתאגיד או בבעלי מניות המיעוט באותם מקרים בהם מתקיימת שונות באינטרסים של הצדדים. במיוחד אמור הדבר כאשר בעל השליטה הוא צד לעסקה עם התאגיד או כאשר מדובר בעסקה של תאגיד עם צד שלישי אשר לבעל השליטה יש בה אינטרס ישיר.²

חוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") אשר נכנס לתוקף בחודש פברואר 2000, מבקש להתמודד באופן ישיר עם בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט באמצעות קביעת הסדרים שונים אשר נועדו לצמצם את החשש כי בעל השליטה ינצל את מעמדו בחברה לשם פגיעה בטובת החברה או בזכויותיהם של ציבור המשקיעים. בחלוף עשרים שנים מאז חקיקת חוק החברות ועל רקע התמורות המשפטיות והכלכליות החשובות בעולם העסקי בישראל ובעולם בעשורים שחלפו, בשלה העת לבחון מחדש את תקופתם של הנחות היסוד אשר עמדו בבסיס חקיקתם של הוראות חוק החברות, לרבות התיקונים השונים בו. מאמר זה מבקש להרים תרומה חדשנית לפיתוחם של דיני תאגידים חדשים לישראל באמצעות פיתוחה של תשתית רעיונית המבקשת לקשור בין עיצובם המחודש של כלל הדינים לבין המאפיינים הייחודיים של החברות הציבוריות בישראל. בחיבור זה ארצה לשכנע כי על המחוקק ובתי המשפט להימנע מקביעת כללים משפטיים אחידים לכלל החברות הציבוריות בשוק ההון המקומי, אלא לפעול ליצירתם של

* ד"ר למשפטים (האוניברסיטה העברית בירושלים), תלמיד לתואר דוקטור במדעי הניהול (Rotterdam School of Management, Erasmus University). אני מודה להדס אהרונ-ברק, דוד אולשטיין, אסף אקשטיין, דוד האן וישראל קליין על שיחות והתכתבויות מעניינות. נוסף על כך, אני מודה מאוד לעורכות וחברי כתב העת משפטים דניאל בן דור, נועה צוקר, ליהי יעקבי, מתניה רוזין, גל דפדי, ענבר אסרף ושקד כהן-דור, על הערות מצוינות על טיוטות קודמות ועבודות עריכה יוצאת מגדר הרגיל. העמדות המובעות במאמר זה הן של המחבר בלבד.

¹ לניתוח מפורט ראו Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

² REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 29-48 (2017).

דינים עשירים יותר הלוקחים בחשבון את יחסי הכוחות המדויקים בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט, את המאפיינים של החברות הציבוריות (גודל, סוג, תחום פעילות ומצבן העסקי) ותרומתן לצמיחה הכלכלית במשק המקומי. לפיכך, אני מבקש לשרטט מחדש את כללי הממשל התאגידי בישראל באמצעות מודל חדשני שאותו אני מכנה **משטרי ממשל תאגידי יחסיים**.

מאמר זה נחלק לפרקים הבאים. בפרק א' אניח את התשתית העיונית העומדת בבסיס הטענה כי הנחוצה חשיבה מחודשת על כלל דיני התאגידים בישראל. במסגרת זו, אראה מדוע האסדרה הנוכחית אינה נותנת את הדעת באופן מקיף דיו למאפיינים הייחודיים של פעילות החברות הציבוריות בשוק המקומי כמו גם לגיוון הרב בדפוסי השליטה עליהן. בפרק ב' לחיבור זה, אציג את מסגרת החשיבה החדשה של משטרי ממשל תאגידי יחסיים ובפרק ג' אדון באופן שבו המודל המוצע מסדיר באופן מחודש סוגיות שונות בתחום דיני החברות, כגון: תכלית החברה העסקית וחובת האמונים של נושאי משרה, חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי, הליכי בחירתם של דירקטורים חיצוניים, והיקפה של הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעל שליטה. לאחר מכן, אציג את מסקנות החיבור.

א. מדוע נחוצה הסדרה מחודשת של דיני החברות בישראל

בחלק זה אניח את התשתית העיונית בבסיס הטענה כי נחוצה הסדרה מחודשת של דיני התאגידים בישראל. הדיון שלהלן יראה כי בשל נימוקים תיאורטיים, משפטיים ושוקיים, כללי ממשל תאגידי המסדירים באופן אחיד את פעילות כלל החברות הציבוריות בעלות מבנה הון ריכוזי בישראל אינם רצויים. חלף זאת, מאמר זה קורא ליצירתם של דינים עשירים יותר הלוקחים בחשבון את יחסי הכוחות המדויקים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט ואת מאפיינים המיוחדים של החברות הציבוריות, לרבות גודל החברה, תחום הפעילות, מצבן העסקי ותרומתן של אלה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

(1) נימוקים תיאורטיים

ככלל, בתאגיד עם בעלות מבוזרת מסור הכוח האפקטיבי לנווט את פעילות התאגיד בידי ההנהלה בלבד. לעומת זאת, בתאגיד עם בעל שליטה, הכוח האפקטיבי מסור בידי בעל מניות השליטה. השוני במבנה הבעלות בשווקים שונים משפיע על בעיות היסוד שעמה נדרשת מערכת המשפט להתמודד כמו גם על המנגנונים המתאימים להתמודדות עם בעיות אלה.³ התפיסה המקובלת בקשר עם בעיית הנציג במבנה בעלות ריכוזי היא שהחזקת מניות המקנות שליטה כרוכה בעלות ובתועלת לבעל השליטה, לבעלי מניות המיעוט ולחברה. בכל פעולה שמבצעת החברה או שמבצע בעל השליטה בקשר עם עסקיה של החברה עשויה להימצא תועלת פרטית שהינה ייחודית לבעל השליטה בלבד שבעלי מניות המיעוט אינם שותפים לה או זוכים ליהנות ממנה.⁴ בעניין זה, החשש הוא כי לכל הפחות בחלק מהמקרים שבהם מפק בעל השליטה טובת הנאה פרטית, זו מופקת על חשבון בעלי מניות המיעוט ובניגוד לטובת החברה.

³ אסף חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים** 35 (2009); זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני תאגידים" **ספר הזיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה** 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1997).

⁴ Lucian A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203, 1999), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/260.pdf (המחבר הציג מודל כלכלי המראה כי במדינות שבהן ישנה תועלת פרטית גבוהה מן השליטה יהיו בעלי שליטה רבים יותר); Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008); הדס אהרוני-ברק **עסקאות עם בעלי שליטה: אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט** 21-18 (2014).

הדעה המקובלת היא כי יש לצמצם את השימוש באמצעים משפטיים שונים המבצרים את שליטתו של בעל השליטה, כגון: הנפקת סוגים שונים של מניות והקניית זכות הצבעה עודפת למניות המוחזקות על ידי בעל שליטה (Dual-Class Shares), פירמידת שליטה המתאפיינת בשרשרת חברות אשר בראשה עומד בעל השליטה (Stock Pyramids), ושיטת החזקות צולבות שבה חברה א' מחזיקה במניות של חברה ב', אשר מחזיקה במניות של חברה א' (Cross Holding).⁵

עם זאת, החזקת שליטה בחברה כרוכה גם בעלויות פרטיות המוטלות על בעל השליטה עצמו שאינן משותפות לכלל המשקיעים, כגון: עלות הפיקוח על הנהלת החברה, העלות הטמונה באי היכולת לגוון את תיק ההשקעות והיות השקעתו בחברה בלתי נזילה.⁶ כאשר בעל השליטה מרכז את מרבית הונו בתאגיד מסוים, הרי שהוא מוותר על היתרונות הנעוצים בגיוון ונושא על שכמו את עלות הפיקוח וזאת לאור התועלת שאותה הוא מצפה להפיק מקיומה של שליטה.⁷ בהקשר זה, משקיעים עשויים להעדיף להישען על יכולתו של בעל השליטה לפקח באופן אפקטיבי יותר על ביצועי ההנהלה חלף הישענות על מנגנוני שוק חלקיים וחסרים.⁸ לכן, נטען כי בעל שליטה ימשיך להחזיק אינטרס שליטה בחברה ולשאת בעלויות הכרוכות בפיקוח על ביצועי ההנהלה כל עוד יהיה ביכולתו ליהנות מטובות הנאה פרטיות אשר יתמרצו אותו לשאת בעלויות אלה באופן בלעדי.⁹

לאחרונה, טענו Goshen & Hamdani כי בעלי שליטה יהיו מוכנים לשאת בעלויות הכרוכות בקיומה של שליטה לא בהכרח בשל רצונם לנתב טובות הנאה פרטיות מכיסה של החברה לכיסם אלא משום שמבנה בעלות שכזה מאפשר להם לממש את חזונם העסקי לגבי אינטרסים ארוכי הטווח של החברה.¹⁰ כלומר, בעלי שליטה מוכנים לשאת בעלויות אלה משום שהם סבורים כי מבנה בעלות כזה יאפשר להם להוציא לפועל תכניות ארוכות טווח לגבי פעילותה העסקית של החברה העשויים להצמיח רווחים העולים על העלויות הכרוכות בהחזקת מבנה בעלות ריכוזי.¹¹ ודוק, מימוש חזונו של בעל השליטה לגבי פעילותה העסקית של החברה אינה עשויה להיטיב רק עימו אלא היא מתיישבת גם עם האינטרסים של בעלי מניות המיעוט.¹² על

⁵ לדיון רחב באמצעים משפטיים אלה, ראו Lucian Bebchuk, Reiner Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randall K. Morck ed., 2000).

⁶ עם זאת, ראו המחקר של Mara Faccio et al., *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking*, 24 REV. FIN. STUD. 3601, 3636 (2011) (המחברים עומדים על הטרגויות רבה בקשר עם גיוון תיק ההשקעות של בעלי מניות המחזיקים בשיעור גבוה מהון המניות של החברה. נמצא, כי חברות הנשלטות על ידי בעלי מניות בעלי גיוון בתיק ההשקעות שלהם נוטים להתקשר בהשקעות מסוכנות יותר בהשוואה לחברות הנשלטות על ידי בעלי מניות שתיק ההשקעות שלהם אינו מגוון).

⁷ ברק-אהרונ, לעיל ה"ש 4, עמ' 17.

⁸ Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1651 (2006) ("[A] controlling shareholder may police the management of public corporations better than the standard panoply of market-oriented techniques employed when shareholdings are widely held.")

⁹ Gilson & Gordon, שם, עמ' 785: "Because there are costs associated with holding a concentrated position and with exercising the monitoring function, some private benefits of control may be necessary to induce a party to play that role." Gilson & Schwartz, שם, עמ' 164; Maria Gutierrez & Maria Isabel Saez, *A Contractual Approach To Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders* 5 (European Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 138/2010, 2010) <http://ssrn.com/abstract=2440663> ("A blockholder will only exert control if the sum of public and private benefits that he gets from doing so outweigh the private costs of control that he must incur in order to monitor management.")

¹⁰ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 124 YALE L. J. 560, 576-583 (2016).
¹¹ בהקשר זה, Gilson & Schwartz טענו כי על מנת לעודד יזמים להשקיע הון פרטי בתאגידים ציבוריים יש לאפשר להם להתקשר עם החברה בחוזים באשר להיקף ניצול טובות הנאה פרטיות על ידי היזמים תוך התניה על חובת האמון התאגידית, ראו Ronald Gilson and Alan Schwartz, *Corporate Control and Credible Commitment*, 43 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 119 (2015).

¹² אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" משפטים 762, 761 (2018) ("בעל השליטה הוא ברגיל ראש וראשון לחפצי בטובת החברה. ההחזקה הניכרת במניות יוצרת לו מניע לפעול לטובת החברה")

פי התיאוריה של Goshen & Hamdani, החשיבות בקיומה של שליטה אינה רק אינטרס של בעל המניות הגדול ביותר אלא אינטרס חשוב של כלל בעלי המניות בחברה. עם זאת, בעלי מניות המיעוט חוששים כי הפעלת השליטה תסב להם עלויות נציג שונות, ולכן הם מתקשים להפקיד בידיו של בעל השליטה את מושכות הניהול של החברה באופן שיאפשר לו להוציא לפועל תכניות ארוכות טווח. לפיכך, סבורים המהבירים כי יזמים או בעלי שליטה ובעלי מניות המיעוט יסכימו על חלוקה ביניהם של תזרים המזומנים וזכויות השליטה, באופן כזה שיאזן בין רצונו של היזם או בעל השליטה להבטיח את מימוש חזונו העסקי, ובין רצונו של משקיעים בהגנה מפני עלויות הנציג.¹³ לשיטתם, בעלי מניות של כל חברה המתאפיינת במבנה בעלות ריכוזי עשויים להסכים על חלוקה שונה של תזרים המזומנים וזכויות השליטה בין בעלי המניות, זאת בהתאם לכוחם היחסי.¹⁴

באופן דומה, לאחרונה טען Choi כי צמצום טובות הנאה פרטיות שמפיק בעל השליטה עלול להחליש את מחויבותו לפעול לטובת קידומם של אינטרסים ארוכי טווח של החברה, גם אם הדבר עלול לפגוע באופן ישיר במוניטין של החברה בשוק המוצרים.¹⁵ חלף אימוצה של מדיניות משפטית השוללת לחלוטין תיעול טובות הנאה פרטיות, יש להכשיר מצב דברים זה משום שהוא מתמרץ את בעל השליטה לפעול לטובת קידום אינטרסים ארוכי טווח של החברה. תפקידם של בתי המשפט הוא אפוא לבחון בדיעבד האם טכניקות אשר ביצרו את שליטתו של בעל השליטה בחברה, אפשרו לו להפיק טובות הנאה פרטיות רבות מידי שאינן מתיישבות עם קידום מטרות ארוכות הטווח של החברה.¹⁶ מהאמור לעיל, עולה כי ההנחה שבמבנה בעלות ריכוזי בעל השליטה עלול לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבונם של בעלי מניות המיעוט באופן הפוגע בטובת החברה אינה בהכרח משקפת את מצב הדברים בפועל. לעיתים, מבנה בעלות שכזה מאפשר לבעל השליטה לשמר את הערך הייחודי של הרעיון העסקי שלו. בנסיבות אלה, ניתן להניח כי ככל ששיטת משפט תרחיב את היקף ההגנה הניתנת לבעלי מניות המיעוט בקשר עם ניהול ענייניה הפנימיים של החברה בהשוואה לאינטרסים של בעלי השליטה בה, הדבר עלול להוביל לצמצום יכולתו של בעל השליטה לממש את חזונו העסקי לגבי פעילותה של החברה. נוסף על כך, תוצאה זו עלולה להביא לכך שבעל השליטה יבחר באופציית היציאה (exit) על פני קשירת גורלו בגורל החברה וזאת חרף העובדה כי בעל השליטה מוחזק לעיתים קרובות כגורם הבקיא ביותר בניהול עסקיה.¹⁷

מנגד, ניתן לטעון כי גם אם זוהי תוצאה אפשרית היא אינה בהכרח בעייתית, כיוון שהיא עשויה להביא להקטנת שיעורי ריכוזיות השליטה בישראל ולא ימוצם של דפוסים ביזוריים בדומה לקיים בשוק האנגלו-אמריקני. אולם, טענה מעין זו מניחה כי אימוצם של דפוסים כאלה עדיפה על פני קיומם של דפוסים ריכוזיים בישראל. העמדה המקובלת בספרות האמפירית היא כי לא ניתן לקבוע קטיגורית שמבנה בעלות פלוני עדיף על מבנה בעלות אלמוני, ולשני סוגי המבנים ישנם יתרונות וחסרונות יחסיים.¹⁸ מחקרים שונים מלמדים כי הקשר בין מבנה הבעלות על התאגיד לבין ביצועיו הוא מורכב ולא לינארי. כלומר, ככלל,

ומקנה לו את הכוח המתאים לפקח על ההנהלה ולכוון את פעולות החברה במטרה למקסם את שווייה לרווחת כל בעלי מניותיה".
¹³ Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 10, עמ' 598-611.

¹⁴ שם, עמ' 583-586.

¹⁵ Albert H. Choi, *Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value*, 8 HARV. BUS. L. REV. 53 (2018).

¹⁶ Choi, שם, עמ' 67-74.

¹⁷ Choi, שם, עמ' 58-59.

¹⁸ Harold Demstz & Belen Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, 7 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 209, 211-212 (2001) ("For the 223 firm sample examined here, the evidence supports the belief that ownership structure is endogenous but not the belief that ownership structure affects firm performance. These findings are consistent with the view that ownership structures, whether diffuse or concentrated, that maximize shareholder expected returns are those that emerge from the interplay of market forces", לעיל ה"ש 4, עמ' 17-12).

ריכוזיות השליטה מגדילה את ערך החברה משום שבעל השליטה מפקח על פעילות המנהלים כך שיפעלו לטובת האינטרסים של כלל בעלי המניות והחברה. אולם, לאחר סף מסוים של ריכוזיות השליטה, עלולה ההשפעה החיובית של בעל השליטה להצטמצם כיוון שגדל החשש כי יתעל טובות הנאה פרטיות על חשבון בעלי מניות המיעוט.¹⁹ בהיעדר הכרעה ברורה בין שני מבני הבעלות, נדמה, כי עדיפות מבנה בעלות כזה או אחר עשויה להיות מושפעת גם מהמסגרת המשפטית במדינה והתנאים הכלכליים בשוק המקומי.²⁰

ההסדרים הקבועים בחוק החברות הישראלי המתמקדים במערכת היחסים שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט עוצבו על רקע ההנחה כי בעל שליטה עלול לנצל את כוחו לרעה וקיימת חשיבות רבה ומיוחדת בקביעת מנגנוני פיקוח ובקרה הדוקים על פעילותו.²¹ בהתאם, דיני החברות המקומיים פיתחו מנגנונים אשר נועדו לצמצם את כוחו של בעל השליטה, כגון: חובת ההגנות המוטלת על בעל השליטה לפי סעיף 193 לחוק החברות, וההוראות בדבר אישור עסקאות עם בעלי עניין הקבועות בפרק החמישי לחלק השישי בחוק החברות.²² אולם, נדמה כי ההסדרה הקיימת אינה ערה לתובנות התיאורטיות שלפיהן אין הכרח לקבוע כי עיקר מעייניהם של בעלי השליטה הוא תיעול טובות הנאה פרטיות על חשבון בעלי מניות המיעוט, ולעיתים ייתכן כי חיזוק כוחם של הראשונים בהקשרים שונים עשוי דווקא להיטיב עם האינטרסים של החברה ובעלי מניות המיעוט בניהול מיטיבי של עסקי החברה. זאת ועוד, ספק אם ניתן לשלול את האפשרות כי ככל שתורחב ההסדרה הקיימת בקשר עם הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט תוך צמצום ממשי של היכולת של בעלי השליטה ליהנות מהיתרונות הכלכליים הגלומים בשליטה, לא יוכלו האחרונים לממש את חזונם העסקי בקשר עם פעילות החברה ויבחרו לצמצם את קשריהם ההדוקים עם החברה ולגוון את תיק ההשקעות שלהם. במובן זה, היכולת של בעלי השליטה להפיק תועלת כלכלית מסוימת מהשליטה היא זו בלבד אשר קושרת את פעילותם עם עסקי החברה לטווח ארוך.²³

(2) נימוקים משפטיים – עיון מחודש במשמעותו של המושג "שליטה"

המונח שליטה בחוק החברות מוגדר בהתאם למשמעותו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך") הקובע כי "שליטה" הינה "היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד, למעט יכולת הנובעת ממילוי תפקיד של דירקטור או נושא משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד". המונח "אמצעי שליטה" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות

¹⁹ Steen Thomsen and Torben Pedersen, *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, 21(6) STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL 689, 703 (2000) ("If the findings are interpreted literally, they indicate that shareholder value is maximized by intermediate degrees of ownership concentration, large block Félix J., למחקר דומה בברזיל, ראו López-Iturriaga and Vicente Lima Crisóstomo, *Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms*, 46(3) EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE 80 (2010). למחקר דומה באסיה, ראו Cynthia Utama et al., *Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence*, 17(2) CORPORATE GOVERNANCE 165 (2017).

²⁰ ראו גם אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: ממצאים ראשוניים" **מחקרי משפט** לא 1, 47-50 (2016).

²¹ הוראות רבות בחוק החברות מטילים על בעל שליטה מגבלות ואילווצים שונים בשלושה הקשרים מרכזיים: (א) בעת שאדם מבקש להגיע לשיעור החזקות שיאפשר לו לכוון את פעילות התאגיד, קרי: בעת רכישה או יצירת שליטה; (ב) בהגבלת מעורבותו של בעל השליטה בעת הפעלת החברה; (ג) בשעת מכירת השליטה. לסקירה רחבה של ההוראות השונות בהקשרים אלה, ראו אסף אקשטיין ודוד האן "שליטה: אחריות ללא סמכות?", נגיש בכתובת הבאה: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3238052.

²² בית המשפט העליון עמד על התכלית של הסדרים אלה בע"פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד (1) 294, 334 (2005) ("הליך האישור מעוגן בסעיף 96 נועד לאפשר התמודדות אפקטיבית עם הקושי המובנה בעסקה שבין החברה לבין בעלי השליטה בה. קושי זה אינו אלא אחד מפניה של הבעיה המרכזית של דיני החברות הציבוריות – בעיית הנציג").

²³ Choi, לעיל ה"ש 15, עמ' 94: "the presence of illiquid private benefits of control can function as a commitment mechanism by the controlling shareholder to stay with the firm in the long run".

ככל אחד מאלה: "(א) זכות ההצבעה באסיפה הכללית של חברה או בגוף מקביל של תאגיד אחר; (ב) הזכות למנות דירקטורים של תאגיד או את מנהלו הכללי". צירופן של הגדרות אלה מצביע על כך כי חזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית או מן הזכויות למנות דירקטור או מנהל כללי.²⁴ פסיקת בתי המשפט בישראל קבעה מבחן כפול לזיהוי קיומה של "שליטה" בחברה ציבורית הכולל היבט כמותי והיבט איכותי. בעוד שההיבט הכמותי נסמך על המבחנים הקבועים בחוק החברות ובחוק ניירות ערך, ההיבט האיכותי והחשוב יותר מבקש ללכוד תחת המונח שליטה בעלי מניות נוספים אשר אינם עומדים במבחנים הכמותיים הקבועים בחקיקה, אך יש להם יכולת לכוון את פעילות התאגיד.²⁵ פירוש הדבר הוא שההלכה הפסוקה יצקה למושג "שליטה" משמעות רחבה וגמישה אשר אפשרה הטלת חובות משפטיות שונות על בעלי מניות אשר אינם בהכרח עומדים בקריטריונים הכמותיים הקבועים בחקיקה לצורך סיווגם כבעלי שליטה.²⁶ עם זאת, הפסיקה נמנעה מלהגדיר באופן מתוחם וממצה כיצד בעל מניות מכוון את פעילותה של החברה, וההלכה בסוגיה זו התפתחה על רקע נסיבות עובדתיות שונות שהובאו לפתחו של בית המשפט באופן הגורע מיציבות הדין.²⁷ יתר על כן, חשוב להדגיש כי מבחני השליטה על פי הדין הישראלי דורשים הוכחה של שליטה בכוח, ואין הכרח להצביע על קיומה של שליטה כפועל יוצא של החזקה ברוב זכויות ההצבעה בחברה.²⁸ על פי פסיקת בתי המשפט בישראל, ייתכנו מצבים שבהם בעלי מניות מחזיקים בחלק קטן מההון, ואף על-פי כן, ייחשבו לבעלי שליטה משום שיש בידיהם הכוח המאפשר להם השפעה ממשית על הכוונת הפעילות בהקשרים שונים.²⁹ קביעה אחרונה זו עשויה אף היא להרחיב את מספר הגורמים אשר עשויים להיחשב לבעלי שליטה על פי הדין הישראלי.

²⁴ ראו גם אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, עמ' 4-5.

²⁵ ראו ע"מ 6352/01 **חדשות ישראל (א.א.א. סי) בע"מ נ' שר התקשורת**, פ"ד נו(2) 97, פסקה 8 לפסק דינה של השופטת פרוקציה (2011) ("קורה לא אחת כי בעל מניות עשוי אף לשמש "לשון מאזניים" בין שתי קבוצות של בעלי מניות שליטה וקולו נדרש כדי לתת לאחת הקבוצות רוב דרוש לקבלת החלטה, ויש שנתונה בידו זכות וטו למנוע קבלת החלטה בעניינים חשובים. השפעה מעין זו על ענייני החברה עשויה להגיע כדי כוח שליטה. על-כן כדי להגדיר "שליטה" בתאגיד נדרש, מבחן מהותי המתחקה אחר מידת היכולת של גורם זה או אחר לכוון את פעילות התאגיד או להשפיע עליה [...] מהותן של הגדרות השליטה בתאגיד נגזרות אפוא מהצורך המיוחד ומההקשר שלשמן הובאו"); ע"א 7414/08 **תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Pharmaceutical Sun Industries Ltd**, פסקה 39-40 לפסק דינה של כב' השופטת פרוקציה (פורסם בנבו, 7.9.2010) ("כדי להגדיר "שליטה" בתאגיד, נדרש, אפוא, מבחן מהותי, אשר יעריך את מידת היכולת של גורם זה או אחר לכוון את פעילות התאגיד, או להשפיע עליה. מבחן כמותי, המתבסס על שיעור אמצעי השליטה המוחזקים בידי בעל מניות עשוי לשמש כלי עזר לענין זה, אך לא תמיד יספיק כשהוא לעצמו לצורך איתור ה"שליטה"); ע"א 345/03 **דן רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש**, פ"ד סב(2) 437, פסקה 11 לפסק דינו של השופט עדיאל (2007).

²⁶ עמד על כך השופט כבוב ב"א (ת"א) 48851-02-12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ**, פסקה 92 (פורסם בנבו, 16.7.2012) ("**עניין מטרת מיזוג (מחוזי)**") ("לטעמי, ההגדרה הרחבה של הגדרת השליטה מכתובה כי ניתן להכיר בקיומם של כמה בעלי שליטה הדורים בכפיפה אחת בחברה מכוח אינדיקציות שונות, ולו בעניינים שונים (כגון הצעה פרטית; אישור עסקאות עם בעלי עניין וכד'); ולהטיל עליהם, במקרים המתאימים, את החובות המוכתבות על ידי דיני החברות בנושא"). ראו גם רע"א 1896/12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל**, פסקאות 7-10 לפסק דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 13.3.2012) ("**עניין מטרת מיזוג (עליון)**"); ברע"א 2903/13 **אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שקדי**, פסקאות 44-46 לפסק דינה של המשנה לנשיאה (כתוארה אז) נאור (פורסם בנבו, 27.8.2014).

²⁷ ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, עמ' 10-11.

²⁸ תנ"ג 8095-09-15 **ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ**, פסקה 40 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 5.7.2017) ("שליטה" נבחנת אם כן במבחן איכותי – היכולת לכוון את פעילות התאגיד. הפסיקה פירשה מבחן זה בפרשנות רחבה, כאשר הדגש הוא על ה"יכולת" לכוון את פעילות התאגיד ולא דווקא הפעלתה בפועל של יכולת זו בכל מקרה ומקרה"). זוהי גם עמדתה של רשות ניירות ערך במענה לפנייה מקדמית של **בריל תעשיות נעליים בע"מ** מיום 19.10.2017 ("המבחן לקיומה של שליטה בהתאם לחוק הינו "מבחן מהותי – איכותי הבוחן את היכולת לכוון את פעילות התאגיד. בחינה רחבה "השמה דגש על השליטה בכוח, עצם יכולת ההשפעה וההכוונה, ולא על השאלה האם בחר בעל השליטה להפעיל את הכוח האמור בפועל"). נגיש בקישור הבא: <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1139001-1140000/P1139153-00.pdf>. ראו גם אהרונ-ברק, לעיל ה"ש 4, עמ' 29-30 ("לשם קביעה כי מדובר בבעל שליטה אין צורך בהוכחה של שליטה בפועל אלא די בהוכחת שליטה בכוח. המבחן הכמותי הקשיח הוא מבחן עזר למבחן המהותי, ואינו מבחן מספק שדי בו בעצמו. דהיינו גם בעל מניות שאינו מחזיק ביותר ממחצית זכויות ההצבעה בתאגיד יכול להיחשב כבעל שליטה בשל עמידתו בתנאי המבחן המהותי").

²⁹ ע"פ 3506/13 **דוד הבי נ' מדינת ישראל**, פסקה 223 לפסק הדין של כב' השופטים דנציגר, סולברג וברק-ארו (פורסם בנבו, 12.1.2016).

ודוק, כתוצאה מההרחבה הניכרת של המושג "שליטה", ההסדרים הקבועים בחוק החברות הקובעים מגבלות שונות על בעל השליטה בהקשרים שונים, כגון: בעת רכישת שליטה או יצירת שליטה,³⁰ בעת ניהול ענייניה הפנימיים של החברה,³¹ ובעת מכירת השליטה,³² הוטלו גם על בעלי מניות נוספים שאינם עומדים בספים הכמותיים הקבועים בחוק החברות וזאת על אף שיש שונות רבה ביניהם בקשר ליכולתם לנווט את פעילותה של החברה בעניינים שונים. זאת ועוד, עד היום הפסיקה לא עשתה שימוש במבחנים האיכותיים על מנת לשלול מבעל מניות מסוים את מעמדו כבעל שליטה.³³ עיון בפסקי הדין שבהם נערך דיון במבחני השליטה לגופים של דברים מצביע על כך שהשימוש במבחנים האיכותיים נעשה אך ורק כדי להרחיב את החובות המוטלות על בעל השליטה ולא לצמצם.³⁴ פסיקת בתי המשפט מדגישה כי המבחנים האיכותיים לקיומה של שליטה אינם בבחינת רשימה סגורה ובכל מקרה "הבחינה צריכה להיעשות לנסיבות כל מקרה לגופו תוך התייחסות לנתוני היכולת הממשית לשלוט בתהליך קבלת ההחלטות או להשפיע עליו".³⁵ יתר על כן, על פי הפסיקה ייתכנו מצבים "בהם פלוני מחזיק בחלק קטן ממניות התאגיד או אף לא מחזיק בהן כלל, אך יחד עם זאת הוא בעל יכולת השפעה ממשית על פעילות התאגיד וככזה הוא נחשב "בעל-שליטה" בו".³⁶ קביעה אחרונה זו מרוקנת למעשה מכל תוכן את המשמעות המצומצמת (ממילא) שניתנה על פי הדין הישראלי למבחנים הכמותיים לקיומה של "שליטה" ועושה את הוראות חוק החברות פלסטר. לא מן הנמנע, כי ההגדרה הגמישה והרחבה של המונח "שליטה" בחוק החברות עלולה לגרום לבעלי מניות שונים אשר אינם עומדים בספים הכמותיים הקבועים בחוק החברות לעניין שליטה, לבזר את השקעתם. זאת על אף, שהשקעתם הניכרת בחברה נובעת מהאמון הרב, שהם רוחשים לה והיכולת הממשית שלהם לתרום ממומחיותם להצלחת עסקיה. בהמשכו של חיבור זה ארצה להראות שחלף פרשנות זו למונח שליטה, יש לאמץ פרשנות מצומצמת יותר הנותנת משקל ראוי למבחנים הכמותיים הקבועים בחוק החברות ומשלבת באופן מוגבל אלמנטים איכותיים נוספים לעניין קיומה של שליטה. מבחנים אלה הינם ביטוי לגישה קונטקסטואלית הקושרת באופן מדויק יותר בין מנגנוני הפיקוח והבקרה על בעלי שליטה לבין היכולת

³⁰ ראו סעיפים 270(5), 274, 328(א), ו-331(א) לחוק החברות. לדיון בהוראות אלה, ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, בעמ' 16-15.

³¹ ראו סעיפים 239-240, 244-245, ו-267א(ב) לחוק החברות. לדיון בהוראות אלה, ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, בעמ' 22-20.

³² סעיפים 29(א) ו-30(א) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 ("חוק הריכוזיות"). לדיון בהוראות אלה, ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, עמ' 24; מינס, לעיל ה"ש 20, עמ' 60-65; עידו לחובסקי **דיני חברות – חברה יחידה ואשכול חברות** 235-221 (2014).

³³ מסקנה זו נשענת על בחינה של כל האזכורים של מבחני השליטה בפסיקת בית המשפט העליון ופסיקת בתי המשפט המחוזיים.
³⁴ פסקי הדין של בית המשפט העליון כוללים את עניין **חדשות ישראל**, לעיל ה"ש 25; עניין **תרו**, לעיל ה"ש 25; עניין **רייכרט**, לעיל ה"ש 25; עניין **מטרת מיזוג (עליון)**, לעיל ה"ש 26; עניין **אינטרקולוני**, לעיל ה"ש 26; עניין **הבי**, לעיל ה"ש 29; ע"פ 2103/07 **הורוביץ נ' מדינת ישראל**, פסקה 253 (פורסם בנבו, 31.12.08); ע"מ 4011/05 **דגש סחר חוץ (ספנות) בע"מ נ' רשות הנמלים (חברת נמלי ישראל פיתוח ונכסים בע"מ)**, פסקה 55 (פורסם בנבו, 11.2.2008). פסקי הדין של בתי המשפט המחוזיים כוללים את עניין **מטרת מיזוג (מחוזי)**, לעיל ה"ש 26; עניין **ק.ר.נ.א.**, לעיל ה"ש 28; ת"פ (ת"א) 40213-05 **מדינת ישראל – פרקליטות מחוז ת"א – מיסוי וכלכלה נ' אריה גבעוני ואח'** (פורסם בנבו, 26.12.2012) וע"א (מחוזי י-ם) 23923-06-14 **ביג פק בע"מ נ' מדינת ישראל** (פורסם בנבו, 16.10.2015). עמדה דומה הובעה על ידי רשות ניירות במסגרת ההליכים המשפטיים בפר"ק 2028-12-11 **אאורה השקעות בע"מ נ' עו"ד לדרמן** (פורסם בנבו, 2014) ("המבחן לקיומה של שליטה על פי הגדרת החוק לעיל, הינו 'מבחן פונקציונלי-איכותי גמיש', כפונקציה של נסיבות העניין המיוחדות וממילא אינו מתמצה בבדיקה כמותית של אמצעי השליטה שביד השולט בחברה על היכולת לכוון את פעילות החברה כאמור ניתן ללמוד ממגוון רחב של מאפיינים כגון: שיעור האחזקה במניות התאגיד הנשלט; הזכות והיכולת למנות דירקטורים או מנכ"ל לחברה; השפעתו המוכחת של בעל המניות; יכולתו של בעל המניות למנוע מיזוגים והשתלטויות, ועוד. כאשר משקלם של מאפיינים אלה באיתור כוח שליטה עשוי להשתנות בהתאם להקשר שבו נבחן קיומה של שליטה בתאגיד"). נגיש בכתובת הבאה: http://www.isa.gov.il/http://www.isa.gov.il/2020%מפוקחים/Corporations/Staf_Positions/Emdot/emdot/Documents/2023.4.14.pdf.

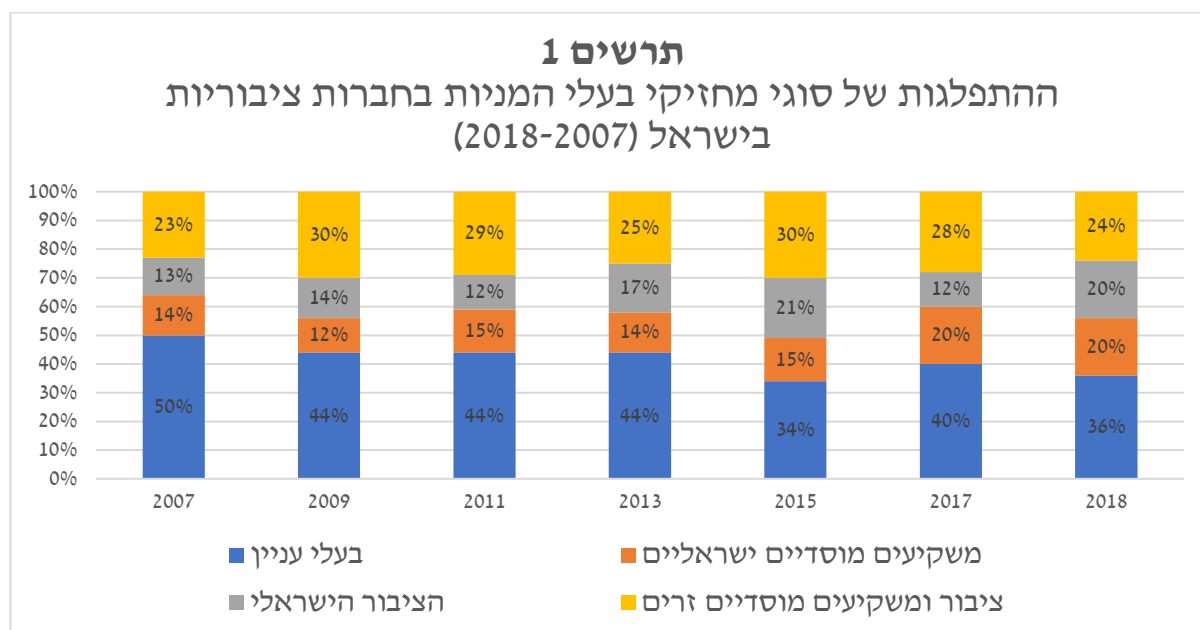
³⁵ עניין **חדשות ישראל**, לעיל ה"ש 25, עמ' 114; עניין **תרו**, לעיל ה"ש 25, פסקה 40.

³⁶ עניין ק.ר.נ.א., לעיל ה"ש 28, פסקה 43 לפסק הדין של השופטת רונן; עניין **גבעוני**, לעיל ה"ש 34, פסקה 574 לפסק דינו של השופט כבוב ("מושג השליטה קיבל פרשנות מרחיבה, הן עובר לחקיקת חוק החברות והן לאחריה... הפסיקה קבעה כי יתכן שבעל מניות ייחשב כבעל השפעה על התנהלות התאגיד אף שלא באמצעות כוח הצבעה").

הספציפית לנווט את פעילותה של החברה בתחומים שונים.³⁷

(3) נימוקים שוקיים

מקובל לגרוס כי שוק ההון הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי הבא לידי ביטוי בקיומן של קבוצות עסקיות ששולטות על חברות ציבוריות אחרות דרך מבנה שליטה המאופיין בשרשרת פירמידאלי. במרבית החברות הציבוריות קיים בעל שליטה המחזיק בשיעור ניכר ממניות החברה והוא מסוגל לכוון את פעילות התאגיד ולהשפיע על אופן התנהלותו.³⁸ עם זאת, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה מובהקת של שינויים בהרכב בעלי המניות בחברות ציבוריות. על פי פרסומי הבורסה לניירות ערך בתל אביב,³⁹ נתח הציבור בהון המניות של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה עלה מכ-53% בשנים 2004-2007 ל-58% בשנים 2008-2013, לכ-61% במהלך שנת 2014 ועד לכ-64% בשנת 2018. תרשים מס' 1 מציג באופן תיאורי את נתוני ההתפלגות של סוגי בעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל בין השנים 2007-2018.⁴⁰



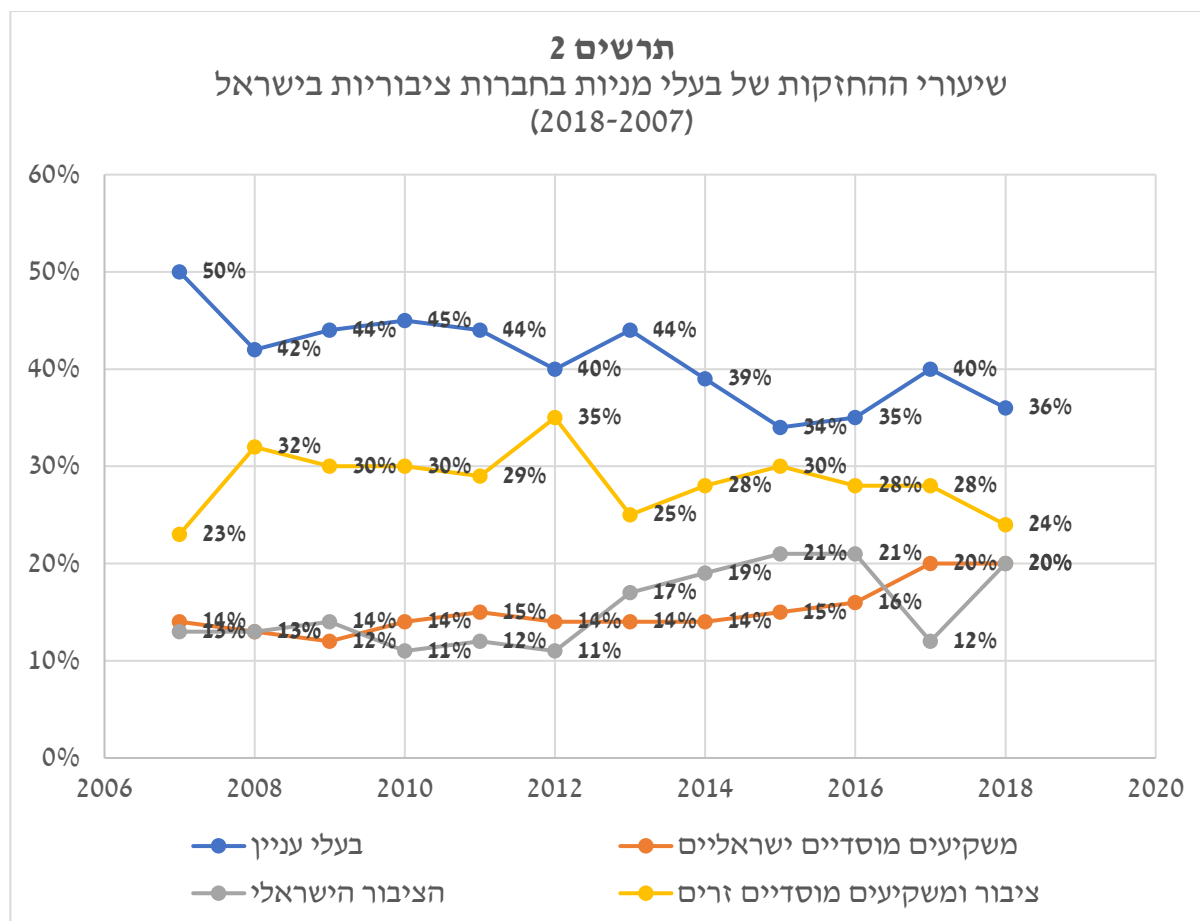
תרשים מס' 2 מצביע על ירידה עקבית ונמשכת בשיעור החזקות של בעלי עניין ובמקביל עלייה עקבית בשיעור החזקות של הציבור והמשקיעים המוסדיים בהון המניות של חברות ציבוריות בין השנים 2018-2007.

³⁷ ראו להלן הטקסט הנלווה לה"ש 58-70.

³⁸ חמדני ריכוזיות השליטה, לעיל ה"ש 3, בעמ' 18-34.

³⁹ ראו למשל קובי אברמוב, בעלי עניין מכרו לציבור מניות בשווי של כ-5.2 מיליארד שקל במחצית הראשונה של 2018 (הבורסה לניירות ערך, יחידת המחקר, יולי 2018); קובי אברמוב, בעקבות חוק הריכוזיות מחקו קבוצות שליטה 25 חברות שכבה בשווי כולל של כ-30 מיליארד ₪ (הבורסה לניירות ערך, יחידת המחקר, אוקטובר 2018).

⁴⁰ הנתונים נגישים בכתובת הבאה: <https://info.tase.co.il/heb/statistics/annualreviews/Pages/annualreviews.aspx>.



כנגד ההצגה האמורה ניתן לטעון כי הירידה החדה בשיעור החזקות של בעלי עניין בחברות ציבוריות בישראל הינה פועל יוצא של הוראות חוק הריכוזיות. גם אם לא ניתן לשלול את ההשפעה של הוראות חוק הריכוזיות על היקף האחזקה של בעלי עניין, תרשימים מס' 1 ו-2 מלמדים כי המגמה האמורה החלה מספר שנים לפני חקיקת חוק הריכוזיות ואף בטרם החלו הדיונים בנוגע אליו.⁴¹

לדעתי, ניתן לייחס את הירידה הבולטת בשיעורי ריכוזיות השליטה בשוק הישראלי בשנים האחרונות גם להתחזקות ההגנה שמעניק הדין הישראלי לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט ולירידה הניכרת בשיעורי פרמיית השליטה כפועל יוצא מכך. כאמור, שליטה בחברות ציבוריות מעניקה לבעלי השליטה טובות הנאה פרטיות אשר בעלי מניות המיעוט אינם שותפים להן. בדרך כלל, במבנה בעלות ריכוזי, התשלום המשולם בעסקה למכירת שליטה מעבר לערך השוק של המניות מהווה פרמיה בגין הערך הפרטי של השליטה העובר מידי של בעל השליטה הנוכחי לבעל השליטה החדש ומכונה "פרמיית שליטה".⁴² הן בכתובה התיאורטית והן בכתובה האמפירית נמצא קשר ישיר בין מבנה בעלות ריכוזי לבין יכולתו של בעל שליטה ליהנות מטובות הנאה פרטיות בדמות פרמיית שליטה.⁴³ העמדה המקובלת בקרב מלומדים רבים הייתה כי פרמיית השליטה

⁴¹ מינס, לעיל ה"ש 20, עמ' 45 ("ייתכן אפוא שמדובר במגמה שאינה נובעת במישרין מהחוק [הריכוזיות – ל.י.א], אך מתיישבת עם חקיקתו או מקבלת משנה תוקף ממנו").

⁴² לדיון רחב בספרות הישראלית בקשר עם אסדרה של פרמיות שליטה, ראו מורן אופיר "פרמיית שליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private" **משפט ועסקים** כ 417 (2017).

⁴³ ראו Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN 537 (2004); Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence*, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011). ודוק, אין באמור בטקסט בכדי לגרוע מהאפשרות שבנסיבות מסוימות פרמיה המשולמת לבעל השליטה הנוכחי עבור העברת השליטה לבעל שליטה חדש עשויה להיות מוצדקת ככל שיש בה לקשור את בעל השליטה לעסקיה של החברה בטווח הארוך. ראו Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 10, עמ' 605-604.

הגבוהה הקיימת בשוק הישראלי מלמדת על מבנה בעלות ריכוזי מאוד שבו קיימת הגנה נמוכה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.⁴⁴ עם זאת, מחקר חדש של שרון חנס ואילון בלום מהעת האחרונה מלמד כי פרמיית השליטה בישראל הלכה והצטמצמה בעקבות שינויים חקיקתיים ורגולטוריים המצרים את כוחם של בעלי שליטה בחברות ציבוריות בישראל.⁴⁵ המחברים ביקשו לאמוד את פרמיית השליטה בישראל בין השנים 2006-2014 ומצאו כי בתקופה זו חלה ירידה משמעותית בפרמיית השליטה בהשוואה למחקרים קודמים וכי היא עומדת על שיעור של 4.6% בלבד. יתירה מכך המחברים קבעו כי חלק מהעסקאות בשנים הללו התבצעו בפרמיה שלילית, וכשמחשבים את פרמיית השליטה בהתאם לגודל העסקאות שנבחנו על ידם, אזי גובה הפרמיה הוא 1.2% בלבד.⁴⁶ כלומר, המאפיין המובהק של מבנה הבעלות הריכוזי בישראל שעליו עמדה ספרות המחקר בעבר נחלש באופן משמעותי. יתר על כן, עצם קיומה של פרמיית שליטה מסוימת בשווקים ריכוזיים אינה בהכרח ראוייה לגינוי. קיומה של פרמיה שכזו נשענת על התשלום שמקבל בעל השליטה תמורת פיקוח על הנהלת החברה וקשירת גורלו בגורל החברה לטווח ארוך מחד גיסא, והרווחים העודפים שבעל השליטה מפיך על חשבון בעלי מניות המיעוט (בהשוואה לעלות אשר הייתה נגרמת מקיומה של הנהלה בלתי מפקחת בחברה בבעלות מבוזרת), מאידך גיסא. לפיכך, מנקודת מבטי על מעצבי המדיניות לבחון כיצד הרגולציה של דיני החברות וניירות הערך אינה שוללת לחלוטין קיומה של פרמיית שליטה אלא מאפשרת את קיומה ככל שמדובר בשיעור אופטימלי לטובת האיזון בין שני השיקולים שהוזכרו לעיל באופן המשיא את שווי החברה לטובת כלל בעלי המניות.⁴⁷

יובהר, כי לצד צמצום בדפוסים ריכוזיים, ישנם ניצנים בולטים לדפוסים ביזוריים הבאים לידי ביטוי בקיומן של חברות מרכזיות שונות בשוק ההון הישראלי הפועלות ללא גרעין שליטה. בעיית הנציג המאפיינת חברות כאלה אינה בין בעלי שליטה לבעלי מניות המיעוט אלא בין הנהלת החברה לבעלי המניות בדומה לשווקים האנגלו-אמריקניים. מצב הדברים כיום הוא שכ-81% מהחברות הציבוריות (לרבות אלה הדואליות) הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב מתאפיינות בריכוזיות השליטה וכ-19% מהן מתנהלות ללא גרעין שליטה.⁴⁸ זאת ועוד, ישנן דעות בפרקטיקה המשפטית והעסקית בישראל הקובעות כי הרגולציה הכבדה בעקבות המשבר הפיננסי של שנים 2007-2009 הובילה לירידה בהיקף ההנפקות בשוק הראשוני בבורסה לניירות ערך בתל אביב ולירידה במחזורי המסחר.⁴⁹ אף שקביעה אחרונה זו נשמעה גם על

⁴⁴ ראו גם חוות דעתו של פרופ' Lucian A. Bebchuk אשר צורפה לדין וחשבון הסופי של הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2012) הכותב בעמוד 16 כדלקמן: "The evidence that private benefits in Israel are high relative to international levels, and are higher than in other advanced OECD countries, indicates that agency problems and extraction of private benefits are especially significant in Israel". נגיש בקישור הבא: <https://www.news1.co.il/uploadFiles/758693873882294.pdf>.

⁴⁵ Sharon Hanes & Eylon Blum, *Does Law Matter? Private Benefits of the Controlling Shareholder Following Legal Reform*, available at http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/control_premium_cls.pdf. ממצאים דומים לאלו של חנס ובלום נמצאו גם בשוק האיטלקי. ראו Carmelo Intrisano, *Have the Private Benefits in Italian Firms Decreased?*, 11 CHINESE BUS. REV. 911 (2012).

⁴⁶ Hanes & Blum, שם, עמ' 8-9.

⁴⁷ והשוו עם כתיבתו של Choi, לעיל ה"ש 15.

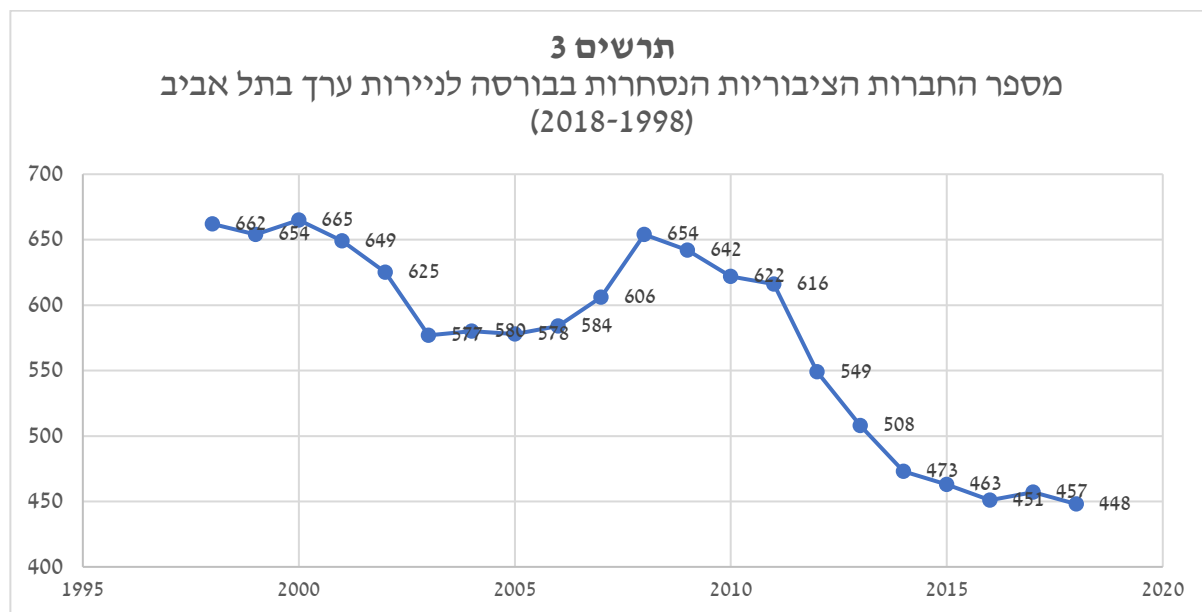
⁴⁸ נתונים אלה נמסרו על ידי יושבת ראש רשות ניירות ערך, ענת גואטה בכנס שקיימה הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב ביום 27.11.2018. נגיש בקישור הבא:

http://www.isa.gov.il/http://www.isa.gov.il/Pages/MEMSHAL_TAAGIDI.aspx/178/2018.

⁴⁹ דין וחשבון הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנוזלות בבורסה 110-111 (2014) ("במסגרת דיוניה שמעה הוועדה טענות מגורמים שונים, על כך שאחת הסיבות המרכזיות לירידה בפעילות בשוק ההון בכלל ובבורסה בפרט, היא ההתגברות וההחמרה ברגולציה במהלך השנים האחרונות"). ראו בהקשר זה גם מחקרו האמפירי של יואל בן צור אשר בוחן את ההשפעה של אירועים שונים הקשורים לתהליך אימוץ הרגולציה על ערכן של החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. התוצאה המרכזית מלמדת על תגובה שלילית מובהקת של חברות אחזקה העומדות בראש פירמידה עסקית, כתוצאה מאימוץ תיקון 20 לחוק החברות. ראו יואל בן אור שכר בכירים בחברות ציבוריות: השפעת הרגולציה על ערך החברות (עבודת גמר לתואר מוסמך בכלכלה ומדיניות ציבורית באוניברסיטה העברית, 2014). נגיש בקישור הבא: <https://public-policy.huji.ac.il/publications>. שכר-בכירים-בחברות-ציבוריות-השפעת-הרגולציה-על-ערך-החברות.

ידי משפטנים מעבר לים, קיים קושי רב להעריך את נכונותה הלכה למעשה.⁵⁰

תרשים מס' 3 מציג את הירידה החדה במספר החברות הנסחרות בין השנים 1998-2018 (הציר האנכי מסמן את מספר החברות הרשומות למסחר מידי סוף שנה קלנדרית). יודגש כי הנתונים מתייחסים אך ורק לחברות מניות ואינם כוללים נתונים על חברות אגרות חוב בלבד.⁵¹



מהאמור לעיל, מצטיירת התמונה הבאה: בניגוד לדעה המקובלת שלפיה השוק הישראלי מתאפיין בריכוזיות שליטה מובהקת, בפועל קיימת היחלשות משמעותית של הדפוסים הריכוזיים ועלייה בולטת בדפוסים הביזוריים. העלייה בדפוסים הביזוריים באה לידי ביטוי בגידול משמעותי בשיעור האחזקות של בעלי מניות מן הציבור בהון המניות של חברות ציבוריות ובכך שחברות לא מעטות כיום מתנהלות ללא גרעין שליטה (במיוחד אמור הדבר במערכת הבנקאית).⁵² ההיחלשות של הדפוסים הריכוזיים מתבטאת בירידה חדה בשיעור האחזקות של בעלי עניין בחברות ציבוריות וצמצום חד של פרמיית השליטה שאותה מפיקים בעלי השליטה. המסקנה היא כי השוק ההון המקומי מתאפיין בדפוסים ריכוזיים ובדפוסים ביזוריים כאחד. הואיל והספרות האמפירית טרם הכריעה באשר לעדיפותו של מבנה בעלות ריכוזי או ביזורי,⁵³ המחוקק ורשויות הפיקוח אינם נדרשים לעצב רגולציה שעניינה הכרעה בין שני מבני הבעלות הללו. בעוד שמנסחי חוק החברות עיצבו הסדרים משפטיים אשר הלמו מציאות כלכלית של ריכוזיות שליטה מובהקת בשוק ההון הישראלי, הרי שהמציאות הכלכלית הנוכחית מצביעה על הצדקה באימוץ תפיסה רגולטורית חדשה.⁵⁴

⁵⁰ ראו למשל, עידו באום "המשקיעים צריכים להתעורר - המעבר לקרנות האינדקס מאיים על השיטה" **זה-מקור** (15.7.2019) ("פרופסור רוברט ג'קסון, אחד מחמשת הנציבים העומדים בראש רשות ניירות הערך בארה"ב (SEC) שמע כבר את כל התלונות המוכרות על רגולציה, ומציע להסתמך על עובדות. יותר מדי חובות דיווח מברירות את החברות מהבורסה? הוא לא קונה את הסיפור הזה. מתן הקלות לחברות זרות כדי למשוך אותן לשוק המקומי בישראל? לא מומלץ... לא מפתיע, אם כך, שג'קסון הוא אופוזיציה לוחמנית ליתר חברי הנהגת SEC שרובם מקדמים אג'נדה של דהרגולציה. הוא מבטיח להמשיך לנסות לשכנע אותם שהם טועים. "יש לי ז-ן - אני צעיר", הוא מעיר בהומור האופייני לו").

⁵¹ הנתונים נאספו מהסקירות השנתיות שמפרסמת הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

⁵² בין החברות הבולטות בשנת 2018 אשר עברו להתנהל ללא קיומו של בעל שליטה, ניתן למנות את חברת שופרסל (יוני 2018), תמר פטרוליום (יולי 2017), פז חברת נפט (ספטמבר 2016), וכיום חלק ניכר מהבנקים בישראל מתנהלים ללא גרעין שליטה, לדוגמא: בנק הפועלים (נובמבר 2018), בנק דקסיה ישראל (מרץ 2018), בנק דיסקונט (דצמבר 2013) ובנק לאומי (מרס 2012).

⁵³ ראו הטקסט הנלווה לה"ש 20-18.

⁵⁴ ראו גם דבריה של מינס שנראה כי גם נוטה לעמדה זו, לעיל ה"ש 20, עמ' 50 בכתבה: "לאור זאת, ראוי לשאול אם הצעדים שנוקטים המחוקק והרגולטור הישראליים בעשור האחרון, שמכוונים כולם להצרת צעדיו של בעל השליטה, אינם עלולים להטות את הכף בצורה חדה מדי לכיוון הנגדי, מבלי שברור שפיזור החזקתן של המניות בחברות ציבוריות יוביל לתועלת, ובהתעלם מהעלויות הכרוכות בכך".

ב. לקראת עיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים בישראל: התשתית העיונית

בפרק זה ברצוני לשרטט תיאוריה חדשה לעיצוב כללי ממשל התאגידי שאותה אכנה "משטרי ממשל תאגידי יחסיים" (Relative Corporate Governance Regimes). גישה זו מבקשת לעצב מחדש את כללי הממשל התאגידי באופן שייתן ביטוי מדויק יותר ליחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, למאפייני החברות הציבוריות והשוק בכללותו. עיצוב משטרי הממשל התאגידי בהתאם למאפיינים הייחודיים של החברה והשוק הרלבנטי יאפשר יצירתם של כללים עשירים ומגוונים יותר מאלה הקיימים כיום.

1. הצגת התיאוריה

כזכור, הפרק הראשון לחיבור זה לימד אותנו שמבנה הבעלות הריכוזי במשק הישראלי נחלש באופן משמעותי ותחתיו מתקיימים בו דפוסים ריכוזיים וביזוריים כאחד. על רקע זה, קיימת נחיצות בעיצובם של כללי ממשל תאגידי חדשים, אשר מחד גיסא ימתנו את החשש האינהרנטי כי בעל השליטה יפעל לטובת קידום אינטרסים אישיים שאינם מתיישבים עם האינטרס של בעלי מניות המיעוט; ומאידך גיסא ייתן משמעות לעלייה מובהקת בשיעור החזקות הציבור בהון המניות של חברות ציבוריות ולהגנה הרחבה שלה זוכים בעלי מניות המיעוט כנגזרת מכך. דא עקא, כפי שלימד אותנו הפרק הקודם, ההלכה הפסוקה העניקה פרשנות רחבה למונח "שליטה" וזאת על מנת ללכוד תחת מנגנוני הפיקוח והבקרה של חוק החברות בעלי מניות שונים המחזיקים ביכולת להכווין את פעילות התאגיד אף שאינם עומדים בחזקות הכמותיות הקבועות בדין החקוק. על רקע המציאות החדשה שבה הדפוסים הריכוזיים של המשק הישראלי נחלשים, עמדה זו עלולה להוביל לתוצאה גרסיבית של הדרת בעלי השליטה מחברות ציבוריות וזאת על אף שהללו מוחזקים כבעלי הפוטנציאל הגבוה יותר לקדם את טובתה של החברה.⁵⁵ התיאוריה שאותה אשרטט מיד מניחה כי קיימת שונות רבה ביחסי הכוחות שבין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט במגוון רחב של חברות ציבוריות במבנה בעלות ריכוזי. הגיוון האמור נשען על שיעורי החזקות שונים של בעלי עניין ובעלי מניות המיעוט; על כך שמדובר בחברות בעלות שווי שוק והיקף הכנסות שונים (החל מחברות בינלאומיות וכלה בחברות שירותים קטנות); ועל כך שהן פועלות במגזרי פעילות שונים הכפופים לרגולציה נוספת להוציא זו הנוגעת לדיני חברות. מאפיינים מגוונים אלה מצביעים על כך שיש להימנע מגישה המחילה כללים נוקשים על כלל החברות הציבוריות בישראל בבחינת *one size fits all*.⁵⁶ לפיכך, מטרתה של התיאוריה המוצעת היא ליצור רגולציה אשר תשקף את השונות האמורה באמצעות קביעתם של כללים מידתיים התפורים למאפייני החברות הציבוריות. התאמה מדויקת שכזו תאפשר צמצום העלויות הכספיות הכרוכות בציות להוראות חוק החברות, תעודד רישומן של חברות בשוק המניות הראשוני, וזאת מבלי לחייב השקעת תשומות זמן מופרזות על ידי מוסדות החברה.⁵⁷ לאור האמור, אציע לעצב את כללי הממשל התאגידי בקשר עם הסדרת יחסי הכוח שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט באופן שייתן ביטוי לקריטריונים הבאים: יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד יכולתו של בעל השליטה להכווין את פעילותו העסקית של התאגיד, גודל והיקף הפעילות התאגידי ומגזרי

⁵⁵ חמדני וחנס, לעיל ה"ש 12.

⁵⁶ Barry Baysinger & Henry Butler, *Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law*, 10 J. CORP. L. 431, 457 (1985) ("any imposition of uniformity – either liberal or strict – on the system of corporate law will be Pareto inefficient").

⁵⁷ ראו בהקשר זה גם דבריהם של Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 826 (2017) ("But the inescapable tradeoff between principal costs and agent costs cautions against such one-size-fits-all regulations. It suggests that lawmakers should permit a range of governance structures, enabling each firm to allocate control rights in the manner that minimizes total control costs").

הפעילות שבהן עוסקות החברות הציבוריות.

(א) יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט

על פי קריטריון זה, על מעצבי המדיניות לבחון את יחס הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט וליצור מדרג של רגולציה בהתאם להחזקה היחסית של בעל השליטה בהון המניות של החברה בהשוואה להחזקה של בעלי מניות המיעוט. לדידי, **קביעת המדרג תלויה ישירות בשאלה האם קיימת בחברה נתונה אפשרות מעשית ליצירתה של אופוזיציה אשר תשלול מבעל השליטה את יכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה בהקשרים שונים**. כזכור, המבחנים הכמותיים הקבועים בחוק החברות בוחנים האם בעל המניות מחזיק למעלה ממחצית ממניות התאגיד או שיש בכוחו למנות מחצית ממספר הדירקטורים בדירקטוריון החברה. במצב דברים שכזה, יצירתה של אופוזיציה אפקטיבית אינה אפשרית. לפיכך, על דרך הכלל, החזקה של למעלה ממחצית זכויות ההצבעה היא קו פרשת המים בקשר עם קיומה של שליטה ובעל מניות המחזיק שיעור נמוך יותר, שליטתו בחברה עשויה להיות **חלשה יותר**. הואיל וחברות ציבוריות שונות נבדלות בשיעור האחזקות של בעל המניות הגדול ביותר ובסיכויים ליצירתה של אופוזיציה כאמור, על כללי הממשל התאגידי להתעצב באופן כזה שנותן ביטוי לשוני האמור. עם זאת, לעיתים עשוי בעל השליטה להכווין את פעילותה העסקית של החברה ולמנוע אפשרות של אופוזיציה גם במצב דברים שבו הוא מחזיק בשיעור נמוך ממחצית אמצעי השליטה.⁵⁸ להבנתי, הואיל והכוונת פעילותה של החברה על ידי בעל מניות קשורה בקשר הדוק לאפשרות של יצירת התלכדות אופוזיציונית אפקטיבית, יש לתחום את משמעותו של המונח "שליטה" לחזקות הכמותיות הקבועות בחוק החברות לצדם של שני האפיונים האיכותיים הבאים בלבד:

א.1. מינוי בפועל של רוב חברי הדירקטוריון או השפעה ממשית על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון
נראה כי הכוונת פעילותה העסקית של החברה על ידי בעל מניות יכולה לבוא לידי ביטוי ביכולתו להביא למינוים **בפועל** של רוב חברי הדירקטוריון (במובחן מיכולת בלעדית בלבד להציג את מועמדותם לבחירה של האסיפה הכללית של בעלי המניות) או לחלופין השפעה ממשית של אותו בעל מניות על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון החברה באמצעות מעורבות ישירה בגיבוש העמדות וההחלטות של הדירקטורים באופן שמנע מהם לפעול בניגוד לאינטרסים של אותו בעל מניות. בהתאם לדין בדלאוור, בעל מניות ייחשב לבעל שליטה אם: (1) הוא מחזיק למעלה ממחצית זכויות ההצבעה בחברה; או לחלופין (2) הוא מחזיק בשליטה על מהלך העסקים של החברה.⁵⁹ היכולת לכוון את מהלך עסקיה של החברה עשויה לבוא לידי ביטוי בקיומו של כוח הצבעה משמעותי של בעל המניות; ביכולתו למנות דירקטורים שיכוונו את מהלך עסקיה בהתאם להשקפת עולמו ומעורבות ישירה בניהול העסקים של החברה באמצעות מינוי המנהל הכללי.⁶⁰ מספר פסקי דין שניתנו בשנה החולפת בארצות הברית מצביעים על כך שלהוציא נסיבות מיוחדות לא יראו בעל מניות המחזיק בשיעור נמוך ממחצית זכויות ההצבעה כבעל השליטה בחברה אם אין בידיו שליטה **בפועל** (להבדיל מבכוח) על מינוייהם ופיטוריהם של רוב חברי הדירקטוריון.⁶¹

⁵⁸ במיוחד אמור הדבר בשל האדישות הרציונלית של בעלי המניות מן הציבור אשר עשוי לאפשר שליטה אפקטיבית על הפעילות העסקית של החברה גם אם בעל המניות מחזיק בשיעור נמוך יותר ממחצית ההון. ראו MANCUR OLSON, THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS 55 (1965); Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 526-529 (1990); Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L.J. 445 (1991).

⁵⁹ Kahn v. Lynch Commc'ns Sys. (Kahn I), 638 A.2d 1110, 1113-14 (Del. 1994).

⁶⁰ להרחבה ולדיון בפסיקה זו, ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, עמ' 6-7.

⁶¹ ראו למשל, In re Rouse Properties, Inc. Fiduciary Litigation, C.A. No. 12194-VCS (Del. Ch. Mar. 9, 2018).

לאחרונה, קבעו בתי המשפט בדלאוור כי גם אדם המחזיק מניות בשיעור נמוך יותר ממחצית זכויות ההצבעה בחברה עשוי להיחשב לבעל שליטה בה אם יש בידיו השפעה ניכרת (outsized influence) על תהליך קבלת החלטות בדירקטוריון החברה.⁶² אדם ייחשב למחזיק שליטה על מהלך עסקי החברה (גם אם שיעור החזקותיו נמוך ממחצית זכויות ההצבעה) רק במקרה שהדירקטורים של החברה אינם יכולים להפעיל שיקול דעת חופשי לגבי התקשרות בעסקה מסוימת מבלי להישמע לעמדתו של אותו בעל מניות.⁶³ כך למשל, בעניין Tesla נידונה הגינותה של עסקה שלפיה רכשה Tesla את מניותיה של חברת SolarCity, Inc. שהינה חברה בשליטתו של מר אלון מאסק, בעל מניות מיעוט המשמש כמנהל כללי של Tesla. בית המשפט קבע כי יש לראות במר מאסק בעל השליטה ב-Tesla וזאת על אף שהחזיק בשיעור נמוך מהון המניות שלה (22.1% בלבד) ופסק כי עסקה זו הייתה כפופה להליכי בחינה ואישור מיוחדים כעסקה עם בעל שליטה. באותו עניין, נקבע שיש לראותו כבעל שליטה משום ששימש כיוזם ורוח החיה בחברה, עמד מאחורי תכנון מוצרי הדגל שלה, ובשל מעמדו (ההיסטורי) החזיק בהשפעה יוצאת מגדר הרגיל (extraordinary influence) על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון החברה באופן שלא אפשר לדירקטורים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולפעול בניגוד לעמדתו.⁶⁴ פסיקה זו מניחה כי הכוונת פעילותה העסקית של החברה עשויה לבוא לידי ביטוי גם במקרים שבהם בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך יותר ממחצית זכויות ההצבעה ובלבד שהאפשרות ליצירת אופוזיציה אשר תשלול את יכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה אינה ריאלית.⁶⁵

א.2 שיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה ופיזור המניות בידי הציבור הרחב

קריטריון זה בוחן גם הוא את האפשרות ליצירתה של אופוזיציה אשר תשלול את יכולתו של בעל השליטה להכווין את פעילותה העסקית של החברה בדירקטוריון החברה בהתאם לשיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה ומידת הפיזור של מניות החברה בידי הציבור הרחב (retail investors). ככל שפיזור המניות בידי הציבור הוא רחב יותר ושיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה הוא נמוך יותר, כך הסיכויים ליצירת אופוזיציה הם נמוכים יותר. לעומת זאת, ככל שפיזור המניות בידי הציבור הרחב הוא מצומצם יותר ושיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה הוא גבוה יותר, כך הסיכויים ליצירת אופוזיציה שכזו גבוהים יותר. חשוב להבהיר את הקשר שבין אופן הצבעתם של משקיעים מהציבור לבין פעילותם של משקיעים מוסדיים בכל הקשור לשיפור הממשל התאגידי בחברה וצמצום כוחו של בעל השליטה לתעל טובות הנאה פרטיות. בהקשר זה, ניתן לגרוס כי ככל

“minority blockholder” like Brookfield “is not considered to be a controlling stockholder unless it exercises such formidable voting and managerial power that, as a practical matter, it is no differently situated than if it had majority voting control.” Its “power must be so potent that independent directors cannot freely exercise their judgment, fearing retribution from the controlling minority blockholder.” Given that the “controlling stockholder” designation for a minority blockholder imposes upon that stockholder fiduciary duties where none otherwise would exist, our courts generally recognize that demonstrating the kind of control required to elevate a minority blockholder to controller status is “not easy”; Corwin v. British American Tobacco PLC, 2018 WL 6437701 (7 Dec. 2018) (“As a necessary prerequisite for a minority stockholder to exercise actual control, then, the stockholder’s “power must be so potent that independent directors . . . cannot freely exercise their judgment, fearing retribution”).

נגיש בכתובת הבאה: <https://cases.justia.com/north-carolina/supreme-court/2018-56pa17.pdf?ts=1544200837>. In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig., Consol. C.A. No. 12711-VCS (Del. Ch. Mar. 28, 2018); In re Oracle Corporation Derivative Litigation, C.A. No. 2017-037-SG (Del. Ch. Mar. 19, 2018).

⁶³ ראו למשל re KKR Fin. Holdings LLC S’holder Litig., 101 A.3d 980, 993 (Del. Ch. 2014). ⁶⁴ In re Tesla Motors, שם, עמ’ 50-46. לפסקי דין דומים אשר קבעו כי בעל מניות המחזיק בשיעור נמוך יותר ממחצית ההון של החברה עשוי להיחשב לבעל שליטה בנסיבות אלה, ראו Calesa Associates, LP v American Capital, Ltd, 2016 WL 770251, at 11 (Del Ch Feb 29, 2016); In re Zhongpin, Inc. S’holders Litig., 2014 WL 6735457, at 9 (Del. Ch. Nov. 26, 2014); In re Cysive, 836 A.2d 531, 553 (Del. Ch. 2003).

⁶⁵ ראו עניין Oracle, לעיל ה”ש 62, עמ’ 47-45.

שמדיניותם של משקיעים מוסדיים הניבה פיקוח אפקטיבי על תהליך קבלת ההחלטות במוסדות החברה הלכה למעשה, כך גובר הסיכוי כי משקיעים מן הציבור עשויים להצביע באסיפה הכללית של בעלי המניות בהתאם למדיניותם של המשקיעים המוסדיים אשר הוכיחה את עצמה כיעילה במזעור יכולתו של בעל השליטה לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבון החברה ובעלי מניות המיעוט.⁶⁶ ההנחה הרווחת בקרב מעצבי המדיניות היא שעמדותיהם של הגופים המוסדיים בעניינים כגון אמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי, מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה, נשמעות על ידי מחזיקי המניות מן הציבור, ובכך עשויים לתרום לפיקוח יעיל יותר גם מצד בעלי מניות מיעוט מבוזרים.⁶⁷ כלומר, התהודה התקשורתית שיוצר אקטיביזם מוסדי בנושאים העומדים על סדר יומה של האסיפה הכללית של החברה עשויה להשפיע גם על משקיעים מן הציבור אשר יצביעו בנושאים אלה בהתאם למדיניותם של המשקיעים המוסדיים.

כעת, אדון בקשיים הקיימים בפרשנות המונח "שליטה" בפסיקת בתי המשפט, אשר מצדיקים צמצום משמעות מונח זה לשני מאפיינים איכותיים בלבד לצד המבחנים הכמותיים הקבועים בהוראות חוק החברות. ככלל, פסיקת בתי המשפט בנושא הגדרת המונח "שליטה" התפתחה טלאי על גבי טלאי על רקע נסיבות שונות שהובאו לפתחו באופן שגרע מהציבות והוודאות הנדרשים בדיני החברות. במסגרת זו, פיתחו בתי המשפט רשימה סגורה ובלתי ממצה של קריטריונים בקשר עם קיומה של שליטה, אשר משקלם היחסי עשוי להשתנות בהתאם לנסיבות העניין. לדוגמא: שיעור כוח ההצבעה שמקנות המניות לבעליהם; סוג המניות שהם מחזיקים; כוחם למנות דירקטורים (מספר הנציגים בדירקטוריון התאגידי ושיעורם ביחס למספר הכולל של הדירקטורים בתאגידי); כוחם היחסי בהנהלת התאגידי; השפעה מוכחת של יכולתו לכוון את התאגידי בסיטואציות מסוימות בעבר; יכולתם למנוע קבלת החלטות בנושאים מהותיים לתאגידי, כגון: מיזוגים ורכישות והשתלטויות עוינות; הסכמים לשיתוף פעולה שיש לו עם בעלי מניות אחרים; כוח ההצבעה שיש לבעלי מניות אחרים בתאגידי ומידת יכולתם להוות גורם מאזן כנגדו; זהות בעלי מניות אחרים בתאגידי (האם יש ביניהם קרובי משפחה, שותפים עסקיים וכדומה); מידת פיזור מניות התאגידי וכיוצא בזה.⁶⁸ בשל העובדה כי מדובר ברשימה שאינה סגורה המלמדת על הכוונת פעילות התאגידי בהקשרים שונים, המשקל המעשי שהעניקה הפסיקה הישראלית למבחנים הכמותיים הקבועים בחוק החברות עצמו הוא מזערי.⁶⁹ זאת ועוד, להבנתי, הואיל ואיתור בעל המניות העשוי לשמש בעל שליטה בתאגידי נחוץ על מנת להטיל עליו חובות משפטיות שונות כלפי בעלי מניות המיעוט, אזי יש לעצב את תכני המבחנים האיכותיים

⁶⁶ לצד זאת, קיימים מנגנונים אחרים בהוראות הדין אשר נועדו לתמרץ את הציבור ליטול חלק בקבלת החלטות באסיפה הכללית של בעלי המניות, כגון: מערכת הצבעה אלקטרונית. ראו הצעת חוק ניירות ערך (תיקון 53), התשע"ג-2013, 1166, 1166 ה"ח 79 ("יכון להיום, שיעור השתתפות הציבור בקבלת החלטות באסיפות בעלי מניות בחברות ציבוריות או באסיפות מחזיקי תעודות התחייבות, נמוך. הסיבות לכך מגוונות. פרויקט מערכת ההצבעה האלקטרונית יוצא מתוך נקודת הנחה שאחת הסיבות לכך נובעת מהיותו של הליך ההצבעה מסורבל ובלתי נגיש. בהתאם לכך, מי שכבר נושא בנטל הכרוך בהצבעה הוא, ככל הנראה, מי שהצבעה הקונקרטית בעלת חשיבות גדולה בעבורו. מטרת הפרויקט היא להקל את נגישותם של הזכאים להצביע באסיפות מקרב ציבור המשקיעים הרחב למידע על האסיפות ולאפשרות מימוש זכויות ההצבעה שלהם באסיפות. כלומר, התכלית היא הסרת חסמים טכניים המונעים מציבור המשקיעים להיות אקטיבי יותר ולממש את זכויות ההצבעה שלו"); תקנות ניירות ערך (הצבעה בכתב, הודעות עמדה והוכחת בעלות בתעודות התחייבות לצורך הצבעה באסיפת מחזיקים של תעודות התחייבות), התשע"ה-2015.

⁶⁷ הממונה על ההגבלים העסקיים, **טייטה לשימוע פומבי: גילוי דעת – שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות** 3 (13.2.2019). נגיש בקישור הבא: <http://www.antitrust.gov.il/subject/127/item/35489.aspx>.

⁶⁸ עניין **רייכרט**, לעיל ה"ש 25, פסקה 11; עניין **חדשות ישראל**, לעיל ה"ש 25, פסקאות 112-113; עניין **גבעוני**, לעיל ה"ש 34, פסקאות 588-596; עניין **ק.ר.ג.א.**, לעיל ה"ש 28, בפסקאות 41-43; תנ"ג (מרזכ) 15-05-22387 **שמחה שילוני נ' שלמה טום וילר**, פסקה 226 (פורסם בנבו, 16.6.2019) ("בפסיקת בית המשפט העליון נקבע כי "היכולת לכוון את פעילותו של התאגידי" הינה הגדרה איכותית-מהותית אשר לא מתמקדת בשיעור ההחזקה במניות, אלא ביכולת המהותית של אותו גורם להשפיע על פעילות החברה. הפרשנות להגדרה זו הינה רחבה, ועל היכולת לכוון פעילות החברה ניתן ללמוד ממאפיינים שונים כגון: הזכות למנות דירקטורים או מנכ"ל לחברה, השפעתו המוכחת של בעל המניות, ויכולתו של בעל המניות למנוע מיזוגים והשתלטויות בחברה"); מוטי ימין ואמיר ווסרמן **תאגידים וניירות ערך** 618-619 (2006); לאה פסרמן **יוזפוב דיני ניירות ערך: חובת הגילוי** 491-492 (2009).

⁶⁹ ראו לעיל הטקסט הנלווה לה"ש 24-37.

באופן שהללו יתמקדו אך ורק ביחסים הישירים בין בעלי המניות בחברה בפועל. עם זאת, חלק נכבד מהמאפיינים האיכותיים שעוצבו על ידי הפסיקה הישראלית מתמקדים בבחינה בכוח של קיומה של שליטה להבדיל מבירור יחסי הכוח בין בעלי המניות הלכה למעשה כיום. בחינה שכזו מעוניינת לאתר תרחישים אפשריים להכוונת הפעילות העסקית של החברה על ידי בעלי עניין וזאת על אף שלא לה לא היה ביטוי דה-פקטו בחייה העסקיים של החברה מעולם.

אף שלכאורה נדמה כי הקריטריונים הרבים שנידונו בפסיקה בקשר עם קיומה של שליטה מתיישרים עם רוח המודל היחסי של הממשל התאגידי, בפועל וללא יוצא מן הכלל נעשה בהם שימוש אך ורק כדי להרחיב את אחריותם המשפטית של בעלי עניין ולא לצמצמה. כלומר, ההגדרה המקובלת בפסיקה למונח "שליטה" עוצבה על רקע מציאות ריכוזית מובהקת של שוק ההון ותכליתה הייתה להטיל חובות משפטיות רחבות יותר על בעלי מניות (אף כאלה שאינם עומדים בספים הכמותיים הקבועים בחוק החברות) כאמצעי לצמצום ריכוזיות השליטה בישראל. הואיל וכמבואר בפרק הראשון לחיבור זה, מציאות זו נחלשה באופן משמעותי אין עוד הצדקה לאמץ הגדרה רחבה למונח "שליטה" אשר גוררת הימנעות של בעלי עניין רבים לתרום ממומחיותם להגשמת החזון העסקי של החברה בשל החשש כי תוטל עליהם אחריות רחבה בדומה לבעלי שליטה מן המניין. לפיכך, צמצום המבחנים האיכותיים באופן המוצע על ידי תוחם את הבירור שעל הפסיקה לערוך אך ורק לנסיבות המלמדות באופן ישיר על יחסי הכוח בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט במועד בירור התובענה בבתי המשפט. להבנתי, לבחינה שכזו עשויה להיות תרומה טובה יותר בעתיד להכוונת התנהגות של החברה ובעלי מניותיה, משום שהיא מתמקדת בהשלכות המשפטיות של מערכת עובדות מסוימת, להבדיל מהסקת מסקנות לגבי קיומה של שליטה בכוח מתרחשים אפשריים (ותיאורטיים במידה מה) בקשר עם הכוונת פעילותה העסקית של החברה.

לדידי, יש להבחין בין מצב שבו בעל השליטה מחזיק למעלה ממחצית הון המניות של החברה או במצב שבו מחזיק בשיעור נמוך יותר אך קיימים סיכויים נמוכים ליצירתה של אופוזיציה אפקטיבית על ידי בעלי מניות המיעוט; ובין מצב שבו בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך ממחצית הון המניות של החברה וישנם סיכויים גבוהים ליצירתה של אופוזיציה יעילה על ידי בעל השליטה הגורעת באופן ממשי מיכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה. ניתן לטעון כי במצב אחרון זה, שליטתו של בעל המניות על ניהול עסקיה של החברה **חלשה יותר** בהשוואה לבעל שליטה המחזיק למעלה ממחצית הון המניות או שהסיכויים ליצירתה של אופוזיציה לוחמנית במוסדות החברה נמוכים. לפיכך, ניתן לסבור שיש לעצב את הדינים המסדירים את יחסי הכוחות בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בהתאם לשיעור האחזקה היחסי בהון החברה או לאור סיכויי ההתלכדות של בעלי מניות המיעוט כנגד בעל השליטה. כלומר, יש ליצור מדרג רגולציה בהתאם לשיעור האחזקה והכוח היחסי של הצדדים בהכוונת פעילותה העסקית של החברה. לפיכך וכפי שיבואר להלן בהרחבה, במצב דברים שבו בעל השליטה מחזיק מתחת למחצית הון המניות של החברה והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית גבוהים, די בקיומן של הוראות הדין הקבועות בחוק החברות בקשר עם המנגנונים לאישור עסקאות נגועות עם בעל השליטה. לעומת זאת, במקרה שבו בעל השליטה מחזיק למעלה ממחצית הון המניות של החברה והסיכויים ליצירת התלכדות שכזו נמוכים, לא יהיה די בהגנה פרוצדוראלית על זכויות בעלי מניות המיעוט הקבועה בהוראות חוק החברות וישנה הצדקה כי בתי המשפט יבחנו לגופן את ההגנות והסבירות של ההחלטות שהתקבלו על ידי מוסדות החברה.⁷⁰

⁷⁰ ההצעה ליצור מדרג של הרגולציה בתחום הממשל התאגידי בהתאם ליחסי הכוחות המדויקים בחברה עשויה לאפשר יצירתם של דינים מורכבים יותר להגנה על בעלי מניות המיעוט מאלה הנוהגים כיום. כמו כן, ההצעה מתיישבת יפה עם גישות מתקדמות בחקר הרגולציה המבקשות לאתר את דרך הביניים בין הסדרת יתר להסדרת חסר. כך למשל, גישת הרגולציה המיטיבית (Better Regulation Approach) מבקשת לקדם את הרציונליות של עיצוב הרגולציה השלטונית באמצעות ניתוח עלות-תועלת שיבטיח

(ב) גודל החברה ושווי השוק שלה

קריטריון זה מבקש ליצור מתאם בין גודל החברה לבין היקף ההגנה על בעלי מניות המיעוט. הספרות האמפירית התמקדה בשאלת הקשר שבין גודל החברה ובין נכונותה לחשוף מידע בהתאם לדיני ניירות ערך. ספרות זו מצביעה על מתאם חיובי בין גודל החברה לבין היקף הגילוי. כלומר, ככל שהחברה גדולה יותר כך גדלה הנכונות שלה לציית לדיני ניירות ערך ולחשוף מידע רב לציבור המשקיעים.⁷¹ הטעם לכך הוא שלחברות גדולות יש משאבים רבים על מנת להשקיע בהפצת מידע לציבור הרחב בהשוואה לחברות קטנות. הפצת מידע מסייעת בצמצום עלויות הליכים משפטיים עתידיים ויש בכוחה לתרום להגדלת המוניטין של החברה ולשיפור מעמדה התחרותי. מאידך גיסא, ניתן לטעון כי הסכומים שחברות קטנות מוציאות עבור עמידה בחובות הגילוי מסתכמים במאות אלפי דולרים – בשנה – ולעיתים אף יותר. לאותן הוצאות יש השפעה בין היתר על שווי מניותיה של החברות הקטנות, וכך אלה שנפגעים הם בעלי המניות שעליהם נועד הדין להגן.⁷² כיצד אפוא יש לקשור בין גודל החברה ושווי השוק שלה לבין היקפם הרצוי של כללי הממשל התאגידי בקשר עם הסדרת היחסים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. ניתן לטעון כי לחברות בעלות שווי שוק גדול במיוחד יש תמריץ לפעול לטובת הגנה אפקטיבית על בעלי מניות המיעוט בשל החשש מפני ניהול הליכים משפטיים ממושכים בקשר עם היקף ההגנה הנדרש על זכויותיהם. בעניין זה, יש לבחון כיצד חשיפת מידע בפני הציבור הרחב אודות הפרה אפשרית של הוראות הדין היא אינדיקטיבית לגבי התנהגות עתידית של החברה. עוד יש לתת את הדעת לכך שהמידע שנחשף לציבור הרחב מועבר לו על ידי מתווכים שונים, כגון: אנליסטים, משקיעים מוסדיים ועיתונים כלכליים אשר גם להם יש אינטרסים מיוחדים העלולים להביא לתגובת יתר או לתגובת חסר בקשר עם ההשלכות של הפרת הדין מצדה של החברה הציבורית. מחקרים מלמדים כי השוק והציבור בכללותו נוהג בתגובת יתר (over-react) כאשר ההפרה של הוראות הדין התבצעה על ידי חברה גדולה ומבוססת בעלת שווי שוק גדול במיוחד. במקרים כאלה, הליכים משפטיים עלולים להסב לחברות מעין אלה פגיעה קשה במיוחד שלעיתים אינה פרופורציונלית למהות ההפרה של הוראות הדין. לעומת זאת, כאשר הפרת הוראות הדין נעשית על ידי חברה קטנה בעלת שווי שוק נמוך, השוק והציבור בכללותו נוהג בתגובת חסר (under-react) וההשלכות השליליות על מצבה של חברה כזו עשויות להיות מתונות יותר.⁷³ כמו כן, ככל שמדובר בחברות בעלות מבנה בעלות ריכוזי יש לתת את הדעת לזהותם של הנתבעים בהליך המשפטי. כך יש להבחין בין מצבים שבהם בעל השליטה עצמו הינו נתבע בהליך המשפטי לבין מצבים שבהם נושאי משרה בלבד נתבעים בהליך ואילו בעל השליטה אינו חלק מההליך המשפטי. ככל שהנתבעים בהליך המשפטי כוללים אנשים בכירים יותר בהיררכיה התאגידית כך גדלים הסיכויים שתיגרם פגיעה קשה יותר למוניטין של החברה.⁷⁴

רגולציה אופטימלית. שיטה זו קנתה לה אחיזה בארצות הברית, באירופה ואף בישראל ותכליתה להעריך מחדש את התועלת והעלות הכרוכות באסדרה הקיימת. ראו Robert Baldwin, *Better Regulation: The Search and the Struggle*, in THE OXFORD HANDBOOK OF REGULATION 259 (Robert Baldwin, Martin Cave & Martin Lodge eds., 2010) וכן יובל וריטמן "הרפורמה הרגולטורית: בין הגלוי לסמוי" **מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות** 425 (ישי בלנק, דוד לוי-פאור ורועי קרייטנר עורכים, 2016).

⁷¹ ראו Kamran Ahmed & John K. Curtis, *Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-analysis*, 31(1) BRITISH ACCOUNT. REV. 35 (1999); Pankaj M. Madhani, Firm Size, Corporate Governance and Disclosure Practices: Inter-Relations, 13(2) SCMS JOURNAL OF INDIAN MANAGEMENT 17 (2016).

⁷² זו הטענה שנשמעה בארצות הברית בקשר עם מדרג רגולציה בדיני ניירות ערך, ראו Nathan Wilda, *David Pays for Goliath's Mistakes: The Costly Effect Sarbanes-Oxley has on Small Companies*, 38 J. MARSHALL L. REV. 671, 684 (2004); Ginger Carroll, *Thinking Small: Adjusting Regulatory Burdens Incurred by Small Public Companies Seeking to Comply with the Sarbanes-Oxley Act*, 58 ALA. L. REV. 443 (2007).

⁷³ Roy Shapira, *Reputation through Litigation: How the Legal System Shapes Behavior by Producing Information*, 91 WASH. L. REV. 1193, 1210 (2016).

⁷⁴ שם, עמ' 1227.

חברות בעלות שווי שוק גדול במיוחד עשויות להעריך את ההשלכות הבעייתיות שייגרמו להן בעקבות פתיחתם של הליכים משפטיים, כפי שתוארו לעיל. לפיכך, מנקודת מבט לכתחילית (ex-ante) הן רגישות במיוחד לחשש מפני פגיעה במוניטין שלהן העלול להסב להן פגיעה ישירה בביצועיהן העסקיים. בנסיבות אלה, ניתן לטעון כי חברות אלה יאמצו מנגנונים פנימיים טובים יותר להגנה על בעלי מניות המיעוט בהשוואה לחברות בעלות שווי שוק נמוך יותר. בחברות כאלה ספק אם יש מקום להגנה עודפת על בעלי מניות המיעוט. לעומת זאת, בחברות קטנות אשר הפעילות שלהן אינה נסקרת לעיתים קרובות על ידי אנליסטים והתקשורת, קיים חשש שאין בנמצא מנגנונים פנימיים אשר יבטיחו הגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. זאת במיוחד בשל העובדה כי פערי המידע בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט הקיימים בחברות כאלה הם מובהקים יותר. עוד חשוב לציין, כי היקפן של העלויות הישירות והעקיפות הכרוכות בהתמודדות עם תובענות ייצוגיות ונגזרות שחברות ציבוריות נושאות בהן, הוא פועל יוצא של רמת הביקורת השיפוטית המופעלת על התנהלותם מנקודת מבט בדיעבדית (ex-post) על ידי בתי המשפט ורשויות הפיקוח. הואיל וחברות גדולות ערות לכך שהתנהלותן חשופה לפיקוח הדוק יותר על ידי רשות ניירות ערך בין היתר בשל השפעתן הרבה על הפעילות הכלכלית במשק המקומי, הן עשויות להשקיע משאבים רבים יותר בעמידה בחובות הגילוי שבדיני ניירות ערך ולאמץ נורמות טובות יותר של ממשל תאגידי בהשוואה לחברות קטנות. קביעות אלה אוששו במגוון רחב של מחקרים אמפיריים המלמדים על הבדלים חשובים בין הנכונות של חברות גדולות וחברות קטנות לציית לדיני ניירות ערך וכללי הממשל התאגידי.⁷⁵

דיני ניירות ערך בארצות הברית הבחינו עוד בשנות ה-30 של המאה ה-20 בין חובות הגילוי החלות על חברות גדולות לבין חובות הגילוי החלות על חברות קטנות.⁷⁶ וגם ההוראות הקיימות ב-Dodd Frank wall Street Reform and Consumer Protection פוטרות חברות שהינן non-accelerated filers מחובות הדיווח המחמירות של Section 404 ל-Sarbanes-Oxley Act.⁷⁷ זאת ועוד, בשנים האחרונות ועל רקע הירידה הניכרת במחזורי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, התגבשה התובנה בישראל שלפיה יש להעניק הקלות ייעודיות לחברות קטנות על מנת לצמצם את העלויות הכרוכות בחובות הגילוי מכוח דיני ניירות ערך ו"לאפשר להן לנתב את עיקר תשומות הזמן של נושאי משרה והמשאבים הכספיים לפיתוח עסקי החברה".⁷⁸ על פי תקנה 5(ג)א(1) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 ("תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים)") הוגדר "תאגיד קטן", שהינו ככלל תאגיד שמניות או יחידות ההשתתפות שלו מוחזקות בידי הציבור ושווין נמוך מ-300 מיליון ש"ח ואינו נכלל באחד ממדדי המניות המובילים של הבורסה.⁷⁹ בעניין זה, יוכל תאגיד קטן שהציבור לא מחזיק בתעודות התחייבות שהנפיק, להגיש דוחות

⁷⁵ למחקרים מוקדמים בסוגיה זו, ראו Frederick D. S. Choi, Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market, 11(2) JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH 159 (1973); Kamran Ahmend & John K. Courtis, *Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis*, 31 THE BRITISH ACCOUNTING REVIEW 35 (1999). למחקר מהעת האחרונה המצביע על מסקנה דומה, ראו Pankaj M. Madhani, *Firm Size, Corporate Governance and Disclosure Practices: Inter-Relations*, 13 SCMS J. INDIAN MANAGEMENT. 17, 31 (2016) ("Hence, it is concluded that large firms have better corporate governance and disclosure practices compared to small firms as large firms provides more voluntary disclosure than their smaller firm counterparts").

⁷⁶ Fend Gao, Joanna Shuang & Jerold Zimmerman, *Unintended Consequences of Granting Small Firms Exemptions from Securities Regulation: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act*, 47 JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH 459 (2009).

⁷⁷ לניתוח היסטורי של השתלשלות חקיקת הוראת Section 404 ל-Sarbanes-Oxley Act, ראו Mitchell Franklin, *Sarbanes-Oxley Section 404: A Historical Analysis*, 16(4) JOURNAL OF ACCOUNTING AND FINANCE 56 (2016).

⁷⁸ רשות ניירות ערך דוח הקלות ברגולציה 13 (26.6.2016) ("דוח ההקלות ברגולציה"). נגיש בקישור הבא: <http://www.isa.gov.il/roadmap/Documents/report.pdf>.

⁷⁹ יצוין, כי הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה מציעה להחיל הגדרות קבועות על קבוצות הגודל של עסקים באופן הבא: עסקים קטנים ובינוניים הם עסקים שגודלם עד 100 שכירים לעסק או שמחזור מכירותיהם קטן מ-100 מיליון ש"ח בשנה. יש גם חלוקת משנה בתוך קבוצה זו, ולפיה עסק קטן מוגדר כעסק שגודלו עד 20 שכירים לעסק או שמחזור מכירותיו מגיע

תקופתיים בכל חצי שנה ולא בכל רבעון. עם זאת, תאגיד כאמור שיבקש להמשיך ולהגיש דוחות בכל רבעון, בהתאם לדין הקיים, יהיה רשאי לעשות כן.⁸⁰ זאת ועוד, לאחרונה הגיש הצוות הבינמשרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל את המלצותיו וקבע כי יש לאמץ מתווה רגולטורי מקל במיוחד בכל הקשור להיבטי הממשל התאגידי ועסקאות בעלי עניין המסדירים את היחסים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.⁸¹ להבנת, גישה המבקשת לצמצם את היקף ההגנה הניתנת לבעלי מניות המיעוט בחברות קטנות ובינוניות אינה רצויה משום שהיא תגרום לתיוגן ככאלה שאינן מעניקות הגנה ראויה לציבור המשקיעים. לאור העובדה שחובות הגילוי של חברות קטנות מצומצמות יותר בהשוואה לחברות אחרות, הרי במצב שבו הופרו זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברות קטנות, הללו חשופים לקשיים ראייתיים ניכרים יותר במסגרת ניהול הליכים משפטיים בקשר עם אכיפת זכויותיהם. משקיעים הערים לתוצאה אפשרית זו עלולים להדיר את רגלם מהשקעה בחברות קטנות ובכך להגדיל את בעיית הנזילות הקיימת ממילא בניירות הערך שלהם ולחזק את נטיית המשקיעים המוסדיים להשקיע בחברות גדולות ומבוססות בלבד. לכן, לצד הנחיצות בעידוד חברות קטנות ובינוניות לרשום את מניותיהם בבורסה לניירות ערך, קיימת חשיבות כי החברות שאכן יירשמו למסחר יהיו כאלה המעניקים הגנה נאותה לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. זאת ועוד, דיני החברות ודיני ניירות ערך מקיימים ביניהם היזון חוזר באופן שבו עיצובם של הדינים השונים תלוי בשאלת האפקטיביות היחסית שלהם בהגנה על ציבור המשקיעים ובמזעור עלויות הנציג. משבחר המחוקק לאמץ גישה מקילה לחברות קטנות במסגרת דיני ניירות ערך הלוקחת בחשבון את המעמסה הכלכלית הרבה הכרוכה בציות לחובות הגילוי, אימוץ גישה מקילה גם במסגרת דיני התאגידים עלול שלא להתיישב עם החובה להשיג שיווי משקל אופטימלי בין שתי מערכות הדינים.⁸² להבנת, ההבדלים המובהקים בין חברות גדולות וחברות קטנות לעניין הציות לחובות הגילוי בדיני ניירות ערך ואימוצן של נורמות ראויות של ממשל תאגידי מנביעים מסקנה נורמטיבית בקשר עם היקף ההגנה שעל הדין להעניק לבעלי מניות המיעוט מפני ניצול לרעה של בעל השליטה. כלומר, על המחוקק ובתי המשפט לעצב את הוראות הדין באופן שבו ההגנה לה יזכו בעלי מניות המיעוט בחברות קטנות תהיה רחבה יותר באופן משמעותי מההגנה הסטנדרטית שתוענק לבעלי מניות אלה בחברות גדולות.

(ג) תחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי וצמיחה כלכלית

קריטריון זה קושר בין תחום הפעילות של התאגיד, מצבו העסקי ותרומתו לצמיחה הכלכלית של השוק המקומי ובין שאלת היקף ההגנה על ציבור בעלי מניות המיעוט. הספרות האמפירית גורסת כי הגנה רחבה

עד 20 מיליון ש"ח בשנה. עסק זעיר מוגדר כעסק שגודלו עד חמישה שכירים או שמחזור מכירותיו מגיע עד שני מיליון ש"ח בשנה. ראו לעניין זה, הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים **דין וחשבון תקופתי: מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל 16 (2017)**. נגיש בקישור https://www.sba.org.il/hb/PolicyAndInformation/Researches/Documents/small_business_report_2017_nagish_sign.pdf.

⁸⁰ תקנה 15.ד (ב) (5) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) וכן חוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014, ס"ח 2429.

⁸¹ **דוח הצוות הבינמשרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל 118** (דוח סופי, יוני 2018) ("בהתאם לשיקולים אלו, הגיע הצוות למסקנה כי נכון לבצע מספר התאמות, הקלות ושינויים בכללי הממשל התאגידי החלים כיום על תאגידים הנסחרים בבורסה הראשית וכי אף יש מקום להתנתק מחלק מההסדרים הקיימים, על מנת לעודד כניסת חברות לבורסה הייעודית תוך שימור הגנה מספקת לציבור המשקיעים"). נגיש בכתובת הבאה: http://www.isa.gov.il/הודעות20%פרסומים/Reports/177/Documents/Designated_Stock_Exchange.pdf.

⁸² מעניין לציין, כי פרופ' אוריאל פרוקציה מנסח של חוק החברות מסביר בספרו מדוע בחר שלא לפעול לעיצובה של חקיקה נפרדת לחברות קטנות. אף שפרופ' פרוקציה מכיר בכך ש"המיעוט בחברה קטנה זקוק ליותר הגנה מפני שרירות ליבו של הרוב בשאלות שינויים אורגניים או קיפוח המיעוט", לדבריו הואיל ומרבית הוראות חוק החברות נושאות אופי דיספוזיטיבי, "יוכלו מתכנניה של חברה קטנה, גם ללא חוק נפרד, לשנותן לפי צרכיהם". ראו אוריאל פרוקציה **דיני חברות חדשים לישראל 27 (1989)**.

על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט מובילה לכך שבעלי מניות מן הציבור מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר בעבור מניותיהם בידיעה כי הדין מגן עליהם מפני אפשרות של תיעול טובות הנאה פרטיות על ידי בעל השליטה ולכן הערכת השוק של מניות אלה, בנסיבות מסוימות, עשויה להיות גבוהה יותר.⁸³ כלומר, נמצא מתאם בין הגנה חזקה יותר על בעלי מניות המיעוט ובין חיזוק הפעילות הכלכלית במשק המקומי. זה האחרון הינו, בין היתר, פועל יוצא של נכונות המשקיעים להשקיע תשומות בפעילות העסקית של החברה. כלומר, ככל שהגנה על בעלי מניות המיעוט חזקה יותר כך נכונותם של אלה להשקיע בחברה הון הנחוץ לפעילות העסקית גבוהה יותר. בד בבד, חיזוק הפעילות הכלכלית במשק המקומי אינה רק תוצאה של הגנה טובה יותר על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט אלא היא עשויה להיות גם פועל יוצא של יכולתם של בעלי השליטה להוציא לפועל תכניות עסקיות ארוכות טווח אשר משיאות את הרווחה המצרפית.⁸⁴ לפיכך, תחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית של המשק המקומי היא קריטריון רלוונטי נוסף לבחינת יחסי הכוח שבין בעל השליטה לבעל מניות המיעוט. הטעם לכך הוא שבעלי מניות המיעוט ובעלי השליטה מחליטים על השקעת תשומות הון הנחוצים לפעילות העסקית של התאגיד גם בהתאם לשאלת היקף ההגנה שמעניק הדין לזכויותיהם בהקשרים עסקיים ספציפיים. במסגרת תת פרק זה, אציג מספר דוגמאות לאופן שבו לתחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית של השוק המקומי השפעה על ההגנה שעל הדין להעניק לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בהקשרים מסחריים שונים. יובהר, כי הדוגמאות שיוצגו להלן אינן ממצות את קשת המקרים בסוגיה זו והללו הן בבחינת הדגמה ראשונית של הקריטריון האמור הלכה למעשה. במסגרת זו, אייחד את הדיבור לדוגמאות הבאות: חברות ציבוריות המתמקדות בהספקת שירותים ומוצרים לצרכן, כגון: חברות סלולר ומזון וכיו"ב; חברות ציבוריות שלפעילותן השפעה על היציבות הפיננסית הכוללת וחברות מחקר ופיתוח בתעשיות עתירות ידע שלהן תרומה חשובה לשגשוג המשק הישראלי.

(1) הגנת בעלי מניות המיעוט בחברות להספקת שירותים ומוצרים ועידוד התחרות בשווקים הצרכניים

ככלל, צרכנים מעוניינים לרכוש מוצרים ושירותים באיכות טובה, במחיר נוח אשר עוצבו באופן מתאים להעדפותיהם האישיות. האפשרות לרכוש מוצרים ושירותים במחירים אופטימליים תלויה גם בשאלת הריכוזיות הקיימת בשוק הספציפי שבו פועלת החברה ובריקוזיות הכלל-משקית המתארת מצב שבו חלק ניכר מכלל הפעילות הכלכלית במשק נעשה על ידי מספר קטן של גופים עסקיים. בעניין זה, קיים חשש כי ככל שהריכוזיות הענפית ו/או הרב ענפית גבוהה יותר כך יתאפשר לחברה להפעיל לחצים כבדים יותר על ספקי תשומות שונים,⁸⁵ לגבות מחיר גבוה יותר מהצרכנים וכפועל יוצא להעדיף את האינטרסים של בעל השליטה בתיעול טובות הנאה פרטיות לכיסו הפרטי או לתאגידים אחרים בקבוצה העסקית שלו.⁸⁶ נדמה, כי במקרים מעין אלה הגנה חזקה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט תצמצם בעקיפין את יכולתו של בעל השליטה ליישם מנגנונים שוקיים שונים שתכליתם סיכול התחרות הענפית באופן שיקל עליו לתעל טובות הנאה אישיות. לפיכך, במצב דברים כזה, הגנה חזקה על זכויות בעלי מניות המיעוט הינה אמצעי עקיף לעידוד התחרות במשק המתיישב יפה עם האינטרסים של הצרכנים ברכישת מוצרים ושירותים במחירים ובתנאים אופטימליים. עם זאת, בה בעת עלינו לתת את הדעת גם ליתרונות הקיימים בריכוזיות

⁸³ לסקירה מקיפה בנושא, ראו Stephen J. Choi, *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets*, 80 TEX. L. REV. 1657, 1659-1694 (2002).

⁸⁴ ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 21, עמ' 11-14.

⁸⁵ עדי אייל "מנגנונים משפטיים התומכים בריכוזיות" רבעון לבנקאות 170, 20, 24 (2011) ("אייל, מנגנונים משפטיים").

⁸⁶ ראו גם עדי אייל, "השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי" דין ודברים ז 31, 53-49 (2010).

מסוימת בשווקים שונים, אשר בנסיבות מסוימות עשויה דווקא להתיישב עם האינטרסים של הצרכן. ככל שהגוף העסקי נוטל חלק פעיל במספר גדול יותר של שווקים, כך יש בידיו את היכולת להתגבר על האפשרות לקריסה כלכלית של החברה המספקת שירותים לצרכן אשר תפגע לא רק בבעלי המניות, אלא גם בעובדים, לקוחות, ספקים והחברה בכללותה. ההתגברות על משברים כאלה יכולה להיעשות, בין היתר, באמצעות סבסוד צולב בין מרכיבי הפירמה או קבוצת הפירמות.⁸⁷ להבנתי, איזון בין השיקולים הללו ייעשה אם הדין יבחר להימנע מלאמץ כללי ממשל תאגידי קבועים אלא כאלה התפורים באופן מדויק גם לתחום הפעילות ולמצבו העסקי של התאגיד. כך למשל, נדמה כי יש לצמצם את ההגנה הרחבה לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט באותם מקרים שבהם הגנה שכזו גורעת מיכולתו האפקטיבית של בעל השליטה להתמודד עם משברים כלכליים הפוקדים את הקבוצה העסקית ומונעת את האפשרות של סבסוד צולב בין המרכיבים של קבוצת הפירמות לטובת שיקום החברה להספקת שירותים ומוצרים לצרכן. מאידך גיסא, במקרים שבהם הקבוצה העסקית מנצלת את היתרונות התחרותיים שלה על מנת לבצר את ריכוזיות השליטה בחברה להספקת שירותים לצרכן ולחזק את היכולת להעביר עושר מכיסה של החברה לכיסו של בעל השליטה, אזי יש מקום להגנה רחבה יותר על זכויות בעלי מניות המיעוט. במקרים מעין אלה, הגנה שכזו תיטיב לא רק עם התאגיד עצמו אלא עשויה להלוו גם את האינטרסים של הצרכנים עצמם לחיזוק התחרותיות בשוק המקומי. במילים אחרות, על דיני החברות להתעצב באופן כזה שמידת ההגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט תהיה תלויה זמן ונסיבות.

(2) הגנת זכויות בעלי מניות המיעוט בתאגידים שלפעילותן השפעה על יציבות הפיננסית הכוללת

על פי קריטריון זה, יש להעניק הגנה מקיפה יותר על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט כאשר לפעילותה של החברה הציבורית ישנה השפעה קריטית על יציבותו של שוק ההון. דוגמא בולטת לכך היא הרגולציה המסדירה את פעילותו של בעל השליטה בתאגידים פיננסיים המחזיקים בחסכוניותיהם של הציבור הרחב ואשר הינם גורם בלעדיו אין למימון הפעילות הכלכלית במשק הישראלי. יש להבהיר כי פעילות הגופים המוסדיים כרוכה בשתי בעיות נציג נפרדות. על פי בעיית נציג אחת, קיים חשש כי בעל השליטה בגוף המוסדי יכווין את פעילות העסקית של התאגיד ומוסדותיו באופן שיאפשר לו לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבון בעלי מניות המיעוט. על פי בעיית נציג אחרת, קיים פער אינטרסים שבין ציבור החוסכים לבין משקיעים מוסדיים המחזיקים בכספיהם. על משקיעים מוסדיים חלה חובה חוקית לנקוט בפעולות הדרושות על מנת להבטיח תשואה לכספי ציבור החוסכים.⁸⁸ נתיב ההשקה שבין שתי בעיות הנציג הללו בא לידי ביטוי בכך שריסון כוחו של בעל השליטה וצמצום ההתקשרות בעסקאות נגועות הפוגעות בטובת התאגיד נועדה להבטיח את יציבותו הכלכלית של הגוף המוסדי. בהתאם לכך, הגנה על יציבות הגוף המוסדי תבטיח את היכולת שלו לעמוד בהתחייבויותיו כלפי ציבור החוסכים לפי הוראות הדין וההסכמים בין הצדדים. במילים אחרות, על מנת להבטיח את יציבות הפיננסית של הגוף המוסדי יש צורך בהתערבות רגולטורית בהכוונת

⁸⁷ אייל, מנגנונים משפטיים, לעיל ה"ש 85, עמ' 35.

⁸⁸ ראו למשל סעיף 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 קובע כדלקמן: (א) במילוי תפקידיהם ובשימוש בסמכויותיהם יפעלו הנאמן ומנהל הקרן בזהירות, באמונה ובשקידה; (ב) נאמן ומנהל קרן ינקטו את הצעדים הסבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלה; וכן סעיף 3(ג) חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 הקובע כי "חברה מנהלת תנהג בזהירות וברמת מיומנות שנאמן מיומן היה נוהג בהן בנסיבות דומות, ותנקוט את כל האמצעים הסבירים לשם שמירה על נכסי קופות הגמל שבניהולה ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה". לדיון בבעיות הנציג אלה, ראו Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Agency Costs of Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 874-878 (2013). כן ראו Hanoach Dagan & Sharon Hannes, *Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries as a Private Law Institution*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 91 (Andrew Gold & Paul Miller eds., 2014).

הפעילות העסקית שלו גם על דרך של הסדרת יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.⁸⁹ לאחרונה, פרסמה רשות שוק ההון חוזר בעניין דירקטוריון גוף מוסדי אשר תכליתו "להתוות סטנדרט מינימלי לניהול תקין של הגוף המוסדי בכל הקשור לפעולת הדירקטוריון".⁹⁰ חוזר זה קובע הוראות משמעותיות ומרחיקות לכת בקשר עם עבודת דירקטוריון גוף מוסדי הנשלט על ידי בעל שליטה וזאת כדי להבטיח כי תהליכי קבלת ההחלטות בגופים שכאלה יבטיחו את היציבות הפיננסית של הגוף המוסדי. כך למשל, סעיף 6 להוראות החוזר קובע כי במקרה שבו בעל השליטה מכהן בתפקיד מרכזי לפחות מחצית מחברי הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים.⁹¹ אף שהוראה אחרונה זו מעוררת קושי כיוון שהיא עלולה להפקיע מידיו של בעל השליטה את היכולת דה פקטו לכוון את פעילות התאגיד, ברי כי חוזר דירקטוריון הגוף המוסדי נשען על ההנחה כי חיזוק הממשל התאגידי של תאגידים פיננסיים באופן שימנע אפשרות של בעל שליטה לתעל לכיסו טובות הנאה פרטיות נחוצה לשם הגנה על היציבות הפיננסית והאינטרס הצרכני. זאת ועוד, סעיף 26 לחוזר קובע כי דירקטוריון גוף מוסדי יביא בחשבון בין שיקוליו את טובת לקוחותיו של הגוף המוסדי, יבחן את ההשלכות הצפויות של ההחלטה על לקוחות הגוף המוסדי וייתחם אליהן בהחלטתו. נראה כי ההקפדה היתירה בפעילות דירקטוריון הגוף המוסדי נחוצה "לשמירה על יציבותו הפיננסית ולהבטחת כספי המבוטחים והחוסכים באמצעותו".

(3) הגנת בעלי מניות המיעוט בחברות מחקר ופיתוח ועידוד הנפקתן בבורסה לניירות ערך בתל אביב

על אף שלחברות מחקר ופיתוח בתעשיות עתירות ידע ישנה חשיבות רבה למשק הישראלי ובפרט בכל הקשור להרחבת מעגל התעסוקה ותרומה לשיפור התחרותיות בכלכלה הישראלית, בפועל הבורסה לניירות ערך לא היוותה עד כה פלטפורמה לגיוסי הון על ידי חברות אלה.⁹² הלכה למעשה, מרבית חברות ההזנק נמכרות בשנים האחרונות לחברות זרות ושיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה הינו קטן ביותר.⁹³ השיעור הנמוך של חברות הזנק המנפיקות את מניותיהם בבורסה לניירות ערך בתל אביב נעוץ, בין היתר, בשל היעדר מימון זמין לשם המשך פיתוח החברה, לצד רצונם של חלק מהיזמים והמשקיעים הראשונים "לפגוש את הכסף".⁹⁴ כאשר מדובר בחברות מחקר ופיתוח יש מקום להתאים את כללי הממשל

⁸⁹ ראו גם Alessandro Romano, Luca Enriques and Jonathan R. Macey, *Extended Shareholder Liability for Systemically Important Financial Institutions*, AM. U. L. REV. (forthcoming, 2020) ("Regulators generally have tried to address the problems posed by the excessive risk-taking of Systemically Important Financial Institutions (SIFIs) by placing restrictions on the activities in which SIFIs engage. However, the complexity of these institutions makes such attempts necessarily imperfect. This article proposes to address the problem at its very source, which is the incentives that SIFI owners have to push for excessive risk-taking by managers. Building on the traditional rule of "double liability," we propose to modify the current (general) rule limiting the liability of SIFI shareholders to the amount of their initial investments in such companies"). נגיש בכתובת הבאה: <https://ssrn.com/abstract=3471892>.

⁹⁰ חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31 *דירקטוריון גוף מוסדי* (26.8.2018) ("חוזר גופים מוסדיים בעניין הדירקטוריון"). נגיש בקישור הבא:

https://www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h_2018-9-31.pdf

⁹¹ סעיף 2 להוראות החוזר גופים מוסדיים בעניין הדירקטוריון מגדיר "בעל תפקיד מרכזי" – כל אחד מאלה: (1) נושא משרה; (2) חבר ועדת השקעות שאינן תלויות תשואה, חבר ועדת השקעות עמיתים, מבקר פנימי, מנהל כספים האחראי על מערך הכספים, אקטואר ממונה, מנהל סיכונים שמונה לפי סעיף 41 לחוק הפיקוח על הביטוח, היועץ המשפטי, ממונה ציות ואכיפה פנימית, חשבונאי ראשי, מנהל ההשקעות האחראי על מערך ההשקעות וראש אגף האחראי למוצרי ביטוח, לקרנות פנסיה או לקופות גמל; (3) כל ממלא תפקיד כאמור בסעיפים קטנים (1) ו-(2) אף אם תוארו שונה. סעיף 6 להוראות החוזר קובע "בעל תפקיד מרכזי" – למעט דירקטור שאינו יושב ראש דירקטוריון או חבר ועדת השקעות שאינן תלויות תשואה.

⁹² המלצות סופיות של הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח 8 (21.1.2014) ("הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח"). נגיש בקישור הבא: http://www.isa.gov.il/Reports/177/Documents/IsaFile_8287.pdf.

⁹³ שם, עמ' 16-17.

⁹⁴ שם.

התאגידי באופן המעניק עדיפות גדולה יותר לאינטרסים של בעלי השליטה על פני זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. הטעם לכך הוא, שלכל הפחות בשנים הראשונות לאחר הנפקתן של חברות כאלה, מחזיקים היזמים, שהינם בעלי השליטה בחברה, את ליבת הידע הטכנולוגי והעסקי הנחוצים להמשך התפתחות החברה אל שלב הבשלות.⁹⁵ לפיכך, על מנת לעודד יזמים לקשור את גורלם עם גורל החברה לטווח ארוך וליצור וודאות יחסית בהמשך ההתקשרות שלהם עם עסקי החברה, ראוי כי כללי הממשל התאגידי יעוצבו באופן כזה המעודד את היזמים להנפיק את מניותיהם בבורסה לניירות ערך בתל אביב.⁹⁶

יוער, כי המחוקק ער לשיקולים אלה ואימץ תיקוני חקיקה בתחום דיני ניירות ערך אשר נועדו לעודד יזמים להנפיק את מניות חברות ההזנק בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ביום 28 בדצמבר 2015 אימצה הכנסת את החוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה עילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015 אשר נועד לחזק את הבורסה לניירות ערך בתל אביב כחלופה יעילה לגיוסי הון של חברות היי טק, תוך הגדלת הסיכוי שחברות אלה יתפתחו בישראל. חוק ניירות ערך מקנה לתאגידים דואליים (שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בבורסה בארץ ובבורסה מחוץ לישראל) את הזכות למעבר ממתכונת דיווח מלאה (על פי הוראות פרק ו' לחוק ניירות ערך) למתכונת דיווח דואלית (על פי פרק ה' לחוק ניירות ערך), בכפוף לאישור אסיפת בעלי מניות ברוב מיוחד. במסגרת התיקון, יתאפשר שינוי מתכונת דיווח לחברות הנכללות במדד ת"א טק-עילית ללא צורך באישור אסיפת בעלי מניות כאמור ובלבד שהתאגיד קבע זאת במפורש בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור שפרסם.⁹⁷ אף שהקלות דומות בתחום הממשל התאגידי ליזמים של חברות ההזנק טרם אומצו בדין הישראלי, על המחוקק לבחון כיצד הקלות כאלה יתמצו את בעלי השליטה לתרום מכישוריהם העסקיים והטכנולוגיים העדיפים לניהול עסקי החברה בטווח הארוך ומטבע הדברים הקלות מעין אלה צריכות להיות מוגבלות בזמן.⁹⁸

מהאמור לעיל, עולה כי תחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית של המשק המקומי היא קריטריון רלוונטי נוסף להסדרת יחסי הכוחות בין קבוצות בעלי המניות. שכן בחינה של תחום הפעילות של התאגיד מאפשרת לחשוף את האינטרסים הייחודיים של בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט בהקשרים עסקיים שונים באופן הקשור להיקף ההגנה שהדין מעניק לזכויותיהם.

2. היבטים נוספים במודל היחסי של הממשל התאגידי

יישומו של המודל היחסי של הממשל התאגידי כרוך בהתמודדות עם מספר אתגרים. ראשית, יש לברר את יחסי הגומלין בין הקריטריונים השונים הכלולים במודל. טול מקרה שבו בעל השליטה מחזיק למעלה ממחצית מזכויות ההון וההצבעה או לחלופין הסיכויים ליצירת התאגדות אופוזיציוניות הם נמוכים, אשר לפי שיטתי מכתיבה הגנה נרחבת על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, אך בו בעת מדובר בחברה בעלת היקף פעילות גדול במיוחד, אשר לטעמי מצדיקה הגנה מצומצמת יותר על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. על מנת ליישב בין המקרים שבהם הקריטריונים האמורים עלולים להוביל למסקנות סותרות, אבקש להציע הבחנה חשובה לענייננו בקשר עם אופן עיצובם של כללי הממשל התאגידי לאור המודל היחסי המוצג במאמר זה. להבנת, על מעצבי המדיניות להבחין בין כללי ממשל תאגידי שנועדו להגן על זכויותיהם

⁹⁵ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 604 (2017) (המחברים טוענים באופן דומה כי בשלב ההנפקה ניתן לכאורה להצדיק את ההגנה על השליטה באמצעות גיוון זכויות ההצבעה משום שמייסדי החברה מחזיקים בכישורים עסקיים מיוחדים אשר אפשרו את הקמת החברה וניהולה המוצלח).

⁹⁶ הוועדה לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח, לעיל ה"ש 92, עמ' 34 ("הוועדה בחנה את הצורך במתן הקלות לחברות היי טק שתיכללנה במדד טק-עילית במהלך התקופה הראשונה לאחר רישומן למסחר והגיעה למסקנה כי מאפייני חברות וחשיבות עידוד כניסתן לבורסה מצדיקים מספר התאמות בכללי הממשל התאגידי").

⁹⁷ סעיף 35ל(ד) לחוק ניירות ערך.

⁹⁸ Bebchuk & Kastiel, לעיל ה"ש 95, עמ' 605-606.

של בעלי מניות המיעוט ביחסים הישירים ביניהם ובין בעלי השליטה; ובין כללי ממשל תאגידי שנועדו להגן על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט באמצעות הסדרה של מערכת היחסים שבין בעלי המניות ונושאי המשרה בלבד. כאשר מדובר בכללי ממשל תאגידי המסדירים את היחסים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט באופן ישיר, יש לתת עדיפות לקריטריון הראשון העוסק בבירור יחסי הכוחות ביניהם. דוגמאות לכך הן חובות ההתנהגות שמוטלות על בעלי המניות בהתאם לסעיפים 191 ו-193 לחוק החברות, או אופן בחירתם של הדירקטורים החיצוניים, הנתפסים כאמונים על הגנת בעלי מניות המיעוט בהתאם לסימן ה' לפרק הראשון בחלק השישי בחוק החברות.⁹⁹ לעומת זאת, כאשר מדובר בכללי ממשל תאגידי המסדירים את יחסי הכוחות שבין בעלי המניות באופן עקיף באמצעות מערכת היחסים שבין בעלי מניות המיעוט לבין מנהלי החברה בלבד, יש לתת עדיפות לקריטריון השני והשלישי בדבר גודל החברה, שווי השוק שלה ותחום פעילותה העסקית. דוגמאות לכך הן חובות ההתנהגות החלות על נושאי משרה בתאגיד בהתאם לסעיפים 253-254 לחוק החברות. הבחנה זו נשענת על ההנחה בבסיס כל אחד מהקריטריונים הללו. ההבחנה יוצרת מתאם בין הקריטריון שעניינו יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט לבין כללי ממשל התאגידי המסדירים את יחסים אלה. הבחנה זו יוצרת גם הקבלה בין הקריטריון של גודל החברה ושווי השוק שלה, כמו גם תחום הפעילות ומצבה העסקי, שהם בעיקרם פועל יוצא של ניהול העסקים על ידי נושאי המשרה, לבין כללי הממשל התאגידי המסדירים את היחסים שבין מנהלי החברה לבין ציבור המשקיעים.

שנית, יש לבחון האם המסגרת הרעיונית שהוצגה בפרק זה קוראת לעיצובה של רגולציה כופה או רגולציה 'רכה' (soft law). ככלל, דיני החברות מבוססים על שיטת רגולציה מסוג 'ציווי ושליטה' (command and control). זוהי רגולציה המתבצעת באופן חד כיווני ישיר וכופה על ידי מוסדות המדינה באמצעות נורמות משפטיות המעוגנות בדרך כלל בחוק ראשי או משני שבצדו סנקציות אזרחיות או פליליות. ההנחה העומדת בבסיס שיטה זו היא כי ללא סנקציות הסיכוי כי הגופים המוסדרים יצייתו לחובות ההתנהגות הקבועות בדין הוא נמוך.¹⁰⁰ עם זאת, שיטה זו אינה חפה מקשיים שונים, כגון: חוסר גמישות, חקיקה רחבה ומשתנה היוצרת חוסר וודאות לגופים המוסדרים ומעורבות גבוהה של המחוקק ורשויות הפיקוח בפעילות השוטפת של גופים אלה.¹⁰¹ לעומת זאת, רגולציה רכה מתבצעת באופן דו-כיווני המאפשר שיקול דעת ואוטונומיה רחבה יותר מצד הגופים המוסדרים בקשר עם הציות לנורמות וסטנדרטים של התנהגות ראויה, כאשר ההנחה היא כי חברות שלא יאכפו נורמות שכאלה צפויות להיות חשופות לסנקציות של ביוש ופגיעה במוניטין שלהם.¹⁰² החיסרון העיקרי ברגולציה רכה היא שאינה כוללת סנקציות אזרחיות או פליליות הנאכפות על ידי רשויות השלטון, ולרוב נעשה שימוש בשיטה זו בתחומים שבהם הסיכון הכלכלי או החברתי הכולל בפעילות המפוקחת אינה גבוה.¹⁰³ התיאוריה היחסית של הממשל התאגידי מבקשת לגשר בין שתי שיטות הסדרה הללו. מחד גיסא, התיאוריה מבקשת לאמץ את הדפוסים הגמישים והקונטקסטואליים המאפיינים רגולציה רכה כך שכללי הממשל התאגידי יותאמו למאפיינים המיוחדים של החברות המוסדרות; ומאידך גיסא, בשל הקשר הישיר שבין הגנה על בעלי מניות המיעוט לבין צמיחה והתפתחות

Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1278-1280 (2017).

¹⁰⁰ ראו יצחק גל-נור "מבוא" רגולציה בישראל: ערכים, אפקטיביות, שיטות 9 (יצחק גל-נור ואיל טבת עורכים, 2019). נגיש בכתובת הבאה: http://hazan.kibbutz.org.il/hafrata%20-2/mboa_rgoltzia_-_prk_glnor_vetbt_-_22_3_17.pdf.

¹⁰¹ אסף כהן ואח' "הרחבת ארגון הכלים הרגולטורי: יחסי אמון ורגולציה משותפת" 9 (המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2014). נגיש בקישור הבא: https://www.idi.org.il/media/3833/regulation_2014.pdf.

¹⁰² גל נור, לעיל ה"ש 100, עמ' 28.

¹⁰³ Dimity Kingdford Smith, *Governance and Corporation: The Role of Soft Regulation*, 35(1) UNSW L. J. 378, 401 (2012) ("The most obvious weakness of SR is the lack of vigour of their enforcement by the bodies that promulgate them. There is a disparity between the terms of SR, and the institutional arrangements and willingness to take action when they are disregarded").

כלכלית של השוק המקומי,¹⁰⁴ לא ניתן יהיה לוותר על הדפוס הכופה שברגולציה של ציווי ושליטה. לכן, התיאוריה היחסית סבורה כי יש לאמץ מאפיינים של שתי שיטות האסדרה באופן שישלימו האחת את השנייה.

שלישית, המודל היחסי של הממשל התאגידי מציב אתגר לרשויות הפיקוח בקשר עם התאמה של כללי הממשל התאגידי לכל חברה לאורך זמן. ניתן לטעון כי בניגוד לעמדה המוצגת בחיבור זה, המודל עלול לגרום מהוודאות והיציבות, משום שרשויות הפיקוח יידרשו חדשות לבקרים להתאים כללים אלה לשינויים שונים במאפייני החברות הציבוריות בישראל. נוסף על כך, קיים חשש שהמודל היחסי יחתור תחת האינטרסים של בעלי מניות מן הציבור, שכן הללו רכשו ניירות ערך של חברה המעניקה הגנה משפטית רחבה לזכויות בעלי מניות המיעוט ולאחר זמן יימצאו את עצמם מחזיקים בניירות ערך של חברה המעניקה הגנה חלשה יותר. להבנתי, שינויים בשיעורי האחזקות של בעלי המניות באופן המשליך על אפשרות של יצירת התלכדות אופוזיציונית אינם מתקיימים באופן תכוף, אלא בעקבות התפתחויות מרחיקות לכת במצבה הכלכלי והעסקי של החברה המשליכים גם על גודלה ותחום הפעילות שלה. לעיתים קרובות, אלה באים לידי ביטוי במצבי קצה חיובים או שלילים, כגון: התקשרויות בעסקאות של מיזוג או רכישה או במצבים שבהם החברות נמצאות באזור חדלות הפירעון (Insolvency Zone).¹⁰⁵ תרחישים מעין אלה גוררים כבר כיום, תחת משטרי ממשל תאגידי אחידים הקבועים בחוק החברות, חוסר וודאות רבה בקרב השחקנים הרלוונטיים בעניין מיהות הגורם המכווין את פעילותה העסקית של החברה. בהתאם למודל היחסי, הוראות הדין בקשר עם היחסים שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט צריכות להתעצב בהתאם לנסיבות המיוחדות שבהן פועלת החברה, כך שלעיתים ניתנת עדיפות לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט ופעמים שניתנת בכורה לאינטרסים של בעלי השליטה מנקודת מבטם של כלל בעלי המניות מודל זה עשוי להיחשב לשיטת הסדרה הוגנת ובלבד שיש בה כדי לרתום את כלל בעלי העניין לפעול יחדיו לטובת קידום עסקיה של החברה. על רקע זה, המודל היחסי מאפשר הכוונת התנהגות טובה יותר מאשר המודל האחיד של משטרי הממשל התאגידי.

יתר על כן, משטרים יחסיים מתיישבים גם עם האינטרסים של בעלי מניות מן הציבור, אף אם בסופו של דבר ימצאו את עצמם בחברה המעניקה הגנה מצומצמת יותר לזכויות בעלי מניות המיעוט. שכן המודל היחסי כורך בין איתור שיווי המשקל האופטימלי שבין הגנה על האינטרסים העסקיים של בעל השליטה וזכויות בעלי מניות המיעוט ובין קידום עסקיה של החברה, שוויה ורווחיותה. כלומר, קיימת קורלציה בין היקף ההגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט בהתאם לתכני המודל היחסי לבין קידום שווי עסקי החברה לאורך זמן. ולכן, אף משקיעים מן הציבור המחזיקים בניירות ערך של חברה המעניקה הגנה חלשה יותר לזכויות בעלי מניות המיעוט עשויים להפיק תועלת מכך משום שמידת ההגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט נתפרה בהתאם למאפיינים המיוחדים של החברה באופן שיבטיח כי תשיא את רווחיה. בעניין זה, ניתן להניח כי שער נייר הערך עשוי להוות אינדיקציה נוספת לבחינת השאלה האם הסדרי הממשל התאגידי נתפרו באופן נכון ומדויק למאפייני החברה ויחסי הכוחות שבין בעלי המניות.

ג. יישום המודל היחסי של הממשל התאגידי במסגרת דיני החברות בישראל

פרק זה מוקדש לאופן שבו יש לעצב מחדש את מערכת דיני התאגידים בישראל לאור תכני המודל היחסי. במסגרת זו, ארצה להתמקד בסוגיות הבאות בתחום דיני החברות אשר נידונו בהרחבה בחקיקה ובפסיקה: תכלית החברה וחובת האמונים של נושאי משרה, חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי, הליך בחירתם

¹⁰⁴ לעיל ה"ש 83-98 והטקסט הנלווה לה.

¹⁰⁵ ראו גם חלק ח' לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 ("חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי").

של הדירקטורים החיצוניים לדירקטוריון החברה וביקורת שיפוטית על עסקאות עם בעל השליטה.

1. חשיבה מחודשת על תכלית החברה העסקית וחובת האמונים של נושאי משרה

(א) רקע עיוני

תכלית החברה העסקית מוגדרת בשיטת המשפט הישראלית בסעיף 11 (א) לחוק החברות, כדלקמן:

"תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור".

על פרשנותה של הוראת חוק זו נשברו קולמוסים רבים בפסיקה ובספרות המשפטית בישראל. להלן אסקור את עיקרי הדברים. באורח כללי, ניתן לעמוד על שלוש פרשנויות שונות להוראות בעניין תכלית החברה. על פי **פרשנות אחת** ובדומה לעמדה המקובלת במשפט האמריקני, תכלית החברה היא בראש ובראשונה לפעול למקסום רווחים עבור בעלי המניות בלבד.¹⁰⁶ גישה זו אשר יסודותיה בניתוח הכלכלי של המשפט קובעת כי על התאגיד לפעול בראש ובראשונה למקסום הרווחים, ועל נושאי המשרה בחברה אסור להתחשב באינטרסים של קהלים אחרים, ככל שיש בכך כדי לסכל מטרה זו.¹⁰⁷ על פי **פרשנות שנייה**, על מוסדות החברה להביא בחשבון את האינטרסים של כלל הקהלים עימם מתקשרת החברה, כגון: עובדים, נושים, ספקים צרכנים ואף החברה בכללותה גם אם יש בכך כדי לגרוע מהמטרה של מקסום הרווחים של בעלי המניות.¹⁰⁸ על פי **פרשנות שלישית**, פרי עטו של ידידיה שטרן, תכלית החברה היא לפעול להשיא את רווחיה שלה כאישיות משפטית נפרדת חסרת בעלים וזאת במובחן מהאינטרסים של בעלי המניות. נושאי המשרה רשאים לקחת בחשבון אינטרסים של מגוון הקהלים עימם מתקשרת החברה, ככל שהתחשבות באינטרסים אלה עשויה להשפיע על רווחי החברה. על פי פרשנות זו, אין לקבל מלכתחילה העדפה של האינטרסים של בעלי המניות או קהלים אחרים, אלא יש לכוון פעילות החברה בדרך שתשיא את רווחיה שלה.¹⁰⁹

¹⁰⁶ עמיר ליכט **דיני אמונות - חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** 192-198 (2013); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב(2) 381, 383-395 (2002) (המחבר גורס כי "ניתוח כלכלי מלמד כי יש להעדיף את הפרשנות המצמצמת את תכלית החברה להשאת רווחי בעלי המניות בלבד"). לביקורת על גישה זו, ראו ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" **משפט ועסקים** א' 105 (2004).
¹⁰⁷ יוסף גרוס **חוק החברות** כרך א 124 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016). לאחרונה, נטען כי אין לפרש את המונח "השאה" שבסעיף 11 לחוק החברות במובן של מקסום אלא במובן של שיפור והרמה של רווחים. "כלומר ראוי לקברניטי החברה לפעול לשיפור הרווחים, אולם אין חובה להביאם לשיא, תכלית אשר מצויה בהלימה עם מגמת הפסיקה". ראו רביב לוי ורן מס "מבט נוסף על המונח השאת רווחים" אתר משפט ועסקים (28.11.2018). נגיש בקישור הבא: https://idclawreview.org/2018/11/28/levy_maas/#_ftn54.

¹⁰⁸ עלי בוקשפן המהפכה חברתית במשפט העסקי 519 (2007); עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 230, 234 (2004); עמירם גיל "דיני התאגידים כמסגרת לייצוג עובדים" **עיוני משפט** ל(3) 575 (2008); רונית דינץ-קידר "לא פרטי לא ציבורי: לקראת תפישה חדשה של אחריות" **משפטים** מג 1127, 1162-1158 (2013); עופר סיטבון ורונית דינץ-קידר "אחריות חברתית של תאגידים וחינוך משפטי קליני: אתגור גבולות המשפט" **המשפט** יז 297 (2013). ראו גם דברי ההסבר לסעיף 15 בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995: "האפשרות האחת רואה בחברה מכשיר לקידום האינטרסים העסקיים של בעלי מניותיה. האפשרות השנייה היא להשקיף על החברה המסחרית כעל כלי להשאת עושרן של כל הקהילות הקושרות עימה קשרי חוזה וכן כעל מעין "אזור" "בקהילה החייב לשרת את ענייניה, אף כשאין הם חופפים את האינטרסים העסקיים של המשקיעים. העמדה העקרונית בסימן זה היא כי החברה היא ביסודה מכשיר עסקי, המיועד לקידום של מטרות כלכליות של המשקיעים. אולם יש לפרש הגדרה זו באופן רחב ונאור, ולאפשר לחברה המסחרית במסגרת שיקוליה העסקיים הכלכליים, לפעול אף לקידום האינטרסים של מי שאינם בעלי מניותיה".

¹⁰⁹ ידידיה שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות ממשיות" **משפטים** לב(2) 327, 353-354 (2002); ידידיה שטרן **תכלית החברה העסקית** (2008). ראו גם אוריאל פרוקציה "תאגידים" **הגישה הכלכלית למשפט** 751, 764-770 (אוריאל פרוקציה עורך, 2012) ("פרוקציה" **תאגידים**).

בפסיקת בתי המשפט בישראל ניתן לזהות ביטוי לכל אחת מהפרשנויות האלה. כך למשל, בעניין **אדורם** נידון עניינה של חברה פרטית בה היו שני בעלי מניות בלבד אשר עסקו בניהול החברה. לאחר שכל מניות החברה נמכרו לצד שלישי, בעקבות הסדר נושים, ביקש אותו צד שלישי לתבוע בשם חברת אדורם את אחד משני בעלי המניות המקוריים על בסיס הטענה כי אותו בעל מניות ונושא משרה לשעבר הפר בעבר את חובת האמונים בה היה חב כלפי חברת אדורם כאשר ביצע עסקה בניגוד עניינים ומכר חלקת מקרקעין שהייתה בבעלות החברה לאשתו. בית המשפט העליון דחה טענה זו ופסק, כי מאחר שנמצא שכלל בעלי המניות באדורם (שניהם) ידעו על העסקה ואישרו את ביצועה, הרי שלא ניתן לראות בה משום הפרה של חובת האמונים כלפי החברה. לדברי השופט גולדברג, קביעה אחרונה זו מקבילה למצב דברים שבו נושא משרה פועל על דעת כל בעלי המניות של החברה לטובת קידום ענייניהם בלבד. קביעתו הבאה של בית המשפט חשובה לענייננו:

"כאשר לא מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, דוגמת האינטרס של נושים, הרי רשאים כלל בעלי המניות לעשות ברכוש החברה כרצונם, ובכלל זה אף לתתו במתנה. בכך אין בעלי המניות פוגעים באיש זולתם, ופעולה הנעשית על ידם פה אחד אינה יכולה להוות הפרת חובת אמון כלפי מי מהם או עושק של מאן דהוא... **חובת האמון של המנהל כלפי החברה נועדה לקדם בסופו של דבר את ענייניהם של בעלי המניות**... משלא נסתרה העובדה כי שני הבעלים המשותפים של החברה פעלו בעצה אחת, לא היה בנמצא מי שיעשק מהעסקה, לא הופרה כל חובה של נחום גת כלפי החברה, וממילא אין צורך כי נבדוק את סבירותה של העסקה מבחינת אדורם".¹¹⁰

לעומת זאת, בעניין **ורדניקוב** גילה בית המשפט העליון את דעתו בסוגיה באופן הבא:

"ודוק: אין פירוש הדבר כי טובת החברה וטובת בעלי מניותיה – חד היא. ההבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה היא הבחנה יסודית הפורטת על מערכת העצבים המרכזית של דיני התאגידים, והיא מעמידה תחת עדשת המיקרוסקופ שאלות-יסוד עקרוניות הנוגעות, בין היתר, למהותה של החברה כאישיות משפטית נפרדת, לסוגיית הבעלות בחברה, ולשאלה מהי תכלית החברה. אזכיר כי לפי סעיף 11 לחוק החברות, תכליתה של החברה היא "לפעול לפי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה", להבדיל מהשאת רווחיהם של בעלי מניותיה... ההבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה יורדת לשורש הבסיס העיוני-פילוסופי של דיני החברות, אולם אין מדובר בהרהורים תיאורטיים גרידא, כי אם בסוגיה בעלת השלכות הנוגעות לעולם המעשה, והמקרה שלפנינו יוכיח. כך, ניתן לטעון כי פעולה של חלוקת דיבידנד, מעצם

¹¹⁰ ע"א 995/90 **אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת**, פסקה 5 לפסק דינו של השופט גולדברג (פורסם בנבו, 14.7.1992). ראו גם ע"א 10568/02 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' מפרק החברה ברג יעקב ובניו (רהיטים) בע"מ בפירוק**, פ"ד (נח) 673, פסקה 7 לפסק דינו של השופט גרוניס (2004); דנ"א 5286/04 **עו"ד שחר הררי נ' בנק לאומי לישראל בע"מ**, פסקה 4 לפסק דינו של השופט בייניש (פורסם בנבו, 24.1.2006) ("במקרה שלפנינו נקבע כי אין מקום להרחיב את חובת האמונים של נושאי משרה בחברה כלפי נושיה מעבר להוראות העוסקות בהעדפת מירמה בדיני חדלות הפירעון"); תני"ג (ת"א) 43335-11-12 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פסקאות 67-68 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.9.2014) ("**ורדניקוב מחוזי**") ; ר"ע (מחוזי נצ') 32-08 **רונידן לחברה לבנין בע"מ נ' מנהל מס שבח מקרקעין נצרת**, פסקה 11 לפסק הדין (פורסם בנבו, 2.6.2011) ("יש להבדיל בין שיקולי המדינה לקדם עסקאות מהסוג הנדון לבין שיקולים עסקיים של חברה עסקית שמקדמת עסקיה לצורך מקסום רווחים"); ת"א 48067-01-11 **ע.ל.א.נ. מרחצאות בע"מ נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ**, עמודים 24-21 לפסק דינו של השופט קרת-מאיר (פורסם בנבו, 14.5.2012).

טיבה, מדגימה באופן מובהק את המתח הפוטנציאלי הקיים בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה. החשוב לענייננו, שהקביעה כי פעולה מסוימת משרתת את טובתם של בעלי המניות, אין פירושה בהכרח כי מדובר בפעולה המקדמת את טובתה של החברה".¹¹¹

פירוש הדבר הוא שבפסיקת בתי המשפט בישראל ישנו ביטוי למגוון דעות בקשר עם פרשנותו של סעיף 11 לחוק החברות נדמה כי המשמעות הנורמטיבית לענייננו היא שבתי המשפט נטו ליצוק משמעות רעיונית כללית לסעיף 11 לחוק החברות מתוך ההקשרים הפרטניים של הסוגיות שהובאו לדיון בפניהם, כגון: שאלת מבחני החלוקה שבחוק החברות, כלל שיקול הדעת העסקי וחובות אמונים של נושאי משרה. בתת הפרק הבא, ובהתאם להלך מחשבה זה, אציע כי על סעיף 11 לחוק החברות להתפרש בהתאם למאפייניה המיוחדים של החברה ואבחן את המשמעות של הצעה זו בקשר עם חובת האמונים של נושאי משרה.

(ב) תכלית החברה, חובת האמונים של נושאי משרה ומודל הממשל התאגידי היחסי

פסיקת בתי המשפט והמחקר האקדמי בנושא התכלית שעל החברה לקדם הניחו עד היום כי יש לפעול לקידומה של מטרה אחת בלבד אשר יפה לכלל החברות הציבוריות או הפרטיות בשוק המקומי.¹¹² פירוש הדבר הוא שבין אם נקבל את העמדה כי על החברה לפעול לקידום עושרם של בעלי המניות בלבד או לפעול לקידומם של אינטרסים חברתיים אחרים של עובדים, נושים, צרכנים או הקהילה בכללותה; אינטרסים ותכליות אלה יפים לכלל החברות. דא עקא, המודל היחסי של הממשל התאגידי אינו מקבל הנחה זו. אלא, תחתיה מבקש לשכנע כי בשל השונות הרבה במאפייני התאגידים לרבות תחומי הפעילות שלהם, הנכסים שבעלותם, הרכב ההון וההחזקה, גיוון ההון האנושי ושיעור התלות שלהם בבעלי תביעות שונות כלפי החברה, לא ניתן לאמץ מטרה כזו או אחרת אשר הינה יפה לכלל התאגידים.¹¹³

¹¹¹ ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוניץ, פסקאות 121-122 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016). כן ראו ע"א 3379/06 ברנוביץ נ' נתנון, פסקה כ"ב לפסק דינו של השופט רובינשטיין (פורסם בנבו, 4.3.2008) ("לבעלי תפקידים מחויבות משפטית לפעול לטובת החברה ולהעדיף את האינטרס המצרפי של קידום הרווחים של החברה עצמה", להשאת רווחיה, ולמימוש האינטרסים והרצונות שלה; שלה, כקביעת המחוקק, גם אם הקרבה בין החברה לבין בעלי התפקידים אמורה, בעולם הגון, לקרב את האינטרסים והרצונות. התפיסה המשפטית של החברה כנפרדת מבעלי מניותיה היא שביסוד סעיף 11"; ד"נ 7/81 פנידור, חברה להשקעות פתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו, פ"ד (4) 673, 695 (1983) ("המגמה המודרנית המתפתחת היא, כי על החברה ועל מנהליה הפועלים עבודה לקחת בחשבון לא רק את טובתם של בעלי המניות... אלא גם את טובתם של עובדי החברה, צרכניה והציבור הרחב בכללותו"). לפסיקה דומה של בית המשפט המחוזי, ראו עניין מטרות מיזוג (מחוזי), לעיל ה"ש 110, פסקה 142 לפסק דינו של השופט כבוב ("כידוע, דירקטוריון החברה נחלק לשני סוגים של דירקטורים. האחד הוא דירקטורים רגילים, הממונים על-ידי בעלי המניות, שמצפים מהם לדאוג לאינטרסים שלהם. כפועל יוצא, מונחים דירקטורים אלה באופן מובנה על-ידי אינטרסים דאליים: מחד גיסא, אינטרס החברה שעליו הם אמונים מתוך ישיבתם בדירקטוריון החברה (אינטרס הבא לידי ביטוי, בין היתר, בחובת האמונים שהם חבים לחברה); מאידך גיסא, אינטרס בעל המניות שמינה אותם, שרשאי בכל עת להחליפם, ולכן ירצה הדירקטור הסביר להגשים את רצונו כדי לשמור על כסאו. יובהר עם זאת, כי נקבע לא אחת בפסיקה כי ישנו 'אינטרס אחד בלבד הראוי להגנה והוא אינטרס החברה... במילים אחרות, על-אף ההכרה בקיומם של אינטרסים נוגדים, חובת הנאמנות לחברה גוברת על כל אינטרס אישי").

¹¹² הקביעה שבטקסט מודגמת בדבריו של שטרן, לעיל הע"ש 109, עמ' 340 ("סעיף 11 מטפל באופן ישיר ומפורש בתכלית החברה כנושא עצמאי, הנדון במישור עקרוני. הוא קובע קריטריון אחיד (השאת הרווחים של החברה) להשגת התכלית. הוא אינו מגביל את התחולה המהותית של הוראותיו לעניין כלשהו ואין הוא מחיל את עצמו על קבוצה מוגדרת כלשהי. מאחר שתכלית החברה נבחנת מזווית ראייה עקרונית, כוללנית ואחידה, שאינה תלויה הקשר, מסתבר שקביעות הסעיף ישימות על כל מישורי פעילות של החברה ועל כל מערכות היחסים המרכיבות את הפקעת החווית של החברה. כלליות תחולתה של הוראת התכלית משתקפת, בין היתר, מהבחירה של המחוקק לגבי מיקומו המרכזי של הסעיף בגוף הטקסט של החוק: סעיף התכלית מופיע בפרק הראשון (העוסק ב"התאגדות") של החלק השני (שהוא החלק המהותי הראשון של החוק), שכותרתו "ייסוד החברה").

¹¹³ Tamara Belinfanti & Lynn A. Stout, *Contested Visions: The Value of Systems Theory for Corporate Law*, 166 U. Pa. L. Rev. 579, 611 (2017) ("When different groups hold different views of company purpose, there is room for subjective disagreement about how well the company is being managed. *Systems thinking* accepts this disagreement, counseling against a rigid, 'top-down' strategy that attempts to impose a single objective on all business corporations. Like the nexus of contract approach, it rejects central planning in favor of diversity and self-

בעניין זה, לקריטריונים שנידונו בפרק הקודם חשיבות רבה בקביעת תכלית החברה הנדרשת לצורך פרשנות של הוראות חוק החברות. כך למשל, הקריטריון בדבר תחום פעילות החברה ומצבה העסקי עשויים להיות רלוונטיים במיוחד משום שהם מבקשים לקשור בין אופן עיצובן של הוראות חוק החברות לבין חיזוק הצמיחה הכלכלית והרווחה המצרפית של השוק המקומי. ניתן להניח כי התכלית של תאגיד, אשר עיקר פעילותו מתמצה בהחזקה של חברות אחרות יתפרש כהשאת רווחתם של בעלי מניות, הא ותו לא. לעומת זאת, התכלית של תאגידים אחרים אשר יש להם תרומה בולטת לרווחה החברתית ולהספקתם של שירותים חיוניים, כגון: מים, תחבורה ותשתיות וכיו"ב תתפרש באורח שונה ותידרש לקחת בחשבון גם את האינטרסים של קהלים אחרים עימם היא מתקשרת, מלבד האינטרסים של בעלי המניות. תאגידים אשר לפעילותם השפעה ישירה על האפשרות לממש זכויות אדם חוקתיות, כגון: הזכות לחירות ופרטיות הצרכנים, יידרשו לשכלל את חשיבות ההגנה על זכויות יסוד אלה במסגרת פעילותן העסקית השוטפת. כך למשל, חברות תקשורת בישראל, דוגמת בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נדרשת במסגרת הרישיון המסדיר את פעילותה להבטיח את פרטיותם של המנויים על שירותיהם והגנה על ענייני ביטחון בהתאם להוראות החוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ"ב-1982 וצו תקשורת (בזק ושידורים) (קביעת שירות חיוני שנותנת "בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ), תשנ"ז-1997. החובה לציית להוראות הרישיון והדין הללו הוטמעה באופן מפורש במסמכי ההתאגדות של חברת בזק וחברות האם הדואליות שלה.¹¹⁴ ברוח דומה, תאגידים אשר הפעילות הכלכלית שלהם נשענת לחלוטין על התמורה המשולמת או הנמסרת להם על ידי צרכנים יידרשו לשלב בתהליך קבלת ההחלטות היומיומי שלהם התחשבות באינטרסים של הלקוחות.¹¹⁵ ראייה לכך אנו מוצאים בחוק נתוני אשראי, התשע"ו-2016. חוק זה קובע את המסגרת המשפטית לאיסוף ומסירה של נתוני אשראי צרכניים ללשכות האשראי שהינן תאגידים פרטיים לשם עיבודם והעברתם למוסדות פיננסיים, וזאת לטובת החלטה על מתן הלוואה או אשראי נוסף. סעיף 1 לחוק קובע במפורש כי מטרת הוראותיו המסדירות, בין היתר, את פעילותן של לשכות האשראי היא "שמירה על עניינם של הלקוחות ועל פרטיות הלקוחות שהנתונים מתייחסים אליהם ומניעת פגיעה בה במידה העולה על הנדרש". נדמה כי קביעתו של המחוקק מוצדקת במיוחד בשל העובדה כי הנכס העיקרי של לשכות האשראי (מלבד האלגוריתם הנדרש לדירוג הלקוחות) הוא נתוני האשראי של כלל הצרכנים בישראל המועברים לידי הלשכות ממאגר המידע המרכזי המופעל על ידי בנק ישראל.

נקודה נוספת שיש לתת עליה את הדעת היא שהמודל היחסי לממשל התאגידי מסתייג מהאפשרות לקבוע תכלית מסוימת לתאגיד אשר תהיה יפה לכל חייה העסקיים. על אף שבית המשפט העליון טרם הכיר באופן מפורש בקביעה אחרונה זו, נדמה כי יש לה ביטוי משמעותי בפסיקתו. כך למשל, בעניין **אפרוחי הצפון** נידונה השאלה האם ניהול חברה על דרך של "מימון דק", מצדיק כשלעצמו הדחיית פירעון חובות החברה לבעלי מניותיה, אשר העמידו לטובתה אשראי ספקים או הלוואת בעלים, עד לאחר פירעון כל חובות החברה לנושיה האחרים.¹¹⁶ דעת הרוב מפי השופטת פרוקצ'יה קבעה כי מוטלת חובה על בעלי מניות שלא לממן את החברה במימון דק, וניהול החברה באופן שכזה עשוי ללמד על חוסר תום הלב של בעלי המניות ומצדיק כשלעצמו הדחיית חובם של אלה.¹¹⁷ לענייננו, מתייחסת השופטת פרוקצ'יה לסוגיית תכלית החברה וקובעת

organization").

¹¹⁴ ראו סעיפים 33-36 ו-61 לרישיון כללי ל"בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ למתן שירותי בזק פנים-ארציים נייחים (18.10.2018). נגיש בכתובת הבאה: https://www.gov.il/BlobFolder/policy/bezeq_lisence/he/bezeq%20license.pdf.

¹¹⁵ ראו גם Shlomit Azgad-Tromer, *The Case for Consumer-Oriented Corporate Governance, Accountability and Disclosure*, 17 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA J. BUS. L. 227, 288 (2015).

¹¹⁶ ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ (פורסם בנבו, 21.01.2009). לדיון רחב בפסק הדין, ראו לחובסקי, לעיל ה"ש 32, עמ' 78-82; יהודית קורן עקרון **האחריות המוגבלת והחברה הפרטית** 119-121 (2017).

¹¹⁷ לביקורת על פסק הדין, ראו דורון טייכמן "צדק, הגינות ויעילות בדיני חברות: הערות בעקבות ע"א 4263/04" **משפטים** מ 701

כדלקמן:

"קביעת התנאים הנדרשים להשעיית זכויות בעלי מניות לפירעון חובם מהחברה עד לאחר מלוא פירעון חובותיהם של הנושים החיצוניים על רקע הוראות חוק החברות, מחייבת איתור האינטרסים של כל אחת מקבוצות נושים אלה, ואיזון ראוי ביניהם. איזון זה צריך להיעשות על רקע ראייה רחבה של תכלית החברה העסקית מצד אחד, וחובותיה ואחריותה כלפי נושיה החיצוניים והפנימיים כאחד, ולאור מערכת היחסים המשפטית בין בעלי המניות לבין החברה מצד אחד, ובין הנושים החיצוניים לבין החברה מצד שני... האיזון הראוי מושפע מעקרונות משפט הלוקחים מדיני התאגידים, ומתכנים המקרינים על עקרונות אלה מתחום המשפט הפרטי ומעקרונות חוקתיים כלליים. על הצורך להתחשב בציבור הנושים במסגרת מהלך פעילותה של החברה עמד גם מחוקק חוק החברות עצמו בסעיף 11 לחוק החברות, בדברו על תכלית החברה, תוך שציין כי "ניתן" להביא בחשבון במסגרת שיקוליה העסקיים של החברה את ענייניהם של הנושים".¹¹⁸

ברי, כי ההצדקה לעמדת בית המשפט שלפיה יש להתחשב בצורה מובהקת יותר באינטרסים של נושי החברה במסגרת פרשנותו של סעיף 11 לחוק החברות נעוצה בעובדה שהחברה נקלעה למצב של חדלות פירעון והנושים מבקשים לפרוע את חובם מכיסם של בעלי המניות. אולם, לא מן הנמנע כי עמדה זו לא הייתה זוכה לעדנה במצבים שבהם האיזון בין האינטרסים של בעלי המניות לנושי החברה לא נעשה בנסיבות של חדלות פירעון או במצבים שבהם החברה קרובה לכך (zone of insolvency), אלא במהלך ניהול העסקים הרגיל שלה. דוגמא נוספת היא האופן שבו יש לפרש את התכלית העסקית של חברות בתחום המחקר והפיתוח בתעשיות עתירות ידע. בשנים הראשונות לפעילותן, העסקים של חברות אלה נשענים בעיקר על הזרמה הונית מצד בעלי המניות, ולעיתים מצדם של גופי מימון בנקאיים. כמו כן, הן נשענות על תרומה מובהקת של ידע עסקי וטכנולוגי מצד היזמים של החברה הנחוצים להתפתחותה ולשגשוגה. בנסיבות אלה, ולכל הפחות בשנים הראשונות לפעילותן של החברות עד להתבססותן, נדרשת מערכת המשפט לפרש את התכלית העסקית של חברות כאלה בהתאם לאינטרסים של בעלי המניות בלבד. עם זאת, משהתבססה התשתית העסקית של חברות מחקר ופיתוח אודות לתרומה של קהלים נוספים, כגון: עובדים, נושים וצרכנים, על מערכת המשפט להחיל את ההסדרים הקבועים בחוק החברות גם בהתאם לאינטרסים של הקהלים הנוספים הנוטלים חלק בפעילותן של חברות מחקר ופיתוח.¹¹⁹

עתה, ארצה לקשור את הדיון שלעיל עם פרשנותה של חובת האמונים של נושאי משרה אשר תוכנה מעוצב לעיתים קרובות על בסיס תכלית החברה. ככלל, חובת האמונים של נושא משרה הקבועה בסעיף 254 לחוק החברות מקפלת בתוכה שני כללי התנהגות ספציפיים: **האחד**, איסור על ניגוד עניינים בין עניינה של החברה לעניין אישי של נושא המשרה (duty interest conflict). **השני**, איסור על נושא משרה להחזיק בחובת אמן

(2011) (המחבר טוען כי הלכת אפרוחי הצפון אינה מתיישבת עם הדין המצוי ואינה ראויה כדין רצוי משום שהיא חותרת תחת קידום יעילות בהקשרים מסחריים ומגבילה את יכולת היזמים ליטול סיכונים יעילים במסגרת התאגיד).

¹¹⁸ עניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 116, פסקאות 6 ו-9 לפסק דינה של כב' השופטת פרוקצ'יה.
¹¹⁹ הטיעון המוצג בחלק זה מתיישב יפה עם עמדתו של המלומד Colin Mayer אשר קרא לחשיבה מחודשת על תכלית החברה הציבורית באופן שחברות ציבוריות יידרשו להסביר לציבור המשקיעים כיצד מבנה הבעלות, הסדרי הממשל התאגידי והתרבות הארגונית הולמים את התחייבויות החברה כלפי הקהלים השונים שעומדים מתקשר התאגיד, הקהילה בכללותה והמדינה שבה הן פועלות. לשיטתו של Mayer, הבנייה מחודשת של תכלית החברה היא זו אשר תבטיח כי חברות ציבוריות יתרמו לא רק לפיתוח כלכלי אלא גם ובעיקר לשגשוג אנושי. ראו COLIN MAYER, PROSPERITY: BETTER BUSINESS MAKES THE GREATER GOOD (2018).

כלפי מספר גורמים שאין ביניהם זהות אינטרסים (duty-duty conflict). איסור אחרון זה בא לידי ביטוי בקביעה כי אין בחובת האמונים של נושא משרה "כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר". נושא משרה מחזיק בשתי חובות אמון מקבילות, אולם כאשר קיום חובת אמון אחת עלול להביא לפגיעה בחובת האמון האחרת של אותו נושא משרה כלפי נהנה אחר, מוטלת חובה על נושא המשרה לפרוש מאחת ממשרותיו.¹²⁰ סעיף 254 לחוק החברות משמיע כי על חובות האמונים של נושאי המשרה להתפרש בהתאם לטובת החברה המוסדרת בין היתר בסעיף 11 לחוק החברות.¹²¹ המודל היחסי של הממשל התאגידי מסתייג מפרשנות אחידה למונח "טובת החברה", ומכיר במגוון רחב של תועלות של החברות בהתאם לקריטריונים השונים שפורטו לעיל. פירוש הדבר הוא שפרטיה של חובת האמונים של נושאי משרה עשויים להיות מעוצבים באופן עקיף ומגוון יותר גם בהתאם לתכני המודל היחסי שבחיבור זה. קביעה אחרונה זו נכונה לא רק בקשר לחברות שונות שאינן מקיימות ביניהן כל קשר עסקי אלא גם לחברות שונות המשתייכות לקבוצה עסקית אחת. אף שעמדתו של המחוקק הישראלי היא להכיר באישיותן המשפטית הנפרדת של כל תאגיד השייך לאשכול החברות באופן הנבדל מהאינטרסים של בעל השליטה בחברת האם, בפועל בהקשרים שונים הכירה הפסיקה ורשויות הפיקוח בכך שחברות באשכול אינן פועלות במנותק זו מזו, ושלעיתים אשכול החברות פועל כגוף אחד בהתאם לאינטרסים של בעל השליטה.¹²² פירוש הדבר הוא שאין לזהות את תכליות החברות המשתייכות לאשכול עם טובת חברת האם או טובת הקבוצה העסקית בכללותה,¹²³ אלא יש להכיר בטובת החברה העצמאית של כל אחת מהן אשר עשויה להיקבע בהתאם ליחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, גודל וסוג החברה, תחום הפעילות ותרומתו לצמיחה כלכלית של השוק המקומי. הואיל ופרשנותה של תכלית החברה היא שמעצבת את תכניה של חובת האמונים המוטלת על נושא משרה בתאגיד העסקי, אין תכניה של חובה זו בחברה פלונית זהים לתכניה בחברה אלמונית אף אם שתיהן משתייכות לקבוצה עסקית אחת. ודוק, אין פירוש הדבר כי על חברה פלונית נאסר מלקחת בחשבון שיקולים של טובת הקבוצה העסקית בכללותה בנסיבות מסוימות, אלא הדגש הוא על להימנע מלזהות את מכלול האינטרסים של חברה פלונית עם אלה של בעל השליטה באשכול החברות.¹²⁴ ההלכה הפסוקה קבעה עוד בשנות ה-80 של המאה הקודמת, כי אין לאפשר לנושאי משרה לכהן במקביל בחברות מתחרות זו לזו או בחברות המקיימות ביניהן קשרים עסקיים שונים. שכן במצב כזה, לא יוכל נושא המשרה לשקול את טובתה של חברה אחת באופן עצמאי מבלי שיידרש לקחת בחשבון גם את טובתה של החברה האחרת באופן המכתיב את ניקיון שיקול דעתו.¹²⁵ עם זאת, מצב הדברים השכיח יותר בנוף המקומי

¹²⁰ עמיר ליכט "יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון" **משפט ועסקים** 237, 263 (תשע"ה) ("החובה התובענית להתמסר באופן מוחלט לענייניו של נהנה אחד עלולה להתנגש במצב זה עם החובה התובענית לא פחות כלפי נהנה אחר. ניתן לראות בכל מצב שבו עניינו של כל נהנה שקול לעניינו האישי של האמונאי. המענה המשפטי ההכרחי הוא למעשה הטלת איסור מוחלט על אמונאי לפעול במצבים של חשש לניגוד בין חובת אמון לחובת אמון. זאת כדי לשלול כל גורם שעלול לדכא את ההניעה לפעול לטובת הנהנה"); ה"מ 100/52 **חברת ירושלמית לתעשייה בע"מ נ' אגיון**, פ"ד ו 887, 889 (1952).

¹²¹ עלי בוקשפן "אחריות חברתית תאגידית וביטוייה במשפט" **תאגידים** ז' 1, 21 (2009).

¹²² לדיון רחב בהקשרים אלה, ראו לחובסקי, לעיל הע"ש 32, עמ' 49-62.

¹²³ לחובסקי, שם, עמ' 55 ("העמדה העולה מהחוק היא, שכאשר מתעוררת בעיית נציג של בעל השליטה יש להתמודד אתה באמצעות נטרול השליטה על החלטות החברה מבעל השליטה והחזרת השליטה על החלטות אלו לגורמים שיוכלו לקבל החלטה המשקפת את האינטרסים של החברה להבדיל מאלה של בעל השליטה. במילים אחרות, העמדה של חוק החברות אינה שהחברה צריכה להתנהל על פי ההוראות והאינטרסים של בעל השליטה (מודל המיזם) אלא ההפך – שהחברה צריכה להתנהל על פי האינטרסים של החברה עצמה (מודל הישות הנפרדת)").

¹²⁴ ראו גם סעיף 280(ב) להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995 אשר לא אומצה במסגרת הוראות חוק החברות: "אין באמור בסעיף 279 כדי למנוע מנושא משרה, בחברה הנמנית עם אשכול החברות, לשקול גם את טובתו של האשכול, ובלבד ששוכנע כי אין בהחלטתו כדי לפגוע בטובת החברה שבה הוא מכהן, בטווח הארוך; עשה כן נושא המשרה – לא יראו בכך הפרת חובת אמונים".
¹²⁵ ראו למשל, ת"א (מחוזי נצרת) **רובינשטיין נ' רוזנברג**, פ"מ התשמ"ב (1) 133, 142-143 (1981); תא (חי') 1287/84 **שרף נ' אולשביצקי**, פסקה 4 לפסק דינו של השופט בן יאיר (פורסם בנבו, 11.9.1984); ה"פ 485/03 **עטר נ' נצבא – חברה להתנחלות בע"מ**, פסקה 5 (לפסק דינה של השופטת גרסטל (פורסם בנבו, 5.2.2004); ת"א 46995-09-13 **א.י.טי.אפ.אס גרופ בע"מ נ' אח' נ' גולוד אח'** (פורסם בנבו, 5.12.2013) (בית המשפט מאשר הוצאת צווי מניעה כנגד בעל מניות ודירקטור בחברה המכהן במקביל

הוא כהונה מקבילה של נושאי משרה בחברת אם ובחברת בת השייכות לקבוצה עסקית אחת. הדעה המקובלת היא שלרוב כהונה מקבילה שכזו אינה מלמדת על קיומו של ניגוד עניינים פסול ואין איסור על כהונה צולבת של דירקטור במספר חברות השייכות לאשכול החברות.¹²⁶ להבנתי, היעדרו של איסור שכזה בדין הישראלי אינו מתיישב עם עמדת המחוקק שלפיה אין לזהות את טובת החברות המשתייכות לקבוצה עסקית עם האינטרסים של בעל השליטה בחברת האם, אלא יש להכיר באישיות המשפטית הנפרדת של כל אחת מהן וטובתה העצמאית בלבד.¹²⁷ לאור האמור, נדמה שיש טעם לפסול כהונה צולבת של דירקטורים במספר חברות המשתייכות למבנה פירמידאלי משום שכהונה כאמור אינה מאפשרת לנושאי המשרה לשקול את תועלתה העצמאית של החברה במובחן מהאינטרסים של בעל השליטה בקבוצה העסקית.¹²⁸ להבנתי, ככל שפרקטיקה שכזו תחלוף מן העולם, דירקטורים יוכלו להקדיש משאבים רבים יותר לשם קידום טובת החברה ובניגוד למצב כיום יקדישו זמן רב יותר ללימוד הנושאים העומדים על סדר יומה של החברה באופן המתיישב עם נורמות של ממשל תאגידי ראוי.¹²⁹ מהמקובץ עולה, כי לאור השונות הרבה במאפייני החברות הציבוריות, יש להכיר במגוון רחב של תכליות שאותן הן עשויות לקדם. שונות זו מעצבת את תוכן של חובות האמונים המוטלות על נושאי משרה בחברות ציבוריות באופן אשר לעיתים קרובות עלול לעורר חשש לניגוד עניינים פסול בקשר עם כהונה מקבילה של נושאי משרה במספר חברות בנות המשתייכות לקבוצה עסקית אחת.

2. חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי

(א) הדין הישראלי

סעיפים 252-253 לחוק החברות מעגנים את חובת הזהירות של נושאי משרה במשפט הישראלי. סעיף 252(א) קובע כי "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש]". סעיף 253 לחוק החברות מטיל חובת זהירות ספציפית על נושאי משרה וקובע כי "נושא משרה יפעל ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר, באותה עמדה ובאותן נסיבות, ובכלל זה ינקוט, בשים לב לנסיבות העניין, אמצעים סבירים קבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו או של פעולה

כנושא משרה בחברה מתחרה, מלפנות ללקוחות החברה או לעובדיה. עם זאת, בית המשפט אינו מאשר צו מניעה כנגדו מלהשתתף בדירקטוריון או ממינוי נציג מטעמו בדירקטוריון הואיל ועצם הכהונה במקביל לא העידה באותן נסיבות על הפרת חובת אמונים מצדו). ראו גם אהרן ברק "ניגוד אינטרסים במילוי תפקיד" **משפטים** י' 11, 12 (תש"מ) ("איסור לו לאדם לכהן כמנהל בחברה אחרת, הנמצאת בתחרות עם החברה הראשונה, שכן האינטרסים של שתי החברות מתחרים זה בזה, ועל כן עומדים בניגוד זה לזה").

¹²⁶ ליכט, לעיל ה"ש 120, עמ' 267. בהקשר זה, נטען אף בספרות, כי יש לשנות את תוכן של חובת האמונים של נושאי משרה בחברות הבת השייכות לאשכול החברות כך שתהיה מכוונת אך ורק לטובת אשכול החברות (ולא לטובת חברות הבת), וזאת בכפוף לכך שהפעולה שאותה מאשרים נושאי המשרה אינה מביאה לקיפוח מהותי של בעלי מניות המיעוט בחברת הבת. עמדה זו אומצה על ידי לחובסקי, לעיל ה"ש 32, עמ' 209-218.

¹²⁷ עם זאת ראו סעיף 240(ד) לחוק החברות הקובע איסור על כהונה צולבת של דירקטורים חיצוניים. בהתאם להוראות סעיף זה, דירקטור בחברה ציבורית לא יכהן כדירקטור חיצוני בחברה ציבורית אחרת, אם הדירקטור בחברה האחרת מכהן אותה שעה כדירקטור חיצוני בחברה הציבורית.

¹²⁸ ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון – הגבלות על מינוי דירקטורים), התשע"ג-2013 של ח"כ עדי קול ואח'. דברי ההסבר של הצעת החוק קובעים כדלקמן: "בעניין זה מוצע לקבוע כי בחברות כאמור לא ימונה דירקטור אם תפקידו או עיסוקו האחרים יוצרים או עלולים ליצור ניגוד עניינים עם תפקידו כדירקטור או שהוא בעל עניין אישי בחברה מתוקף תפקידו כנושא משרה בחברה אחרת. הצעת החוק קובעת חזקה כי אדם הוא בעל עניין אישי, אם הוא מכהן כנושא משרה בחברה אחרת בשליטת בעל השליטה. יודגש, כי מטרת התיקון אינה מניעת מינוי דירקטור מטעמו של בעל השליטה, אלא הגבלת חובותיו של אותו הדירקטור לחברה אחת בלבד. שינוי המצב הקיים היום, בו יכול בעל שליטה למנות מספר מצומצם של אנשי שלומו כדירקטורים וכנושאי משרה בחברות רבות שונות". בעניין זה, העמדה המובעת בטקסט אינה מתיישבת עם סעיף 280(א) להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995 שלפיה אין לראות כהונה של נושא משרה בכמה חברות הנמנות על אשכול החברות כפעולה בניגוד עניינים. סעיף זה לא אומץ בהוראות חוק החברות.

¹²⁹ ראו גם יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 154-157 (מהדורה חמישית, 2018) ("גרוס" **דירקטורים ונושאי משרה**"").

הנעשית על ידו בתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות עניין פעולות כאמור.¹³⁰ חובת הזהירות כוללת אפוא שני דרישות מצטברות: דרישת המיומנות ודרישת היידוע.¹³¹ כלומר, נושאי משרה עשויים לשאת באחריות להפרה של חובת הזהירות הן בשל פגם בשיקול הדעת המהותי, דהיינו לא פעלו כפי המצופה מנושא משרה סביר, שהיא רמת התנהגות גבוהה יותר מזו של האדם הסביר. נוסף על כך, נושאי משרה עשויים לשאת באחריות להפרה של חובת הזהירות בשל פגם בתהליך קבלת ההחלטה.¹³² בעוד שחובת הזהירות קובעת איסור על התנהגות רשלנית של נושאי משרה, כלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgment Rule) הוא בבחינת הגנה מפני ביקורת שיפוטית מהותית על החלטה עסקית שקיבלו בהתקיים תנאים מהותיים הנוגעים לתהליך קבלת ההחלטות.¹³³ בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי, כאשר החלטות עסקיות של נושאי משרה התקבלו בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מידוע, הן נהנות מחזקת התקינות ולכן לא תהיינה חשופות להתערבות של בית המשפט.¹³⁴ משמעותו של הכלל היא שבית המשפט לא יבחן את ההחלטה לגופה ולא יתערב בה. לעומת זאת, אם יוכח שאחד או יותר מהתנאים לתחולת הכלל אינו מתקיים, תקום החזקה ההפוכה בנוגע לתוכן ההחלטה והנטל יעבור לנושאי המשרה להוכיח כי החלטתם הייתה תקינה.¹³⁵ שאלת היחס שבין חובת הזהירות ובין כלל שיקול הדעת העסקי נידונה בהרחבה בספרות המשפטית ויש הקוראים לפרש חובה זו ברוח תכנון של הכלל האמור.¹³⁶

בעניין **ורדניקוב** נידונו בהרחבה שלושה סטנדרטים של ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות שהתקבלו

¹³⁰ ע"א 4024/13 **תקומה - כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד בע"מ נ' אריה פינקוביץ**, פסקה 27 לפסק דינו של השופט זילברטל (פורסם בנבו, 29.8.2016) ("עניין תקומה"); לדיון בספרות, ראו עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול דעת עסקי של נושא משרה" **משפט ועסקים** 475, 482-495 (2015) ("ליכט שם הוורד").

¹³¹ עניין **תקומה**, שם, פסקאות 33-44 לפסק הדין של השופט זילברטל; תנ"ג (מחוזי מרכז) 10466-09-12 **אוסטרובסקי נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ**, פסקה 48 לפסק דינו של השופט גרוסקופ (פורסם בנבו, 9.8.2015); תנ"ג 7541-12-14 **לייבוניץ נ' יורש ואח'**, פסקה 129 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 2.6.2016). רות רונן ושיר ואשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבלת החלטה מידועת" **משפטים** 586, 583 (2018) ("רונן ואשכול שיקול הדעת העסקי").

¹³² גרוס "דירקטורים ונושאי משרה", לעיל ה"ש 129, עמ' 242-247. לטענה כי בדרך כלל חובת זהירות נטולת משמעות למעט מקרים שבהם הרשלנות הייתה חמורה במיוחד, ראו פרוקציה "תאגידים", לעיל ה"ש 109, עמ' 783-784; יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ובמשפט עסקי** 23 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) (המחברים סבורים כי יש לבטל את חובת הזהירות כחובה עצמאית או לפחות לבטל את האפשרות לחייב דירקטורים בתשלום פיצויים בגין הפרתה של חובת הזהירות) ("דנציגר ורחום-טוויג").

¹³³ עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 111, פסקה 74 לפסק דינו של השופט עמית ("לא יהא זה בגדר חידוש מרעיש אם נסיר את הלוט מעל צלמו של כלל שיקול הדעת העסקי, ונכריז חגיגת כי עקרונותיו לחלו את המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל"); ע"א 8712/13 **אדלר נ' לבנת**, פסקה 39 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 1.9.2015). לפסיקת בתי המשפט המחוזיים אשר אימצו את הכלל קודם לפסק הדין בעניין **ורדניקוב**, ראו תנ"ג 32489-02-12 **רומן אלטמן נ' אורמת תעשיות בע"מ**, פסקה 18 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 3.10.2013); תנג (ת"א) 48081-11-11 **ראובן רוזנפלד נ' אילן בן דב**, פסקאות 139-140 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.3.2013); עניין **מטרת מיזוג (מחוזי)**, לעיל ה"ש 26, פסקה 213 לפסק דינו של השופט כבוב; כן ראו ההפניות במאמרן של רונן ואשכול "שיקול הדעת העסקי", לעיל ה"ש 131, עמ' 592-593.

¹³⁴ ראו שרון חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313, 315 (2009) ("חנס שיקול הדעת העסקי"); שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול דעת העסקי להגינות מלאה" **ספר גרוס: מחקרים בדיני חברות ובמשפט עסקי** 141 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) ("חנס ביקורת שיפוטית").

¹³⁵ חנס "שיקול דעת עסקי", שם, עמ' 324-325; רונן ואשכול "כלל שיקול הדעת העסקי", לעיל ה"ש 131, עמ' 584-585 ("כלל שיקול הדעת העסקי הוא מודל לביקורת שיפוטית משובלת", שבו טיב ההליך הוא שקובע כיצד יבחן בית המשפט את תוכן ההחלטה. זהו מודל בחינה דו שלבי "מותנה": בשלב הראשון נבחן תהליך קבלת ההחלטה. ככלל, רק פגם בתהליך קבלת ההחלטה יוביל לשלב השני של ביקורת שיפוטית על תוכן ההחלטה. במילים אחרות, הדרישה לקיים תהליך קבלת החלטות תקין היא "נטל" לא "חובה": עמידה בנטל מקנה יתרון לדירקטוריון בתביעה בשל הפרת חובותיו; ואילו אי עמידה בנטל זה מציבה אותו בעמדת נחיתות ידונית"). לסקירה ממצה של הדין בדלאור, ראו חנס "שיקול הדעת העסקי", שם, עמ' 319-327; רונן ואשכול "כלל שיקול הדעת העסקי", שם, 599-605; דנציגר ורחום-טוויג, לעיל ה"ש 132, עמ' 28-35.

¹³⁶ רונן ואשכול "כלל שיקול הדעת העסקי", שם, עמ' 609-612. המחברות סבורות כי על בתי המשפט לבחון האם החלטת נושאי המשרה התקבלה באופן מידוע, ללא ניגוד עניינים ובתום לב. לשיטתן, אם יוכח כי ההחלטה לא התקבלה באופן הנדרש, קרי: בניגוד עניינים, בחוסר תום לב או באופן לא מידוע, יהיה מקום לבחון את סבירות שיקול דעת הדירקטוריון ואת תוכן ההחלטה לגופם.

בחברה.¹³⁷ בקצה האחד של הספקטרום, ניצב כלל שיקול הדעת העסקי הקובע כי בעסקה רגילה יופעל עקרון היסוד בדבר חזקת "תקינות ההחלטה" המעניק חסינות לנושאי משרה מפני הפרתה של חובת הזהירות.¹³⁸ בקצה השני של הספקטרום ממוקם כלל ההגינות המלאה אשר יופעל בעסקאות עם בעל שליטה אלא אם העסקה התקבלה בהליך תקין הנדרש על פי החוק שאז לא ימהר בית המשפט להפעיל את סטנדרט הביקורת המחמיר אלא בנסיבות חריגות. החשש בעסקאות מסוג זה הוא כי נושאי המשרה יעדיפו את עניינם האישי של בעל השליטה ויאשרו עסקאות שהן לטובתו תוך פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. בתוך שבין שתי נקודות הקיצון הללו, מצוי כלל "הבחינה המוגברת" (Enhanced Scrutiny) אשר נועד להתמודד עם נסיבות בהן ההקשר של קבלת ההחלטה עלול לחתור תחת שיקול דעתם הנקי של נושאי המשרה, אפילו אם הם עצמאיים ונטולי עניין אישי וזאת לנוכח קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה.¹³⁹ סטנדרט ביקורת זה, מתאפיין בשני היבטים מרכזיים: הנטל הראשוני מוטל על נושאי המשרה להראות כי החלטתם נופלת ב"מתחם הסבירות"; ומנעד ההתערבות של בית המשפט רחב יותר מזה הקיים בכלל שיקול הדעת העסקי.¹⁴⁰

באותו עניין, נקבע כי סטנדרט הבחינה המוגברת ביחס לרכישה ממונפת אשר הייתה כרוכה בחלוקה מסיבית של דיבידנדים יופעל באופן כזה שסתירת חזקת התקינות הנובעת מכלל שיקול הדעת העסקי תיעשה רק אם הוכיח המבקש חשש להשפעה ניכרת של בעל השליטה על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה וקיומו של שינוי משמעותי במבנה ההון שלה. עמד המבקש בנטל זה, יידרשו נושאי המשרה להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים וכי ההחלטות שהתקבלו היו בעלות היגיון כלכלי סביר.¹⁴¹ בית המשפט בעניין **ורדניקוב** הדגיש כי ניגוד העניינים הפוטנציאלי, שאינו עולה כדי עניין אישי, אינו בין נושא המשרה לבין החברה אלא בין בעל השליטה לחברה. החשש אינו נובע מכך שנושאי המשרה עלולים לקבל החלטה שנועדה להיטיב עם עצמם על חשבון טובתה של החברה. החשש הוא שמא נושאי המשרה יבכרו את טובתו של בעל השליטה על פני טובתה של החברה, כלומר שניגוד האינטרסים של בעל השליטה ישפיע על שיקול דעתם באופן כזה שלא ישקלו עוד את טובת החברה בהתאם לחובתם הקבועה בסעיף 254(א) לחוק החברות.¹⁴²

¹³⁷ לדיון מקיף בשלושת הסטנדרטים של הביקורת השיפוטית על שיקול דעת עסקי של נושאי משרה, ראו עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 111, פסקאות 67-103; גרוס "דירקטורים ונושאי משרה", לעיל ה"ש 129, עמ' 281-291. לתיאור שלושת הסטנדרטים בדיון בדלאוור, ראו Morgan White-Smith, *Comment: Revisiting Revlon: Should Judicial Scrutiny of Mergers Depend on the Method of Payment*, 79 U. CHI. L. REV. 1177 (2012).

¹³⁸ בהקשר זה, קבע בית המשפט בעניין **ורדניקוב**, כי יש להבחין בין טעמים שונים שבגינה נסתר כלל שיקול הדעת העסקי. לדברי השופט עמית, אין דינה של החלטה שהתקבלה באופן בלתי מיועד כדינה של החלטה שהתקבלה תחת הפרה של חובת אמון, ולכן נטל ההוכחה המוטל על נושאי המשרה בכל אחד מהמקרים צריך להיות שונה. עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 111, פסקה 97 לפסק דינו של השופט עמית. נדמה כי השופט עמית כורך יחדיו, שלא בצדק, מצבים שבהם נושא המשרה פעל מתוך ניגוד עניינים באופן שאינו מקים לו "עניין אישי" בהחלטה לבין מקרים שבהם נושא המשרה פעל מתוך "עניין אישי" שעולה כדי הפרת חובת האמון. מקרים אחרונים אלה, ממלא, כפופים לסטנדרט הביקורת השיפוטית של הגינות מלאה.

¹³⁹ מדובר במקרים בהם קיים חשש ממשי לניגוד עניינים עקיף שיש קושי לסווג אותו לאחת משתי הקטגוריות האחרות, קרי: כלל שיקול הדעת העסקי וכלל ההגינות המלאה, ראו חנס "ביקורת שיפוטית", לעיל ה"ש 134, עמ' 158; גרוס "דירקטורים ונושאי משרה", לעיל ה"ש 129, עמ' 288. לאימוץ סטנדרט הבחינה המוגברת בפסיקותם של בתי המשפט המחוזיים, ראו ת"א 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב**, פסקה 141 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.3.2013); תני"ג 12-12-43335 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פסקה 92 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.9.2014) "ת"צ 11-10-7477 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ**, פסקה 79 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 18.3.2013). לדיון בסטנדרט הבחינה המוגברת בפסיקות של בית המשפט העליון, ראו עניין **מטרת מיזוג (עליון)**, פסקה 7 לפסק דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 5.4.2012); ע"א 4857/16 **מנשה נ' ויוזין אייר בע"מ**, פסקאות 47-48 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 24.4.2018).

¹⁴⁰ עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 111, פסקה 88 לפסק דינו של השופט עמית.

¹⁴¹ עניין **ורדניקוב**, שם, פסקה 113-120 לפסק דינו של השופט עמית. השופט סולברג הביע חששות בעניין סטנדרט הביניים של "הבחינה המוגברת". בעניין זה הוא כתב כי לא ברור מדוע הבחינה המוגברת תחול רק במקרים בהם מדובר בשינוי משמעותי במבנה ההון של חברה, וכי הנטל להראות כי "קיים חשש שלבעל השליטה הייתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות" אינו ברור דיו. לשיטתו, הנטל הנוצר הוא כבד ביותר וספק אם הוא עולה בקנה אחד עם הוראות סעיף 198 (א) לחוק – המחייב רף של הוכחה לכאורה לצורך אישורה של תביעה נגזרת. ראו, עניין **ורדניקוב**, שם, פסקה 13 לפסק דינו של השופט סולברג.

¹⁴² עניין **ורדניקוב**, שם, פסקה 111 לפסק דינו של השופט עמית.

בדיון הנוסף בעניין **ורדניקוב** הדגישה השופטת נאור שתחולתה של גישת "הבחנה המוגברת" במשפט הישראלי צריך שתהיה מצומצמת – "למקרה הייחודי של שינוי מבנה ההון של חברה בסמוך לאחר רכישה ממונפת" ובמקרה שבו הוכח כי נושאי המשרה הפרו את חובות תום הלב והיעדר ניגוד עניינים או פעלו באופן בלתי מיועד, "הרי שמתחם הסבירות הנידון במסגרת הבחינה המוגברת כלל אינו נבחן ביחס להפרות אלו".¹⁴³

(ב) הביקורת השיפוטית על שיקול הדעת העסקי של נושאי משרה ומודל הממשל התאגידי היחסי

להלן ארצה להתמקד באופן שבו המודל היחסי של הממשל התאגידי שופך אור נוסף על האופן שבו יש להפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁴⁴ הדין המצוי עומד על כך שחובת הזהירות המצופה מנושא משרה אינה של האדם הסביר אלא של נושא משרה סביר. כלומר, בעל מקצוע בתפקיד דומה, שנדרש לרמת מיומנות גבוהה יותר מזו של האדם הסביר הרגיל.¹⁴⁵ יחד עם זאת, הדין בישראל טרם נתן את דעתו באופן מפורש לכך שרמת המיומנות הנדרשת מנושא משרה סביר תלויה בשאלת תחום הפעילות וסוג החברה שבה הוא מכהן. פירוש הדבר הוא כי ההשוואה הנדרשת צריך שתיעשה ביחס לנושא משרה סביר בחברה בעלת מאפיינים דומים לחברה בה כיהן הנתבע הרלוונטי כנושא משרה. פסיקות תקדימיות בקשר עם רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה בחברות ציבוריות משופעות בקביעות שונות בקשר עם סטנדרט ההתנהגות המצופה מנושאי משרה סבירים. עם זאת, פסיקות אלה טרם הבהירו את פרטיה והתוכן המעשי של ההתנהגות המצופה מנושאי משרה באופן החורג מההקשר הנקודתי שבו נידונה הסוגיה.¹⁴⁶ לדעתי, האפקט שיש לפסיקות אלה על הכוונת התנהגות של נושאי משרה בתאגידים עסקיים שונים במשק הישראלי אינה רבה משום שהן מתאפיינות ברמת הפשטה גבוהה ואינן מספקות הדרכה פרטנית כיצד עליהם לפעול בהינתן המאפיינים המיוחדים של החברות שבהן הם מכהנים. כלומר, לא מן הנמנע כי רמת ההתנהגות העקרונית המצופה מנושאי משרה בהתאם לפסיקה הישראלית לא תהלוך את הגיוון הרב במאפייני החברות הציבוריות בישראל. באורח עקרוני, בתי המשפט חוזרים ומדגישים כי לצד העלאת רף הזהירות והמיומנות הנדרשת מנושאי משרה יש להישמר מפני הרתעת יתר שלהם מקבלת החלטות ונטילת סיכונים עסקיים.¹⁴⁷ השיקול המרכזי נגד התערבות בשיקול דעתם של הדירקטורים בהחלטות עסקיות מבוסס על אופיין של

¹⁴³ דנ"א 1380/17 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פסקאות 20-21 לפסק דינה של הנשיאה נאור (פורסם בנבו, 30.8.2017). ליכט מותח ביקורת חריפה על המגמה לאמץ את סטנדרט הבחינה המוגברת בדיון הישראלי. לדבריו, ככל שיש צידוק כלשהו לאמץ דוקטרינה זו, הוא תופס רק בנסיבות הייחודיות של הצעת רכש עוינת. לטענתו, מדובר בדוקטרינה המאפשרת הכשרתן של החלטות שהתקבלו בניגוד עניינים, וככזו היא מנוגדת לדיון בישראל הנשען על דיני האמונאות האנגליים. ראו ליכט, שם הוורד, לעיל ה"ש 130, עמ' 535. לטענה כי פסק דינה של השופטת נאור בדיון הנוסף הדוחה את האפשרות לתחולה רחבה של סטנדרט הבחינה המוגברת בדיני התאגידים בישראל מתיישב עם דיני האמונאות בישראל, ראו עמיר ליכט "בגנות ההגינות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמון בדיון הישראלי" **משפטים** מז' 675, 753-754 (2018) ("ליכט" **בגנות ההגינות**").

¹⁴⁴ בהמשכו של חיבור זה אדון בהרחבה באופן שבו המודל היחסי מבקש להסדיר את היקפה של הביקורת השיפוטית בעסקאות עם בעל שליטה. ראו תת פרק ג.4.

¹⁴⁵ רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן**, פסקה 53 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 26.4.2015) ("עניין אפריקה ישראל") ("הדירקטור בימינו נושא באחריות מקצועית על פי המבחן של נושא משרה סביר. הדירקטור בעידן החדש של ממשל תאגידי, נדרש לנקוט אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקה ולפעול לקבלת מידע אחר שיש לו חשיבות לצורך ההחלטה").

¹⁴⁶ בעניין זה, פרופ' גרוס מצטט את דבריו הבאים של פרופ' ידידיה שטרן: "החוק שמטיל אחריות אישית על דירקטורים ונושאי משרה בגין הפרת חובת זהירות או חובת אמונים שלהם, מיושם באופן דליל, לא מספק ולעתים רחוקות חלק מבעיה זו נובע מפסיקה תקדימית מועטה בעניין. ההנחייה המעשית כיצד דירקטורים צריכים לפעול ומהם גבולות המותר ואסור, אינה ברורה דיה. אין מספיק תשומת לב שיפוטית לקביעת הפרטים של האחריות הזו". ראו גרוס, חוק החברות, לעיל ה"ש 107, עמ' 560.

¹⁴⁷ ראו למשל עניין **אפריקה ישראל**, לעיל ה"ש 145, פסקה 53 לפסק דינו של כב' השופט עמית ("לכן, לצד העלאת רף חובת הזהירות והמיומנות של הדירקטור, שומא עלינו לזכור גם את הצד השני של המטבע, או של המטוטלת, ולהישמר מפני הרתעת-יתר של דירקטורים. זו עשויה לבוא לידי ביטוי הן בחשש מקבלת החלטות ונטילת סיכונים עסקיים לטובת החברה והן בחשש למלא את תפקיד הדירקטור").

ההחלטות הכרוכות מעצם טבען בסיכונים עסקיים. החשש הוא כי התערבות שכזו תיצור אפקט מצנן על החלטות עסקיות הכרוכות בנטילת סיכונים עסקיים שהינם רצויים מבחינה חברתית. ישנה הסכמה רווחת שאין הצדקה כי כלל שיקול הדעת העסקי יגן על כל נטילה של סיכון עסקי קל וחומר כאשר מדובר בהחלטות שהתוחלת שלהן צפויה להניב בוודאות קרובה הפסד לעסקי החברה.¹⁴⁸ עם זאת, הפסיקה טרם הציגה קווים מנחים לאיזון בין השיקולים הללו באופן הקושר בין סטנדרט ההתנהגות המצופה מנושא משרה למאפיינים המיוחדים של החברות שבהן הם מכהנים. להבנתי, יישום תכניו של המודל היחסי של הממשל התאגידי משרטט קווים ראשוניים בקשר עם האיזון הרצוי בין השיקולים הללו באופן המאפשר הכוונה טובה יותר של התנהגותם של נושאי משרה. יישומו של המודל היחסי בעניין זה מצביע על כך שפרשנותה של חובת הזהירות והמשקל שעל בתי המשפט להעניק לראיות שונות בעניין רכיבי כלל שיקול הדעת העסקי צריך שתיעשה תוך בחינת השאלה האם נושאי המשרה כיהנו בחברה גדולה או קטנה והאם לתחום הפעילות העסקית שלה תרומה בולטת לקידום הצמיחה הכלכלית של המשק המקומי.¹⁴⁹

המחוקק הישראלי הכיר בכך שתנאי הכשירות של דירקטורים בתאגידים עסקיים צריכים לקחת בחשבון את שאלת גודל החברה וצרכיה המיוחדים. כך למשל, סעיף 224א לחוק החברות קובע כי "לא ימונה לדירקטור בחברה ציבורית או בחברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב ולא יכהן בחברה כאמור כדירקטור, מי שאין לו הכישורים הדרושים והיכולת להקדיש את הזמן הראוי, לשם ביצוע תפקיד של דירקטור בחברה, בשים לב, בין השאר, לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה". עם זאת, הפסיקה הישראלית טרם יצרה זיקה פרשנית ישירה בין תנאי הכשירות הנדרשים מדירקטורים טרם המינוי וחובות ההתנהגות המצופות מהן לאחר מינוי כמו גם היקפה של ההגנה שתעמוד להם במקרה של הפרת חובות ההתנהגות. הואיל ומלאכתם של בתי המשפט היא להסדיר את מתחם הסיכונים הרצוי בקשר עם החלטות הנוגעות לניהול עסקי החברה, הרי שישנה נחיצות לפרש את רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה תוך התחשבות במאפייניה המיוחדים של החברה לרבות סוג החברה, תחום הפעילות שלה ותרומתה לצמיחה של השוק המקומי.

להלן אדגים כיצד למאפיינים אלה השפעה ישירה על קביעת רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה בתאגידים עסקיים בישראל.

נפתח את הדיון בחברות מחקר ופיתוח הנשענות על פעילות של יזמים המבקשים לתת מענה באמצעות מוצר טכנולוגי לצרכים בשווקים בינלאומיים שונים. פעילות זו כרוכה בסיכון במיוחד בשל הקושי להעריך באופן מדויק את ההיקף והמאפיינים של שוק המוצר הפוטנציאלי, את רמת התחרותיות הבינלאומית ואת אי הוודאות לגבי יכולתה של החברה לפתח את המוצר בהצלחה ולהחדירו לשוק הרלוונטי במהירות לפני מתחרים אחרים. זאת ועוד, אף לאחר השלמת פיתוחו של המוצר הטכנולוגי והתחלת שיווקו בהצלחה, עלולים להתרחש אירועים שונים שיכולים לדרדר את החברה לחדלות פירעון מהירה בהיעדר תשתית כלכלית יציבה. כך למשל, במקרים שבהם נכנסו מתחרים בעלי יכולת שיווקית ועוצמה פיננסית עדיפה לשוק המוצר הרלוונטי או המוצר הטכנולוגי שעליו עמלה החברה במשך השנים התברר כלא אפקטיבי בשל התפתחויות טכנולוגיות שונות.¹⁵⁰ לאחרונה, פורסם פסק דינו של בית המשפט המחוזי (השופט גרוסקופף) בעניין **בטר פלייס**, במסגרתו בית המשפט סילק על הסף תביעה בסך 200 מיליון ש"ח נגד דירקטורים ונושאי

¹⁴⁸ לטענה כי אין מקום לתחולה גורפת של כלל שיקול הדעת העסקי בשם הרצון לעודד נטילה של סיכונים עסקיים, ראו David Rosenberg, *Supplying the Adverb: The Future of Corporate Risk-Taking and the Business Judgment Rule*, 6 BERKELEY BUS. L.J. 216 (2009).

¹⁴⁹ אפשר וניתן לעגן את ההצעה בלשונו של סעיף 253 לחוק החברות הקובע כי "נושא משרה יפעל ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר, **באותה עמדה ובאותן נסיבות**".

¹⁵⁰ ראו הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח, לעיל ה"ש 92, עמ' 16.

משרה, בהתבסס על הגנת כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁵¹ פסק הדין ניתן בתביעה שהגישו מפרקי חברות קבוצת בטר פלייס נגד דירקטורים ונושאי משרה בה בטענה שהתרשלו בתפקידם ונשאו באחריות לנזקים שנגרמו לקבוצת החברות. במסגרת זו, טענו מפרקי החברות, כי נושאי המשרה התרשלו בבחירת התוכניות העסקיות כאשר אימצו אסטרטגיה של פיתוח מקביל של מספר שווקים חלף פיתוחו תחילה של השוק הישראלי בלבד; אישרו תקציבי עתק לחברה בהיעדר מקורות מימון; ואף התרשלו בכך שאפשרו את הדחתו של מר אגסי מתפקיד המנהל הכללי מבלי לקיים דיון מסודר בסוגיה. בית המשפט מדגיש בפתח הניתוח המשפטי כי ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות של נושאי משרה עלולה להוביל להרתעת יתר שלהם מפני קבלת החלטות חדשניות ונועזות והיא כרוכה בהטיית החוכמה בדיעבד (hindsight bias).¹⁵² לאחר מכן, משרטט פסק הדין מספר קווים מנחים בעניין הפרשנות שיש להעניק לרכיב השלישי בכלל שיקול הדעת העסקי, קרי: היות ההחלטה מיועדת. בעניין זה נקבע, כי בית המשפט אינו נדרש לבחון כי כל המידע עמד בפני נושא המשרה, אלא יש להסתפק בדרישה מינימלית, שלפיה לא היה מידע חיוני הדרוש לקבלת ההחלטה ואשר לא עמד לנגד עיניו של נושא המשרה. בית המשפט מכיר בכך שיייתכנו נסיבות שבהן ההחלטה מתקבלת בלחץ זמן ותחת מידע חלקי. זאת ועוד, בית המשפט מדגיש כי יש לבחון את הדרך שבה מתקבלות החלטות בעולם העסקים, ולכן יש לבחון מהו המידע המהותי שנדרש לנושא משרה סביר לצורך קבלת ההחלטה (ולא לשופט סביר). בהקשר זה, פסק הדין מציג מספר אינדיקציות שיכולות לסייע לבית המשפט להשיב על השאלה האם התקיימה דרישת הידוע, כגון: היקף חומר הרקע שהוצג, משך הזמן שנדרש לקבלת ההחלטה, מספר הנושאים שנדונו, היקף ורצינות הדיון שהתקיים לפני קבלת ההחלטה, מגוון האפשרויות שנבחנו, מספר בעלי המקצוע שהיו מעורבים בתהליך קבלת ההחלטה.¹⁵³ על אף שנראה כי תוצאתו של פסק הדין בעניין **בטר פלייס** נכונה, הוחמצה ההזדמנות לקשור באופן מפורש יותר בין הפרשנות של רמת המיומנות הנדרשת והמשקל שעל בתי המשפט להעניק לראיות שונות שמגישים הצדדים להליך בעניין רכיב ההחלטה המיועדת שבכלל שיקול הדעת העסקי ובין סוג ומאפייני החברה שבה מכהן נושא המשרה. להבנתי, תוצאתו של פסק הדין בעניין **בטר פלייס** עשויה להיות מוסברת לנוכח העובדה כי נושאי המשרה כיהנו בחברה טכנולוגית אשר פעילותה כרוכה בסיכונים מיוחדים הנובעים מהקושי להעריך בזמן אמת את המשמעויות המדויקות של החלטות האסטרטגיות שקיבלו בקשר עם פיתוח עסקיה של החברה. במצבים מסוג זה, ישנה חשיבות יתרה כי רמת הזהירות המצופה מנושא משרה תתעצב באופן כזה שלא ירתיע אותם מפני קבלת החלטות יצירתיות שתכליתה קידום פריצה עסקית של החברה בשווקים חדשים אשר אי הוודאות הגלומה בהן רבה.

דוגמא נוספת באה לידי ביטוי בשאלה האם תחום הפעילות של החברה שבה כיהנו נושאי המשרה מתאפיין בריכוזיות ענפית או רב ענפית גבוהה. במקרים מעין אלה, ישנו חשש מהותי כי נושאי המשרה שימשו ידו הארוכה של בעל השליטה לתיעול טובות הנאה פרטיות על חשבון בעלי עניין אחרים, ולכן יש לעמוד על קיום מדוקדק של רמת המיומנות הנדרשת מנושא משרה סביר. לעומת זאת, אם נושאי המשרה פעלו להעברת ערך מחברה אחת לאחרת במסגרת קבוצה עסקית בעלת נתח שוק ריכוזי במספר שווקים, כדי להתגבר על האפשרות של קריסה כלכלית של החברה המחזיקה, הרי שיש הצדקה לבחינה מחודשת של היקף ההגנה שתעמוד לנושאי משרה במקרים שבהם החלטות אלה הסבו נזקים לחברה המוחזקת. העברת ערך לטובת מטרה זו עשויה לבוא לידי ביטוי בהעמדת ערבויות או ביטחונות צולבים או לחלופין באמצעות חלוקה של

¹⁵¹ ת"א 4732-05-16 **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) ואח' נ' אגסי ואח'** (פורסם בנבו, 12.9.2018) (השופט גרוסקופף) ("עניין **בטר פלייס**").

¹⁵² עניין **בטר פלייס**, שם, פסקה 66 לפסק הדין של השופט גרוסקופף.

¹⁵³ עניין **בטר פלייס**, שם, פסקה 77 לפסק הדין של השופט גרוסקופף.

דיבידנד. באותם מקרים שבהם מדובר בחלוקה של דיבידנד מחברה מוחזקת לחברה מחזיקה על מנת לסייע לאחרונה להימנע מקריסה כלכלית, מתעוררת שאלת המעמד וההיקף של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה זו בהתאם להוראות סעיף 302 לחוק החברות.¹⁵⁴ בפסיקת בתי המשפט המחוזיים טרם הוכרעה השאלה האם יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על החלטה שהתירה חלוקה אסורה.¹⁵⁵ לטעמי, אף שאין מניעה מלהחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על החלטה על סבסוד צולב ככל החלטה עסקית אחרת, אופן החלתו של הכלל צריכה להיות שונה באותם מקרים שבהם הסבסוד נעשה על מנת לסייע לחברה המחזיקה להיחלץ מחדלות פירעון. בנסיבות אלה, נראה כי ישנה הצדקה לפרש את ההגנה באופן החורג מגדריה של חובת הזהירות הקובעת איסור על התנהגות רשלנית מצד הדירקטור,¹⁵⁶ ולאפשר חסינות מפני ביקורת שיפוטית גם להתנהגות של דירקטורים העולה כדי רשלנות ובלבד שלא הגיעה לכדי רשלנות רבתי (בדומה לתצורתו של הכלל בדין האנגלו-אמריקני).¹⁵⁷ הואיל ומטרתו של כלל שיקול הדעת העסקי היא לעודד קבלת החלטות הכרוכות בסיכונים שיש בכוחן להשיא ערך לבעלי המניות, הרי שהוא מוגבל בעיקרו להסדרת היחסים שבין הדירקטורים ובעלי המניות בשונה ממערך היחסים שבין הדירקטורים לנושי החברה. אולם, במקרים שבהם ההחלטה על הסבסוד נעשית על מנת להציל את החברה המחזיקה מחדלות פירעון, הרי שהשיקולים העומדים לנגד עיניהם של הדירקטורים בחברה המחזיקה הם איזון בין האינטרסים של נושי החברה המחזיקה ובין נושי החברה המוחזקת (בשונה מהאינטרסים של בעלי המניות של החברה המוחזקת). יתר על כן, התחשבות באינטרסים של נושי החברה המחזיקה עשויה להלווה גם את האינטרסים של נושי החברה המוחזקת משום שלחדלות פירעונה של החברה המחזיקה השפעה ישירה על ערך התביעה שלהם וסיכויי הפירעון שלה. לכן, פרשנות מצמצמת של כלל שיקול הדעת העסקי במקרים כאלה עשויה שלא להתיישב עם חובתם של הדירקטורים לסייע במניעת חדלות הפירעון של החברה המחזיקה אשר יש לה השפעה ישירה על מצבה הכלכלי של החברה המוחזקת.¹⁵⁸

¹⁵⁴ לניתוח ממצה של הפסיקה בעניין אחריות דירקטורים לחלוקת דיבידנד שאינה עומדת במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות, ראו אסף אקשטיין "אחריות דירקטורים בגין החלטה על חלוקה" 11-15. נגיש בכתובת הבאה: <https://ssrn.com/abstract=3109945>.

¹⁵⁵ בעניין זה ישנן עמדות לכאן ולכאן. לדוגמה, בה"פ (מחוזי ירושלים) 4098/05 **יהונתן צבי נ' בתיא אחזקת נכסים בע"מ**, פסקה 18 (פורסם בנבו, 03.08.2005) נפסק כי "החלטת הדירקטורים אם לבצע חלוקה אם לאו, היא החלטה עסקית, וככזו מטילה על הדירקטורים חובות אמון וזהירות, ככלל החלטה אחרת. כנגד חובת הזהירות עומדת לדירקטורים הגנת עיקרון שיקול הדעת העסקי, לפיו לא יתערב בית-המשפט בשיקול דעת הדירקטורים, כל אימת שהחלטתם נעשתה במסגרת סמכותם, התקבלה בהליך סביר ובתום לב, מונעת מתוך אמונתם בטובת החברה ועל בסיס סביר"; **ורדניקוב מחוזי**, לעיל ה"ש 110, בפסקה 59 ("בדומה לכל החלטה עסקית, ככלל, גם החלטות נושאי המשרה בחברה בדבר ניהול מבנה ההון שלה חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי"). לעומת זאת, בפר"ק 3421-01-15 **עו"ד רענן קליר מתוקף תפקידו על-פי סעיף 17 להסדר הנושים למימון זכויות של החברה והנושים נ' ד"ר שמחה סדן**, פסקה 158 (פורסם בנבו, 17.12.2016) נקבע כי "קשה איפוא להלווה מצב שבו קביעה נורמטיבית זו של המחוקק, לפיה רואים דירקטור שהתיר חלוקה אסורה כמי שלא פעל באופן סביר וכמי שלא נקט באמצעים סבירים לשם קבלת מידע, תרוקן מתוכן באמצעות החלת הכלל הפסיקתי של הגנת שיקול הדעת העסקי, המותנה מלכתחילה בתנאי מוקדם והוא שהדירקטור פעל באופן סביר". כן ראו לאחרונה דבריה של השופטת רות רונן בתנ"ג 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ ואח'**, פסקה 85 (פורסם בנבו, 18.7.2019) "כלל שיקול הדעת העסקי כשמו כן הוא – נועד לחול על החלטות עסקיות, בהן על הדירקטורים להפעיל שיקול דעת עסקי... הכלל אינו יכול להגן על דירקטורים שהפרו הוראה חוקית. השאלה האם חלוקה מסוימת עומדת במבחן הרווח אם לאו היא שאלה שבדין – כאשר הגורם המוסמך לפרש את הדין הוא בית-המשפט". נדמה, כי הנמקה זו של השופטת רונן אינה עומדת בפני הביקורת משום שלא ניתן למתוח קו הבחנה ברור בין החלטות עסקיות ובין החלטות משפטיות שמאמץ דירקטוריון החברה.

¹⁵⁶ לטענה כי יש להתאים את גדריהם של חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי כך שיחפפו זה לזה, ראו רונן ואשכול, לעיל ה"ש 131; אקשטיין, לעיל ה"ש 154, עמ' 47.

¹⁵⁷ ראו פסק הדין המפורסם בעניין *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985) ("We think the concept of *gross negligence* is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one").

¹⁵⁸ ראו גם סעיף 288(א) לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי מטיל על המנהל הכללי ועל הדירקטורים של חברה שנמצאת בחדלות פירעון אחריות אישית לנזקים שייגרמו לנושים אם לא פעלו לצמצום היקף חדלות הפירעון. לניתוח ביקורת של הוראות חוק זו, ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון", **עיוני משפט** מג (2019). נגיש בכתובת הבאה: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3214103.

דוגמא אחרונה נוגעת לרמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה המכהנים בגופים פיננסיים המופקדים על חסכוניות הציבור הרחב ואשר לפעילותם השפעה על היציבות הפיננסית הכוללת.¹⁵⁹ אני סבור כי יש להעניק פרשנות מחמירה לרמת המיומנות הנדרשת מנושא משרה סביר ולמשקל שעל בתי המשפט להעניק לראיות שונות המצביעות על אי התקיימות רכיבי כלל שיקול הדעת העסקי. כאמור לעיל, יש צורך ליצור זיקה פרשנית בין תנאי הכשירות של הדירקטורים טרם המינוי ורמת המיומנות הנדרשת מהם לאחר מינוי כאמור.¹⁶⁰ בענייננו, סעיף 7 לחוזר הגופים המוסדיים בעניין הדירקטוריון שפורסם לאחרונה על ידי רשות שוק ההון קובע כי הדירקטוריון יהיה בעל כישורים, ידע וניסיון נאותים בתחומי הפעילות של הגוף המוסדי, בין היתר בשים לב להיקפם ומורכבותם, ובאופן ההולם את האסטרטגיה ארוכת הטווח של הגוף המוסדי. ומבלי לגרוע מהאמור לעיל, יתקיימו בדירקטוריון מומחיות ספציפית בנושאי ביטוח ופנסיה, בנושאים חשבונאיים ופיננסיים ובנושאי ניהול השקעות וניהול סיכונים.¹⁶¹ פירוש הדבר הוא שדירקטורים של גופים מוסדיים נדרשים למומחיות מקיפה ורמת היכרות גבוהה במיוחד בתחומי הפעילות של השירותים הפיננסיים. בהינתן תנאי הכשירות המחמירים הנדרשים מדירקטורים אלה יש לעצב גם את חובות ההתנהגות החלות עליהם באופן דומה. הטעם לכך נעוץ בכך שלחלטה שלהם עלולה להיות השפעה הרסנית על המערכת הפיננסית בכללותה. טענה זו מוסברת גם על רקע המשבר הפיננסי של שנת 2009 אשר נגרם, בין היתר, בשל החלטות רשלניות של נושאי משרה בשוק משכנתאות הסאב-פריים אשר טמנו בחובן סיכונים אדירים ליציבות הכלכלה העולמית.¹⁶²

סיכומם של דברים, להבנתי יש לפרש את רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה כמו גם את היקף ההגנה שיעמוד להם מכוח כלל שיקול הדעת העסקי בהתאם למאפייניה המיוחדים של החברה לרבות סוג החברה, תחום הפעילות שלה ותרומתה לצמיחה של כלכלית של המשק המקומי. תפיסה חדשה זו שופכת אור חדש על סטנדרט ההתנהגות המצופה מנושאי משרה בתאגידים עסקיים ויש בה כדי לצמצם את המחלוקת הציבורית בעניין גודל האחריות המוטלת עליהם במקרה של הפרת חובותיהם.

3. הסדרת הליכי בחירתם של הדירקטורים החיצוניים

(א) רקע תיאורטי והדין הקיים

דירקטוריון החברה נתפס באופן עקרוני כגורם המופקד על האינטרסים של בעלי המניות בכללותם.¹⁶³ החל משנות ה-50 של המאה הקודמת החלו חברות ציבוריות רבות בעולם לעבור בהדרגה מדירקטוריון המורכב מדירקטורים פנימיים (inside directors) לדירקטורים חיצוניים. כך למשל, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי בעוד שבשנות ה-50 ארבעים ותשע אחוז מחברי הדירקטוריון היו דירקטורים פנימיים, הרי בשנת

¹⁵⁹ אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים** מ' 309, 324 (2011) ("על גופים מוסדיים ועל אלה הפועלים מטעמם מוטלת חובות כלפי העמיתים, לרבות החובה לפעול במיומנות ובהירות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי העמיתים (חובה שכמוה כחובות זהירות מוטלת על נושאי משרה בתאגיד) ואיסור להעדיף כל שיקול ועניין על פני טובת העמיתים (שכמוה כחובות אמונים)"). ראו גם ע"א 6187/15 **פסגות קופת גמל ופנסיה במעמדה כנאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ נ' מיכאל צולר**, פסקה 42 לפסק דינה של כב' השופטת ברון (פורסם בנבו, 28.5.2018) ("איני מוצאת להידרש לסוגיית תחולת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות של נושאי משרה בקרן פנסיה שטרם הוכרעה בפסיקת בית משפט זה... המדובר בסוגיה עקרונית וחשובה שטומנת בחובה שיקולים לכאן ולכאן – כפי שעולה מכתבי הטענות של הצדדים בהקשר זה ומהעובדה שהיועמ"ש ביקש להביע עמדתו בנושא – והיא כרוכה בבירור היקף החובות שחלות על נושאי משרה בקרן פנסיה, שאף בנוגע אליה ציינתי כי עסקינן בסוגיה נכבדת שביום מן הימים נדרש יהיה לצקת בה תוכן. מאחר שבענייננו הקביעות העובדתיות מכריעות את הכף, איני נדרשת לדון בשאלה זו ואותירה בשלב זה בצריך עיון").

¹⁶⁰ ראו לעיל עמ' _____.

¹⁶¹ חוזר הגופים המוסדיים בעניין הדירקטוריון, לעיל ה"ש 90.

¹⁶² רון חריס "מעסקה סולידית למשבר עולמי: על כשלי שוק המשכנתאות האמריקני" **משפטים** מ' 601, 610 (2011).

¹⁶³ STEPHEN M. BAINBRIDGE, THE NEW CORPORATE GOVERNANCE IN THEORY AND PRACTICE 155 (2008).

2005 רק עשרים וחמש אחוזים מהם היו דירקטורים פנימיים.¹⁶⁴ גם פסיקת בתי המשפט בדלאוור בשנות ה-70 וה-80 חיזקה את כוחם של הדירקטורים החיצוניים באמצעות הקביעה כי החלטות שהתקבלו על ידי דירקטורים חיצוניים כפופות לביקורת שיפוטית מצומצמת יותר ועשויים לחסות לעיתים קרובות תחת כלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgement Rule).¹⁶⁵ התפתחות דומה קיימת במדינות שונות באירופה,¹⁶⁶ וכן באנגליה שם קובע ה-UK Corporate Code,¹⁶⁷ כי הרכב הדירקטוריון של חברות ציבוריות צריך לכלול לפחות מחצית חברים שהינם חיצוניים ובחברות קטנות הרכב הדירקטוריון צריך לכלול לפחות שני חברי דירקטוריון חיצוניים (independent non-executive directors).¹⁶⁸

כהונה של דירקטור חיצוני שאינה תלויה בבעל השליטה מאפשרת לו לקבל החלטות עצמאיות לטובת האינטרסים של החברה. במיוחד אמור הדבר בעסקאות שבהן בעל השליטה הוא צד להן, כגון: מכירה או רכישה של נכסים, סחורות ושירותים, תגמול נושאי משרה שהינם בעלי שליטה ועוד, אשר קיים חשש שהם נעשים שלא בתנאי השוק, ובניגוד לאינטרסים של החברה ובעלי מניות המיעוט. עם זאת, נטען כי בשל העובדה שדירקטורים חיצוניים זקוקים בסופו של דבר לתמיכתו של בעל השליטה על מנת להיבחר לכהונה נוספת, הם אינם אוחזים בתמריצים ראויים על מנת למנוע ממנו להשיג טובות הנאה פרטיות על חשבון האינטרסים של החברה.¹⁶⁹ נוסף על כך, קיים חשש שדירקטורים חיצוניים יהיו תלויים יתר על המידה בהנהלת החברה ובדירקטורים הפנימיים בקשר עם היקף המידע שיועבר להם על עסקי החברה.¹⁷⁰ אף על פי כן, מחקרים אמפיריים שנערכו בשווקים ריכוזיים אשר אימצו רפורמות דומות לאלה שבדין הישראלי בסוגיה זו, מצאו מתאם חיובי בין קיומם של דירקטורים חיצוניים בדירקטוריון החברה ובין ביצועים טובים יותר ורווחיות גדולה יותר.¹⁷¹ הדירקטורים החיצוניים נתפסים כשלוחם של בעלי מניות המיעוט אשר תפקידם לרסן את כוחו של בעל השליטה ולצמצם את יכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה באותם הקשרים שבהם קיים חשש לניגוד עניינים הרסני בין טובת החברה לטובתו האישית. לאחרונה, טענו Bebhuk & Hamdani כי יש לאפשר לבעלי מניות המיעוט להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון החברה ולקבוע שבחירתם הראשונית והמחודשת של חלק מהדירקטורים החיצוניים תיעשה לכל הפחות בכפוף

Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Director in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and* ¹⁶⁴
Stock Market Prices, 59 STAN. L. REV. 1465 (2007).

Zapata v. Maldonado, 430 A.2d 779, 788 (Del. 1981) ¹⁶⁵

Paul L. Davies & Klaus J. Hopt, *Boards in Europe – Accountability and Convergence*, 61 AMERICAN ¹⁶⁶
JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 301 (2013).

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE (2016); available at: ¹⁶⁷
<https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>.
שם, Section B.1.2 ¹⁶⁸

“Directors at firms with controlling shareholders—including Hamdani & Bebhuk, לעיל ה"ש 99, עמ' 1278: independent directors—cannot be elected or reelected following their initial term—unless the controlling shareholder supports their candidacies. Nor will they stay in office once the controlling shareholder decides to end their service on the board. This regime provides directors with substantial incentives to keep the controller satisfied”; חמדני, **ריכוזיות השליטה**, לעיל ה"ש 3, עמ' 67 (“חוק החברות בישראל עשה כבוד דרך מסוימת בהתמודדות עם הבעייתיות הטמונה במצב שבו בעל השליטה ממנה את הדירקטורים בעזרת מוסד הדירקטור החיצוני. תתפרק זה יסביר כי מוסד הדירקטור החיצוני במתכונתו הנוכחית אינו מספק פתרון הולם, כיוון שמנגנון המינוי מותיר על כנה את התלות של הדירקטורים החיצוניים בבעל השליטה”). ¹⁶⁹

Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND ¹⁷⁰
GOVERNANCE 275, 316 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018). עם זאת, ככל שלפעילות החברה ישנה תהודה תקשורתית רבה יותר והיא נתונה לסקירה שוטפת של אנליסטים, הסיכון כי הנהלת החברה לא תחלוק עם הדירקטורים החיצוניים את מלוא המידע העסקי לגבי פעילות החברה נמוך.

למחקרים כאלה על בסיס נתונים מדרום קוריאה, טיוואן והודו, ראו Bernard S. Black & Vikramaditya S. Khanna, *Can* ¹⁷¹
Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India, 4 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 749, 751 (2007); Bernard Black & Woochan Kim, *The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data*, 104 J. FIN. ECON. 203, 225 (2012).

לזכויות וטו שלהם, דהיינו: בחירתם של דירקטורים כאלה תהיה מותנית באישור רוב של בעלי המניות וברוב מקרב בעלי המניות שאינם קשורים לבעל השליטה.¹⁷² בעניין אחרון זה, ניתן לטעון כי ההסדר הראוי ביותר הוא קביעת מנגנון של הצבעה מצטברת (cumulative voting) המקנה לבעלי המניות יכולת להשפיע על הרכב הדירקטוריון בהתאם לכוח ההצבעה היחסי שלהם.¹⁷³ בהתאם לשיטה זו, ייצוג בעלי מניות המיעוט בדירקטוריון החברה ייקבע בהתאם לשיעור ההחזקות של בעל השליטה בהון התאגיד.¹⁷⁴ ככל ששיעור ההחזקות של בעל השליטה גדול יותר, כך תגדל גם ההשפעה שלו על הרכב הדירקטוריון. אני סבור שמנגנון ההצבעה המצטברת לקביעת הרכב הדירקטוריון אינו הפתרון המתאים. הטעם לכך הוא שמנגנון זה אמנם מאפשר ייצוג טוב יותר לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט בדירקטוריון החברה, אך הלכה למעשה הוא שולל את יכולתו של בעל השליטה לקדם את חזונו העסקי באותם מקרים שבהם שיעור ההחזקה שלו בהון המניות של החברה נופל מתחת למחצית זכויות ההצבעה בחברה או במקרים שבהם הסיכוי ליצירת התלכדות אופוזיציונית הינו גבוה. יתר על כן, ההנחה העומדת בבסיס מנגנון ההצבעה המצטברת הוא שההגנה על בעלי מניות המיעוט, באמצעות כהונתם של דירקטורים חיצוניים במוסדות החברה, צריכה להיות מצומצמת יותר, ככל ששיעור ההחזקה של בעל השליטה בהון המניות גדול יותר.¹⁷⁵ דא עקא, המודל היחסי של הממשל התאגידי כפי שנידון בהרחבה בחיבור זה אינו שותף להנחה זו ומאמץ תחתיה הנחה הפוכה שלפיה ככל ששיעור ההחזקה של בעל השליטה בהון המניות גדול יותר והסיכויים להיווצרות התלכדות אופוזיציונית אשר תשלול את יכולת הכוונת פעילות החברה נמוכים יותר, כך ההגנה על בעלי מניות המיעוט צריכה להיות חזקה ומקיפה יותר.

פסיקת בתי המשפט בישראל קבעה כי הדירקטורים החיצוניים משמשים "כשלוחו של הציבור וכנציגים של החוק והסדר בחברה", ומפקחים "מתוך דירקטוריון החברה, על פעילותה התקינה ועל ציות להוראות הקוגנטיות שבחוק".¹⁷⁶ תפקיד הדירקטור החיצוני הוא של מעין "מפקח-על המופקד על הפיקוח לזרימת המידע השוטף ולמיצוי הגילוי הנאות".¹⁷⁷ כמו כן, חוק החברות קובע כי בחברה ציבורית ובחברה פרטית שהיא חברת אג"ח יכהנו שני דירקטורים חיצוניים לפחות.¹⁷⁸ חוק החברות קובע שורה ארוכה של הוראות בקשר עם אי תלותו של הדירקטור החיצוני אשר נועדו להבטיח כי שיקול דעתו לא יושפע מלחצים פסולים של בעל השליטה.¹⁷⁹ תיקון מס' 16 לחוק החברות מעניק לבעלי המניות שאינם נמנים על בעל השליטה כוח מוגבר בקשר עם מינוי דירקטור חיצוני. חוק החברות קובע כי הדירקטורים החיצוניים ימונו על ידי האסיפה

¹⁷² Bebachuk & Hamdani, לעיל ה"ש 99.

¹⁷³ Jeffrey N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look*; 1304-1302 עמ' 1304-1302, Bebachuk & Hamdani, לעיל ה"ש 99.

¹⁷⁴ *at Cumulative Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124, 127 n.8 (1994).

¹⁷⁵ מנגנון ההצבעה המצטברת שמאפשר ייצוג לבעלי מניות המיעוט בדירקטוריון החברה בהתאם לשיעור האחזקה שלהם בהון המניות קיים בארגנטינה, בפיליפינים, ברוסיה ובפולין, ראו Tatiana Nenova, *A Corporate Agenda for Developing Countries*, 217 CONTADURIA Y ADMINISTRACION 181, 201 (2005).

¹⁷⁶ Bebachuk & Hamdani, לעיל ה"ש 99, עמ' 1303, הערת שוליים 102; Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1947-49 (1996).

¹⁷⁷ ת"פ (שלום-ת"א) 1168/94 **מדינת ישראל נ' תכן הנפקות בע"מ**, פ"ח תשנ"ד (4) 424, 434 (1994); וכן עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 111, פסקה 156 לפסק דינו של השופט עמית ("הדירקטור החיצוני משמש כשומר-סף עצמאי, והוא נעדר זיקה לפונקציונרים השונים בחברה... כוחו של הדח"צ וחשיבותו הרבה טמונים אפוא, בין היתר, בעצמאותו ובכישוריו, ביכולתו לאזן בין אינטרסים מתנגשים בדירקטוריון, וביכולתו למנוע ניצול לרעה מצד קבוצות אינטרסנטיות בחברה, בהיותו חסם בפני אישורן של עסקאות עם בעלי עניין").

¹⁷⁸ בשי"א 3114/99 **אורי כרוך נ' תדביק בע"מ**, פ"ד נג (3) 577, 580 (1999); עניין **מטרת מיזוג (מחוזי)**, לעיל ה"ש 26, פסקאות 152-148 לפסק דינו של כב' השופט כבוב. יצוין כי פרוץ גרוס מבקש למתן עמדה זו וטוען כי דירקטור חיצוני הוא בדיוק כדירקטור רגיל, על כל החובות הכלולות בתפקיד זה, כשהן הדירקטור הרגיל והן הדירקטור החיצוני חבים חובת נאמנות זהה לחברה. ראו גרוס, **חוק החברות**, לעיל ה"ש 107, עמ' 645-647.

¹⁷⁹ סעיף 239 לחוק החברות.

¹⁷⁹ סעיפים 240 לחוק החברות. על פי סעיף 245 לחוק החברות חלה חובה על הדירקטור החיצוני להודיע לחברה כי חדל להתקיים בו תנאי מהתנאים הדרושים לכהונתו.

הכללית ובמניין רוב הקולות יכללו בעלי מניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המיני; או שסך קולות המתנגדים, מקרב בעלי המניות כאמור, לא יעלה על שיעור של 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.¹⁸⁰ תיקון מס' 16 לחוק החברות קבע כי תקופת כהונתו של דירקטור חיצוני תהיה שלוש שנים ורשאית החברה להאריך את הכהונה לשתי תקופות נוספות בנות שלוש שנים כל אחת, ובסך הכל 9 שנים. חידוש כהונה כאמור אינו מצריך את אישור בעל השליטה בחברה. בעל מניות המחזיק ב-1% לפחות מכלל זכויות ההצבעה או דירקטוריון החברה או הדירקטור החיצוני עצמו רשאים להציע את חידוש הכהונה ובלבד שהמינוי התקבל על ידי רוב מקרב בעלי המניות כאשר לא מביאים בחשבון את קולות בעל השליטה או בעלי עניין אישי; וכן סך הקולות התומכים עולה על 2%; וכן הדירקטור החיצוני הממונה לתקופה נוספת אינו בעל מניות קושר או מתחרה, ואינו קרובו או בעל זיקה לבעל מניות שכזה במועד המינוי או בשנתיים שקדמו לו.¹⁸¹

(ב) הליכי בחירת חברי הדירקטוריון והרכבו הרצוי בהתאם למודל היחסי של הממשל התאגידי

המודל היחסי של הממשל התאגידי מבקש לעצב את הרכב הדירקטוריון ואת שיעורם של הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה באופן שמחד גיסא יעניק הגנה נאותה על זכויות בעלי מניות המיעוט ומאידך גיסא יבטיח שלא תיגרע היכולת של בעל השליטה להכווין את פעילותה העסקית של החברה לטובת כלל בעלי המניות. על פי המודל היחסי יש לקבוע את הרכב הדירקטוריון כך שייתן ביטוי ליחסי הכוחות המדויקים שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט. פירוש הדבר הוא שככל ששיעור ההחזקה של בעל השליטה בהון המניות של החברה קטן ממחצית זכויות ההון וההצבעה בחברה והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה גבוהים יותר, הרי שיש להגדיל בהתאמה את שיעור הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה. בשל העובדה כי בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך יחסית מזכויות ההון וההצבעה, הרי שישנו חשש כבד יותר כי יעשה שימוש בכוח השליטה שבידו להעברת משאבים מתאגיד זה לתאגיד אחר שבו שיעור החזקותיו בהון הוא גבוה יותר. כלומר ככל שהפער בין כוח השליטה של בעל השליטה לזכויות ההונות שלו גדול יותר, כך קיימת הצדקה מובהקת יותר להגדיל את שיעור הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה. לעומת זאת, ככל ששיעור ההחזקה של בעל השליטה גדול יותר ממחצית זכויות ההצבעה והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה נמוכים יותר, הרי שהסיכון לתיעול משאבים לתאגידים אחרים שבהם הזכויות ההונות של בעל השליטה גבוהים יותר הוא מצומצם יחסית ולכן ישנה הצדקה להקטין את מספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה.¹⁸² לדעתי, קיים קשר בין ההגנה שמעניקים הדירקטורים החיצוניים לאינטרסים של החברה ובעלי מניות המיעוט לפני אישורה של פעולה נגועה (כלל קניין) לבין היקף ההגנה המוענק לאינטרסים אלה באמצעות ביקורת שיפוטית לאחר אישורה של הפעולה הנגועה (כלל אחריות). כאשר בעל השליטה מחזיק מתחת למחצית זכויות ההון בחברה והסיכויים להתלכדות אופוזיציונית כנגדו הם גבוהים, החשש הוא שהתקשרות הנגועה אינה עשויה להיטיב עם האינטרסים של החברה ובעלי מניותיה. לאור שיעורי ההחזקה ויחסי הכוחות שבין הצדדים, בעלי מניות המיעוט (לרבות בעלי המניות מן הציבור) נושאים בתוחלת נזק גבוהה יותר מאשר בעל השליטה אם יתברר כי העסקה שבה התקשרה החברה כשלה ולא היטיבה עם החברה. בשל העובדה שישנו פער

¹⁸⁰ סעיף 239(ב) לחוק החברות.

¹⁸¹ סעיף 245(א) לחוק החברות. לדיון רחב במוסד הדירקטור החיצוני בדיון הישראלי, ראו גרוס, **חוק החברות**, לעיל ה"ש 107, עמ' 617-651.

¹⁸² ההרכב המוצע של דירקטוריון החברה בהתאם ליחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט מתיישב יפה עם היקף הביקורת השיפוטית הראוי לדעתנו על החלטות הדירקטוריון בקשר עם החלטות הנגועות בעניין אישי של בעל השליטה. ראו להלן תת פרק 4.

מובהק בין כוח השליטה של בעל השליטה ובין הזכויות ההוניות שלו בחברה, ישנו חשד ממשי כי העסקה אינה לטובת החברה אלא אמצעי לתיעול משאבים לתאגיד אחר שבו בעל השליטה מחזיק בזכויות הוניות גבוהות יותר. לפיכך, במקרה כזה, אישור העסקה על ידי שיעור גדול של דירקטורים חיצוניים יבטיח כי עסקה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי אכן מתיישבת עם טובת החברה, ללא צורך בהפעלת ביקורת נוספת על ידי בתי המשפט בדיעבד. לעומת זאת, כאשר בעל השליטה מחזיק למעלה ממחצית זכויות ההון בחברה והסיכויים להתלכדות אופוזיציונית כנגדו הם נמוכים, קיים חשש מצומצם יותר כי ההתקשרות הנגועה תזיק לבעלי מניות המיעוט. הטעם לכך הוא שהפער הקטן יחסית בין כוח השליטה לזכויות ההוניות של בעל השליטה מסכל את התמריץ שיש לו לתיעול טובות הנאה פרטיות. לכן, במקרה כזה, די בשיעור נמוך יותר של דירקטורים חיצוניים לבחינת העסקה ואישורה. אולם, ככל שיתברר בדיעבד, כי לא היה באישור העסקה על ידי שיעור מצומצם של דירקטורים חיצוניים כדי להבטיח שזו תתיישב עם האינטרסים של החברה, אזי יש לאפשר הגנה מסוג כלל אחריות באמצעות הפעלת ביקורת שיפוטית על תוכן של עסקאות והליכי אישורן. זאת ועוד, בקביעת שיעור הדירקטורים החיצוניים יש לקחת בחשבון גם את מאפייני החברה ואת תרומתה ליציבות הפיננסית הכוללת. כאשר מדובר בגופים פיננסיים שיש להם השפעה קריטית על יציבות המשק בכללותו, ישנה הצדקה חזקה יותר לקביעת מספר גדול יותר של דירקטורים בדירקטוריון שהינם בלתי תלויים ונעדרי זיקה לבעל השליטה (זאת, מבלי לגרוע מיכולתו של בעל השליטה ליטול חלק בהצעת זהות המועמדים לדירקטוריון הגוף הפיננסי). קביעה אחרונה זו מתיישבת עם הוראות חוזר הגופים המוסדיים בעניין הדירקטוריון, אשר דברי ההסבר שלו קובעים, כי "על מנת לאזן בין תרומתו של בעל השליטה, כגורם שהוא לעיתים בעל ניסיון עסקי ומקצועי רב, לפיתוח וניהול עסקיו של הגוף המוסדי, לבין החשש לפגיעה באיזונים ובבלמים של הממשל התאגידי בגוף מוסדי, נקבע כי במקרה בו בעל השליטה או קרובו מכהן כבעל תפקיד מרכזי, יגדל שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון כך שלפחות מחציתם יהיו דירקטורים בלתי תלויים.¹⁸³

מהמקובץ עולה אפוא, כי ראוי שדיני התאגידים יימנעו מקביעת מספר זהה של דירקטורים חיצוניים היפה לכלל החברה הציבוריות הנסחרות בשוק ההון הישראלי. חלף זאת, מוטב לקבוע הוראות עשירות יותר בקשר עם מספרם של הדירקטורים החיצוניים בחברה ציבוריות אשר ייקחו בחשבון את יחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט בהון המניות והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה.

4. עסקאות עם בעל השליטה

(א) רקע עיוני

להלן אראה כיצד המודל היחסי של ממשל תאגידי רלוונטי לאופן שבו יש להסדיר עסקאות עם בעלי השליטה. בעסקאות מעין אלה עשוי בעל השליטה למכור לחברה נכס פרטי במחיר מופרז או לזכות בתגמולים הגבוהים מן המקובל בשוק עבור כהונתו כנושא משרה בחברה. ככלל, ניתן לחשוב על שלושה דרכים להסדיר עסקאות כאלה.¹⁸⁴ על פי שיטה האחת, בשל החשש כי בעל השליטה יתעל טובות הנאה פרטיות לכיסו באמצעות עסקאות אלה, יש לאסור אותן כליל. גישה זו אינה מקובלת על שיטות המשפט השונות מהטעם שהיא מונעת עסקאות יעילות שצפויות להיטיב עם החברה ולתרום שוק ההון.¹⁸⁵

¹⁸³ ראו סעיפים 6 ו-16 לחוזר הגופים המוסדיים בעניין הדירקטוריון, לעיל ה"ש 90.

¹⁸⁴ Luca Enriques, *Related Party Transactions*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 506 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

¹⁸⁵ KRAAKMAN ET AL., לעיל ה"ש 2, עמ' 146-147.

על פי שיטה שנייה, יש להתמודד עם ההיבטים השליליים של עסקאות בעלי עניין באמצעות הרחבת חובות הגילוי של החברה כלפי בעלי המניות ומנגנוני בקרה מקדימים. כך למשל, ישנן שיטות משפט הקובעות כי על החברה להגיש לבעלי המניות חוות דעת כלכלית עצמאית ובלתי תלויה של עורך דין או בנק השקעות על הוגנות העסקה וזאת כחלק מהמידע הנמסר להם לצורך גיבוש החלטה בקשר עם אישור העסקה הנגועה (third party fairness opinion).¹⁸⁶ זאת עוד, על פי שיטה זו, יש להסדיר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות פרוצדורה מיוחדת לאישור העסקה הנגועה על ידי דירקטורים עצמאיים או על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי בעסקה הנגועה (MOM-Majority of the Minority). מנגנוני בקרה מקדימים שכאלה אומצו בבליה,¹⁸⁷ צרפת,¹⁸⁸ איטליה,¹⁸⁹ גרמניה,¹⁹⁰ אנגליה¹⁹¹ וקנדה.¹⁹²

על פי שיטה שלישית, יש להסדיר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות התמקדות בשאלה האם תנאי העסקה והליכי אישורה הינם הוגנים בדומה לעסקה בין צדדים רחוקים (arm's length) ועל בתי המשפט להכריע בשאלה זו. על פי דרך זו, לא ניתן למצות את מלוא הטענות שעומדות לבעלי המניות כנגד העסקה באמצעות מתן אפשרות לבעלי המניות להשמיע את קולם באסיפה הכללית של בעלי המניות. זאת במיוחד לנוכח העובדה כי בעלי מניות המיעוט ומשקיעים מן הציבור אינם נוטלים חלק באופן אישי בתהליך גיבוש העסקה והם נדרשים לאשר אותה על יסוד מידע שמועבר להם על ידי מוסדות החברה. שיטה זו אומצה בארצות הברית וככל הנראה גם בישראל.

ארצות הברית מחמירה ביחס לעסקאות ניגוד עם בעל השליטה, בקבעה סטנדרט של "הגינות מלאה" (entire fairness), הבדוק האם תנאי העסקה והליך אישורה היו הוגנים.¹⁹³ הוכחת הגינות העסקה מוטלת על בעל השליטה (או הדירקטוריון), אולם ניתן להעביר את נטל ההוכחה לתובע אם העסקה אושרה על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, או אם המשא ומתן על העסקה נוהל כהלכה על ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהורכבה מדירקטורים עצמאיים בלבד.¹⁹⁴ טרם ההלכה בעניין M&F Worldwide Corp,¹⁹⁵ העמדה המקובלת בפסיקת בתי המשפט בדלאוור הייתה שעסקאות כאלה כפופות לביקורת שיפוטית בדיעבד על פי סטנדרט ההגינות (entire fairness rule). יתר על כן, אף במקרים שבהם התקיימו הגנות פרוצדוראליות על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, כגון: אישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט או קיומה

¹⁸⁶ Enriques, לעיל ה"ש 184.

¹⁸⁷ לדיון בדיון הבלי בעניין זה, ראו OECD, RELATED PARTY TRANSACTIONS AND MINORITY SHAREHOLDER RIGHTS (2012) 49-60.

¹⁸⁸ לדיון בדיון הצרפתי, ראו שם, עמ' 61-73.

¹⁸⁹ לדיון בדיון האיטלקי, ראו Marcello Bianchi, Angela Ciavarella, Luca Enriques, Valerio Novembre & Rossella Signoretti, *Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy: An Empirical Analysis* 10-14 (January 20, 2014). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 415/2014; CONSOB Working Papers No. 75. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2383237>

¹⁹⁰ לדיון בדיון הגרמני, ראו Tobias H. Tröger, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, in THE LAW AND FINANCE OF RELATED PARTY TRANSACTION (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2018)

¹⁹¹ לדיון בדיון האנגלי, ראו Paul L. Davies, *Related Party Transactions: UK Model*, in THE LAW AND FINANCE OF RELATED PARTY TRANSACTION (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2018)

¹⁹² לדיון הקנדי, ראו Multilateral Instrument 61-101 Protection of Minority Security Holders in Special Transactions. נגיש בקישור הבא: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category6/rule_20080201_61-101_protect-minority.pdf

¹⁹³ לתיאור הדיון בארצות הברית, ראו Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 426-429 (2003)

¹⁹⁴ ראו Supreme Court Endorses Business Judgment Review For Going-Private Mergers With Dual Delaware Protections, 128 HARV. L. REV. 1818 (2015).

¹⁹⁵ In re MFW S'holders Litig., 67 A. 3d 496 (Del. Ch. 2013); Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 641 (Del. 2014). לאחרונה, הורחבה תחולתה של הלכת MFW על כלל פעולות חברה של בעל השליטה עניין אישי ולא רק על עסקאות מיזוג מסוג going private שבהן בעל השליטה רוכש את אחזקותיהם של בעלי מניות המיעוט. ראו IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane, C.A. No. 12742-CB (Del. Ch. Dec. 11, 2017).

של ועדה מיוחדת של דירקטורים עצמאיים שבחנה את העסקה, היה בכוחן של אלה רק להעביר את נטל ההוכחה לשכמו של התובע.¹⁹⁶ לאחרונה, נקבע בפרשת M&F Worldwide Corp. כי בעסקאות כאלה, יחול סטנדרט הביקורת השיפוטית של כלל שיקול הדעת העסקי אם התקיימו התנאים המצטברים הבאים: (א) בעל השליטה מתנה את ביצוע העסקה של ועדה מיוחדת ושל רוב מקרב בעלי מניות המיעוט; (ב) הוועדה המיוחדת היא עצמאית; (ג) לוועדה המיוחדת סמכויות לבחור את יועציה ולהתנגד לעסקה; (ד) הוועדה עומדת בחובת הזהירות בעת משא ומתן על מחיר הוגן; (ה) ההצבעה של בעלי המניות נעשית בצורה מיוחדת; (ו) אין כפייה או אילוץ על בעלי מניות המיעוט. בהתקיים כל התנאים המפורטים לעיל, הביקורת השיפוטית מוגבלת לבחינת הגינותו של ההליך שאפשר את אישור העסקה ואין עוד מקום לדון בשאלה האם מחיר העסקה הינו הוגן. פירוש הדבר הוא שמצב הדברים הזה אין עוד תחולה לדוקטרינת ההגינות המלאה (entire fairness doctrine). בהתאם להלכה זו, ועדה מיוחדת שבחנה את העסקה ואישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט מניחים כי הגנה מסוג כלל קניין תתמרץ את בעלי מניות המיעוט לשאת ולתת עם בעל השליטה על תנאי העסקה. הואיל והתקשרות בעסקה מותנית בקבלת הסכמה של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, הרי שמחיר העסקה עשוי להיות גבוה יותר בהשוואה להגנה מסוג כלל אחריות שלפיה בית המשפט הוא הגורם האמון על הערכת הוגנות מחיר העסקה.¹⁹⁷

כזכור, הדין בישראל קובע כי עסקאות עם בעל השליטה טעונות אישור ועדת הביקורת, הדירקטוריון ורוב מקרב בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה. נוסף על כך, סעיף 117 לחוק החברות קובע דרישה ייחודית נוספת שתכליתה חיזוק יכולתה של החברה לנהל משא ומתן עצמאי עם בעל השליטה על תנאי העסקה באמצעות החובה לנהל הליך תחרותי בפיקוחה של ועדת הביקורת. המגמה בדין הישראלי היא לקלוט מהדין האמריקני את הדרישה לבחון את ההגינות המלאה של העסקה (entire fairness). פסיקת בתי המשפט קבעה כי גם עסקאות אשר אושרו על פי מנגנוני האישור הקבועים בחוק החברות עשויים להיות כפופים לביקורת שיפוטית של בתי המשפט.¹⁹⁸

בעניין **מכתשים אגן**¹⁹⁹ ובעניין **אליסנט**²⁰⁰ נדונו עסקאות שאושרו ונתקפו בבית המשפט לאחר מעשה. פסק הדין בעניין **מכתשים אגן** דן בעסקת המכירה של מכתשים אגן לחברת כימציינה. במסגרת התביעה הייצוגית טען התובע שכור קיפחה את בעלי המניות מקרב הציבור בכך שבעסקה שטווחה היא ביקשה לקבל פרמיית שליטה עודפת בסך של 900 מיליון ש"ח יחסית ליתר בעלי המניות בחברה. מכתשים וכור טענו להגנתן שתי טענות מרכזיות. הראשונה, שעסקת המיזוג קיבלה את כל האישורים הנדרשים בחוק החברות לעסקה מסוג זה ועל כן לא קיימת עילה להתערבות שיפוטית כלשהי. השנייה, פרקטיקה ידועה ומקובלת בעולם העסקי היא תשלום פרמיית שליטה לבעל השליטה בחברה כאשר אחזקותיו נרכשות על ידי צד שלישי. לפיכך, ההטבה הייחודית שבה זכתה כור מביאה לשוויון מהותי בין בעלי המניות במכתשים, בשל

¹⁹⁶ לדיון מקיף באופן ההסדרה בדיעבד של עסקאות עם בעלי עניין בארצות הברית, ראו Kenju Watanabe, *Control Transaction Governance: Collective Action and Asymmetric Information Problems and Ex-Post Policing*, 36 NW. J. INT'L L. & BUS. 45 (2016).

¹⁹⁷ Goshen, לעיל ה"ש 193, עמ' 410: "A property rule that requires the minority's approval for a transaction in which a conflict of interests arises empowers the minority to demand a larger portion of the surplus . . . than it would receive under the liability rule." לביקורת ולטענה כי בשל בעיית הפעולה המשותפת (collective action problem) והחשש מפני חשיפת מידע פנים, בעלי מניות המיעוט אינם עושים שימוש בהגנה מסוג כלל קניין על מנת לשאת ולתת עם בעל השליטה על השאת מחיר העסקה, ראו Edward B. Rock, *MOM Approval in a World of Active Shareholders*, in THE LAW AND FINANCE OF RELATED PARTY TRANSACTION (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2019).

¹⁹⁸ אהרונ-ברק, לעיל ה"ש 4, עמ' 127 (אף שהמחוקק קבע כללי אישור מחמירים, עדין יש לאפשר לבתי המשפט לבחון עסקאות אלה לגופן). ראו גם אסף חמדני ושרון חנס, "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75 (2008).

¹⁹⁹ ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים אגן** (פורסם בנבו, 3.8.2011).

²⁰⁰ ע"א 2718/09 **"גדיש" קרנות תגמולים בע"מ נ' אליסנט בע"מ** (פורסם בנבו, 28.5.2012).

כך שתמורה שונה משתלמת לבעלי מניות שונים. בית המשפט קיבל את עמדתו של התובע וקבע כי חוק החברות מאפשר התערבות שיפוטית מרוסנת לצורך בחינת הגינות העסקה אפילו בעסקאות שזכו לכל האישורים הנדרשים. עוד נקבע כי התערבות זו מוצדקת משום שבעלת השליטה, כור, מצויה בניגוד עניינים מובהק שבו בעלי מניות המיעוט נדרשים לוותר על אחזקותיהם בחברה, וקיים אי שוויון מהותי בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. כותבת כב' השופטת דניה קרת את הדברים הבאים:

"לא ניתן לקבל את טענת המשיבות על פיה אין מקום לביקורת שיפוטית במקרה הנוכחי אך ורק מכיוון שקיימת הגנה קניינית כפי שקבע המחוקק לגבי עסקאות מיזוג. עם זאת, כפי שצינתי לעיל, נראה כי על בית משפט לנקוט בביקורת שיפוטית מרוסנת ומאוזנת, כך שלא ייווצר מצב בו יידרש בית המשפט לבחינה גורפת של תנאי עסקאות עם בעלי עניין, אשר התקבלו על ידי האורגנים המוסמכים של החברה בהליכים הקבועים בחוק החברות... בכל מקרה, באותן עסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יישמר לבית משפט שיקול הדעת לבחון את הגינות העסקה, גם אם היא עונה מבחינה פרוצדוראלית על כל דרישות החוק והפסיקה, במיוחד כאשר יש בה סימנים מחשידים, כגון אי שוויון בולט בין בעלי השליטה לבין בעלי המניות. בדיקת הגינות העסקה הינה למעשה תמונת ראי לקיום חובות הנאמנות של נושאי המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה".²⁰¹

גם בעניין אלסינט קבעה הנשיאה בייניש כי עסקה שעברה את מנגנוני האישור שקבע המחוקק הישראלי עדין כפופה לביקורת שיפוטית על ידי בית המשפט, אך במקרה כזה תהיה מרוסנת ומאופקת. כותבת השופטת בייניש כך:

"הנטל המוטל על התובעים הוא להוכיח באופן לכאורי קיומו של קיפוח, ואם עמדו התובעים בנטל זה עובר נטל ההוכחה לשכמם של הנתבעים. זהו מבחן ההגינות המלאה (Fairness Entire) אשר במסגרתו מועבר נטל ההוכחה אל הנתבעים ועליהם לשכנע את בית המשפט בדבר ההגינות המלאה של פעולתם. הגינותה המלאה של העסקה נשמרת, כאשר מסוגלים בעלי השליטה להוכיח את תוצאותיה השוויוניות של פעולתם, ביחס למכלול בעלי המניות. ההקפדה מצד בית המשפט עם בעלי השליטה באה לידי ביטוי לא רק בהעברת נטל ההוכחה אל כתפיהם, אלא גם בהפעלת ביקורת ברמה של בדיקה זהירה (Careful Scrutiny). הטעם לכך נעוץ בחשש שדירקטוריון החברה יפעל תוך ראיית עניינו של בעל השליטה לנגד עיניו, חלף קידום האינטרס של החברה כשלעצמה. במצב דברים זה, יתכן שלא יתקיים משא-ומתן של ממש בין בעל השליטה לחברה שיהיה בו כדי לתת ביטוי ומענה של ממש לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט. בהתחשב בכך, נקבע כי מוטל על בעלי מניות המיעוט-הנתבעים נטל קל בלבד של הוכחה לכאורית לקיומו של קיפוח, ואילו בעל השליטה הוא שנושא בנטל להוכיח את הגינותה המלאה של העסקה".²⁰²

²⁰¹ עניין מכתשים אגן, לעיל ה"ש 199, פסקאות 21 ו-28.

²⁰² עניין אלסינט, לעיל ה"ש 200, פסקה 40. ראו גם עניין ורדיקוב, לעיל ה"ש 111, פסקה 102 לפסק דינו של השופט עמית. עמיר ליכט סבור גם הוא כי כאשר החלטה עמדה בתנאים הפרוצדוראליים הנדרשים, אין מקום לבחון את תוכן ההחלטה העסקית לגופה. ליכט מותח ביקורת על הנכונות המסתמנת לאמץ את דוקטרינת ההגינות המלאה, אותה הוא מכנה "דוקטרינה נפסדת".

לאחרונה, בעניין **אסם השקעות בע"מ** נידונה בבית המשפט הכלכלי בקשה לצו גילוי מסמכים לפני אישור תביעה ייצוגית בנוגע לעסקה שבה רכשה חברת נסטלה שהייתה בעלת השליטה בחברת אוסם ורכשה את מניות הציבור באוסם והפכה אותה לחברה פרטית בבעלותה המלאה.²⁰³ באותו עניין, נפסק כי על אף שהפסיקה בישראל טרם הכריעה בשאלה האם קיום הליכי האישור המיוחדים הקבועים בחוק החברות בהכרח יחסן את החברה מהתערבות שיפוטית בהחלטותיה, עדין יש מקום להעניק צו גילוי מסמכים רחב בהיקפו כדי שניתן יהיה לברר כראוי את תקינות ההליכים לאישור העסקה ואת הגינות התמורה שקיבל הציבור.²⁰⁴

(ב) שאלת הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי שליטה לאור תכניו של המודל היחסי לממשל התאגידי

בחלק זה אבחן את השאלה כיצד המודל היחסי של הממשל התאגידי מסדיר את הליכי אישורן של עסקאות עם בעל שליטה מנקודת מבט בדיעבדית (ex-post), קרי: לאחר שהעסקה אושרה בהתאם למנגנוני בקרה מקדימים בדין ובהלכה הפסוקה. כזכור, המודל מבקש ליצור כללי ממשל תאגידי יחסיים אשר עשויים להלוך בצורה מדויקת יותר את מאפייניה הייחודיים של החברה. על פי מודל זה, השאלה האם יש לקיים ביקורת שיפוטית על תנאי העסקה קשורה באופן הדוק לשאלת יחסי הכוחות בין בעל השליטה לבעל מניות המיעוט בחברה נתונה. לטעמי, בעניין זה, יש להבחין בין *ביקורת שיפוטית פרוצדוראלית* לבין *ביקורת שיפוטית מהותית*.²⁰⁵ ביקורת שיפוטית פרוצדוראלית מתמקדת בשאלה האם תהליך אישור העסקה וחשיפת המידע בפני ציבור המשקיעים היה תקין ועמד בדרישות הקבועות בדיני החברות. לעומת זאת, ביקורת שיפוטית מהותית בוחנת האם על אף שהעסקה קיבלה את האישורים הנדרשים על פי דיני החברות, היא אינה הוגנת כלפי החברה ונערכה שלא לטובתה. תפקידו של בית המשפט הוא אפוא לבחון האם העסקה היא לטובת אינטרס החברה או מתוך רצון לקדם אינטרסים בלעדיים של בעל השליטה.

אני סבור כי כאשר שיעור האחזקה של בעל השליטה נמוך ממחצית זכויות ההון וההצבעה וקיימים סיכויים גבוהים להתלכדות אופוזיציונית הגורעת מהיכולת של בעל שליטה להכווין את פעילותה העסקית, יש להפעיל ביקורת שיפוטית פרוצדוראלית בלבד המתמקדת בתהליך אישורה של העסקה בלבד. במקרה כזה, כוחם היחסי העדיף של בעלי מניות המיעוט מאפשר להם להפעיל מנגנוני בקרה פנימיים שיבטיחו כי בעל השליטה לא יתעל טובת הנאה פרטית לכיסו. כך למשל באמצעות השפעה ישירה על אופן בחירתם של דירקטורים חיצוניים בחברה,²⁰⁶ או לחילופין בשל ההסתיעות בחברות ייעוץ (proxy advisors) המפעילות לחצים על בעל השליטה על מנת למנוע התקשרות בעסקה שאינה מתיישבת עם טובת החברה.

פסק הדין בעניין *In re MFW S'holders Litig* מזכיר את העלייה החדה באחזקות משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות ואת יכולתם של אלה לבלום הצעות רכש שאינן עולות בקנה אחד עם טובת ציבור בעלי

לדבריו, מדובר בדוקטרינה המכשירה הפרה "הוגנת" של חובת אמון, מה שמהווה סטייה חמורה מעקרונות היסוד של דיני האמונות, האוסרים לפעול במצב בו ישנו חשש לקיומו של ניגוד עניינים. ראו ליכט "בגנות ההגיונות", לעיל ה"ש 143, בעמ' 758-745.

²⁰³ ת"צ 40404-03-16 **עצמון נ' אסם השקעות בע"מ ואח'** (פורסם בנבו, 26.1.2018).

²⁰⁴ עניין **אסם השקעות**, שם, פסקאות 28-29. ראו גם עניין **שילוני**, לעיל ה"ש 68, פסקה 138 ("חוק החברות קובע אמנם כי בנוסף להליך האישור הפרוצדוראלי של עסקה חריגה הנעשית ע"י החברה, נדרש כי העסקה תהיה גם "לטובת החברה". עם זאת, הן בפסיקת בתי המשפט והן בספרות המשפטית חוזר ונשנה העיקרון לפיו על בית המשפט להימנע, ככל האפשר, מלבחון החלטות עסקיות לגופן. במובן זה, נקודת המוצא הינה כי בית המשפט אינו צריך להתערב בעסקאות שאושרו על פי המנגנון "המשולש" הקבוע בדין. עם זאת, קיימת נכונות לאמץ את כלל ההגיונות המלאה במצבים מסוימים, בפרט כאשר מדובר בעסקאות בעלות משמעות חריגה כלפי בעלי המניות, או כאשר מדובר בעסקה בעלת סימנים "מחשידיים").

²⁰⁵ אהרונזי ברק, לעיל ה"ש 4, עמ' 69-71.

²⁰⁶ ראו תת פרק ג.3. לעיל.

המניות בכללותו. כלומר, בשל כוחם היחסי הלא מבוטל של משקיעים אלה לעומת כוחו של בעל השליטה, סבור בית המשפט כי יהיה זה מוצדק להישען על כלל קניין המכפיף עסקאות מסוג Going Private להצבעה של בעלי מניות המיעוט מבלי שיש צורך בביקורת שיפוטית נוספת על הוגנות העסקה.²⁰⁷ זאת ועוד, בית המשפט מזכיר את האינטרנט כמקור לתפוצה רחבה של נתונים על החברה וכאמצעי לצמצום פערי המידע בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.²⁰⁸ נימוקים אלה מתיישבים עם תכני המודל היחסי המוצע בחיבור זה.

יתר על כן, מחקר אמפירי מאיר עיניים מהעת האחרונה של Lauterbach & Mugeran, מלמד כי קיים מתאם בין קיומם של משקיעים מוסדיים בחברה לבין יכולתם להגן על זכויות בעלי מניות המיעוט ולדחות את הצעת הרכש מטעם בעל השליטה בעסקאות מסוג Going Private.²⁰⁹ בנוסף, מחקרם מלמד כי לגודל החברה יש השפעה משמעותית על גודל הפרמיה שיקבלו בעלי המניות בעסקאות כאלה. בחברות גדולות אשר כפופות לסיקור תקשורתי רציף, פערי המידע בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט מצומצמים יותר ולכן הפרמיה המשולמת להם עבור רכישת אחזקותיהם היא גבוהה יותר בהשוואה לחברות קטנות שבהן מאפיינים אלה לא מתקיימים. עוד נמצא, כי ישנו יחס ישר בין גודל החברה לבין הסיכויים לקבל את הסכמת בעלי מניות המיעוט להצעת הרכש. בחברות גדולות במיוחד שבהן פערי המידע אינם מובהקים, הסיכויים שבעלי מניות המיעוט יקבלו את הצעת הרכש הינם גבוהים יותר. המחברים מסכמים את מחקרם בקבעם כי משקיעים מוסדיים אינם מעוניינים להיראות חלשים בעיניו של בעל השליטה, ולכן הם עשויים להפעיל את כוחם על מנת להבטיח קבלת הצעת רכש הוגנת לטובת כלל ציבור בעלי המניות.²¹⁰ למחקר זה השלכות מדיניות לענייננו. אני סבור כי כאשר מדובר בחברות קטנות שאין בהן אחזקה משמעותית של משקיעים מוסדיים על הון המניות, יש לפעול למתן הגנה רחבה יותר על זכויות בעלי מניות המיעוט בעסקאות מסוג Going Private. בחברות אלה שאין זכות לסיקור תקשורתי מקיף, ישנם פערי מידע מובהקים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט העלולים להביא לפגיעה יתירה בזכויותיהם של בעלי מניות אלה. לכן, גם במקרים שבהם העסקה אושרה בהתאם למנגנוני בקרה מקדימים הקבועים בדיון ובפסיקה, יש צורך בביקורת שיפוטית משלימה בדיעבד אשר תיבחן את הגינות העסקה. לעומת זאת, כאשר מדובר בחברות גדולות שיש בהן אחזקה משמעותית של משקיעים מוסדיים, די יהיה בתנאים שנקבעו בפרשת In re MFW S'holders Litig על מנת שיחול סטנדרט הביקורת של כלל שיקול הדעת העסקי. מלאכתו של בית המשפט היא להבטיח כי תהליך אישור העסקה וחשיפת מידע אודותיו היה תקין ועמד בדרישות פרשה זו.

לעומת זאת, כאשר שיעור האחזקה של בעל השליטה גבוה ממחצית זכויות ההון ההצבעה וקיימים סיכויים נמוכים להתלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה, יש להפעיל ביקורת שיפוטית הדוקה יותר באמצעות בחינה מהותית של הוגנות העסקה. כוחם של בעלי מניות המיעוט בהשוואה לבעל השליטה הוא חלש יותר, ו לכן במצב דברים כזה, יש צורך בבקרה משלימה על ידי בית המשפט אשר יבטיח כי העסקה הינה הוגנת וסבירה. באופן דומה, כאשר מדובר בגופים פיננסיים אשר תרומתן ליציבות המשק הישראלי הינה קריטית, יש לפעול להגנה טובה יותר על בעלי מניות המיעוט באמצעות ביקורת שיפוטית מהותית על תנאי העסקה

²⁰⁷ In re MFW S'holders Litig., לעיל ה"ש 195, עמ' 530.

²⁰⁸ In re MFW S'holders Litig., שם, עמ' 533.

²⁰⁹ Beni Lauterbach & Yevgeny Mugeran, Institutional Investors' Impact on the Outcome of Freezeout Tender Offers (working paper), available at <http://ecgi.global/sites/default/files/Institutional%20Investors%26%23039%3B%20Impact%20on%20the%20Outcome%20of%20Freezeout%20Tender%20Offers.pdf>.

²¹⁰ שם, עמ' 29: "Institutional investors do not want to appear weak in the eyes of controlling shareholders. They have to exercise their power from time to time. A strategic display of arbitrary power assures that controlling shareholders would not ignore them. Watching institutional investor reputation and deterrence is a repeated game strategy, and it requires that institutional investor would reject fair or even slightly beneficial freezeout offers"

ולא רק ביקורת שיפוטית פרוצדוראלית. הטעם לכך הוא שבית המשפט נדרש להבטיח כי עסקה זו מתיישבת עם טובת החברה ובעלי מניות המיעוט וכן שהיא אינה גורעת מהיציבות הפיננסית של הגוף המוסדי המחזיק בכספי ציבור החוסכים.

כנגד ההצעה לתחום באופן מדויק יותר את המקרים שבהם תופעל ביקורת שיפוטית על תוכן של עסקאות עם בעל שליטה, עשויות להיטען טענות-נגד שונות. כך למשל, ניתן לטעון כי ההצעה האמורה מצמצמת את כלי הביקורת השיפוטית בידי בית המשפט משום שהיא מונעת ביקורת מהותית במקרים שבהם מדובר בעסקאות של חברות שאינן עומדות בתנאי המודל, אך יש חשד לגבי הוגנותן. עוד ניתן לטעון, כי ההצעה למעשה מרחיבה את הדין הקיים, מכיוון שחלף הפעלת שיקול דעת שיפוטי בקשר עם נחיצות ההתערבות בתוכן של עסקאות, היא מאפשרת באופן קטיגורי ביקורת שיפוטית מהותית על סוגי מקרים שונים. אני סבור, כי על אף שמדובר בביקורת שמשקלה בצדה, היא אינה מתיישבת עם הנטייה ההולכת וגוברת של בתי המשפט להצהיר באופן מפורש על סמכותם להפעיל ביקורת שיפוטית מהותית על תוכן של עסקאות עם בעל שליטה, ללא יוצא מן הכלל, וזאת אף כאלה שאושרו בהליכים מתאימים על פי הוראות חוק החברות.²¹¹ קביעה אחרונה זו אינה מתיישבת עם ההסתייגות של המודל היחסי של הממשל התאגידי מהחלה אחידה של הכללים המשפטיים בבחינת "one size fits all regulations", בהינתן השונות הרבה במאפייני החברות הציבוריות ויחסי הכוחות הייחודיים שבין בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט בכל אחת מהן. לכן, עמדתי בקשר עם אופני ההסדרה של עסקאות עם בעלי עניין מהווה למעשה "גישת ביניים" בין עמדת פסיקת בתי המשפט הנוטה לבחון את תוכן של עסקאות עם בעלי שליטה לבין הגישה השוללת ביקורת שכזו לחלוטין.²¹² גישת ביניים זו תוחמת את שיקול הדעת השיפוטי באופן מדויק יותר לבחינה מהותית של עסקאות עם בעל שליטה רק לאותם מקרים שבהם קיים ספק מהותי אם ניתן לסמוך על מנגנוני הבקרה המקדימים של התאגיד אשר ימנעו התקשרות בעסקאות הפוגעות בטובת החברה.

ד. סיכום ומסקנות

הדיון התיאורטי, המשפטי והכלכלי שנערך בחיבור זה הניח מספר הצדקות לעיצוב מחדש של דיני החברות בישראל בהתאם לתכניו של המודל היחסי של הממשל התאגידי. הספרות התיאורטית אינה מכריעה באופן קונקלוסיבי באשר לעדיפות של מבנה בעלות ריכוזי או ביזורי. לכן, מעצבי המדיניות אינם נדרשים לפעול לחיסול המבנה הריכוזי בישראל אלא לעיצובם של הסדרים אשר ימזערו את עלויות הנציג באופן האפקטיבי ביותר. זאת ועוד, חוק החברות העניק פרשנות רחבה למונח "שליטה" באופן שאפשר החלת הסדריו על בעלי מניות שאינם עומדים במבחנים הכמותיים הקבועים בדין וזאת אף שקיים ספק באשר ליכולתם להכווין את פעילותה העסקית של החברה בהקשרים שונים. יתר על כן, הנתונים הכמותיים שפורטו בחיבור זה מצביעים על היחלשות מובהקת של הדפוסים הריכוזיים ועל עלייה בולטת בדפוסים הביזוריים, המודל היחסי של הממשל התאגידי מבקש לגשר בין שתי תכליות אשר לעיתים קרובות עלולות שלא להתיישב זה עם זה. מחד גיסא, מטרתם של דיני התאגידים להבטיח כי בעל השליטה לא ינצל את הכוח שבידיו לתיעול טובות הנאה מכיסה של החברה לכיסו של הפרטי על חשבון זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. מאידך גיסא, קיים חשש כי ככל שהדין יעניק הגנה רחבה יותר על זכויות בעלי מניות המיעוט כך פוחת הסיכוי כי בעל השליטה יקשור את גורלו בגורל החברה לטווח ארוך ויתרום ממומחיותו לפיתוח עסקיה והשאת

²¹¹ ליכט, "בגנות ההגיונות", לעיל ה"ש 143, עמ' 747 ("לאחר פרשת מכתשים-אגן החל בית המשפט הכלכלי להוציא בקצב גובר והולך פסקי דין והחלטות שבהם דוקטרינת ההגיונות המלאה הדלאורית משתלבת בניתוח המשפטי באופן מתוכלל, לא פעם לצד אחותה הזוטר, הבחינה המוגברת, לעיתים כאילו היו חלק מהדין ולעיתים בתוך כדי הבהרה שהנקודה טרם הוכרעה").

²¹² ליכט, "בגנות ההגיונות", שם.

רווחיה. במצב דברים שכזה, קיימת חשיבות רבה ביצירתם של דינים עשירים יותר אשר יביאו לשיווי משקל נורמטיבי בקשר עם הסדרת היחסים המשפטיים שבין קבוצות בעלי המניות או בין נושאי המשרה והחברה החברה בהתאם ליחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, גודל וסוג החברה, תחום הפעילות, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

במסגרת חיבור זה הצעתי הסדרה מחודשת של סוגיות מרכזיות בדיני התאגידים של ישראל באופן הבא:

ראשית, בשל השונות הרבה במאפייני התאגידים ותחום פעילותם, אין לפרש את סעיף 11 לחוק החברות באופן המסדיר תכלית אחת אשר יפה לכלל החברות במשק הישראלי אלא יש להכיר במגוון רחב של תועלות שחברות שונות יכולות לקדם. מקביעה זו נובע גם שפרטיה של חובת האמונים של נושאי משרה עשויים להיות מעוצבים בצורה מגוונת יותר בהשוואה למצב כיום.

שנית, יש לפרש את רמת המיומנות הנדרשת במסגרת חובת הזהירות של נושאי משרה כמו גם את היקף ההגנה שיעמוד להם מכוח כלל שיקול הדעת העסקי בהתאם למאפייני המיוחדים של החברה לרבות סוג החברה, תחום הפעילות שלה ותרומתה לצמיחה של כלכלית של המשק המקומי.

שלישית, יש לעצב את הרכב הדירקטוריון באופן שמספרם של הדירקטורים החיצוניים יהלום את יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט בהון המניות והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה.

רביעית, יש להפעיל ביקורת שיפוטית פרוצדוראלית על עסקאות עם בעל שליטה כאשר שיעור האחזקה שלו נמוך ממחצית זכויות ההון וההצבעה וקיימים סיכויים גבוהים להתלכדות אופוזיציונית הגורעת מיכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה. לעומת זאת, יש להפעיל ביקורת שיפוטית מהותית על הוגנות תנאי העסקה כאשר שיעור האחזקה של בעל השליטה גבוה ממחצית זכויות ההון וההצבעה וקיימים סיכויים נמוכים להתלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה.

אשר על כן, חיבור זה קורא לחשיבה מערכתית מחודשת על הוראות חוק החברות וההלכה הפסוקה מכוחו באופן שיעוצבו בשנית לאור גישה קונטקסטואלית הקושרת באופן מדויק בין מנגנוני הפיקוח והבקרה על התנהלותם של בעלי הכוח בחברה ובין המאפיינים המיוחדים שלה. אימוצה של גישה זו תוביל ליצירתה של ריכוזיות שליטה **אופטימלית** המעניקה הגנה ראויה לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט ובו בעת מאפשרת להגשים את החזון העסקי של בעל השליטה.