

# לקראת עיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים בישראל

מאת

## לאון יהודה אנידג'ר\*

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 תקפותן של הנחות היסוד המונחות בבסיס הוראותיו לנוכח תמורות שונות בעולם העסקים הישראלי. מאמר זה מבקש לתרום לפיתוח יצירתי, חדשני 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 למידה שתמזער את החשש כי בעל השליטה ינצל את כוחו לתיעול טובות הנאה פרטיות על חשבון זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, ומאידך גיסא קיים חשש כי הגנה רחבה מדי על זכויות בעלי מניות המיעוט תפגע בסיכוי שבעל השליטה יקשור את גורלו בגורל החברה ויתרום לה ממומחיותו לפיתוח עסקיה. לפיכך המודל היחסי מבקש לכונן שיווי משקל נורמטיבי בין זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט לאינטרסים של בעל השליטה באמצעות יצירתם של דינים מורכבים יותר המביאים בחשבון את יחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, את גודלה וסוגה של החברה, את תחום פעילותה, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

**מבוא.** א. מדוע נחוצה הסדרה מחודשת של דיני החברות בישראל. 1. נימוקים תאורטיים; 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 התאוריה. ג. יישום המודל היחסי של הממשל התאגידי בדיני החברות בישראל. 1. חשיבה מחודשת על תכלית החברה העסקית וחובת האמונים של נושאי משרה; 2. חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי; 3. הסדרת הליכי בחירתם של הדירקטורים החיצוניים; 4. עסקאות עם בעל שליטה. ד. סיכום ומסקנות.

## מבוא

תכליתם של דיני התאגידיים המודרניים היא להמציא מענה לבעיית הנציג המרכזית הקיימת בשוקי ההון. מקובל לגרוס כי למבנה התאגידי בשווקים אלה השלכה ישירה על בעיית הנציג

\* ד"ר למשפטים (האוניברסיטה העברית בירושלים), תלמיד לתואר דוקטור במדעי הניהול (Rotterdam School of Management, Erasmus University). אני מודה להדס אהרוני-ברק, דוד אולשטיין, אסף אקשטיין, דוד האן וישראל קליין על שיחות והתכתבויות מעניינות. נוסף על זה אני מודה מאוד לעורכות ולחברי המערכת של 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 ועבודת עריכה יוצאת מגדר הרגיל. העמדות המובעות במאמר זה הן של המחבר בלבד.

המרכזית הקיימת בו. בעיית הנציג השכיחה בדין האנגלו-אמריקני, שבו מרבית התאגידים מצויים בבעלות מבוזרת, מצויה ביחסי הכוחות שבין הנהלת החברה לבעלי מניותיה. בעלי המניות נתפסים כבעלים של התאגיד במובן זה שהם זכאים לרווח השיווי 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 מחריף בשל פערי המידע בין שני הקהלים הללו.<sup>1</sup> בעיית הפיקוח על התנהלותם של מנהלי החברה אינה קיימת בשווקים בעלי מבנה בעלות ושליטה ריכוזיים, משום שבשווקים אלה לבעלי השליטה יש 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, ולכן יש לו תמריץ לפקח על תהליך קבלת ההחלטות של הנהלת החברה. בעיית הנציג הקיימת בשווקים בעלי 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 שבהם יש שונות בין האינטרסים 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.<sup>2</sup>

חוק החברות אשר נכנס לתוקף בחודש פברואר 2000<sup>3</sup> מבקש להתמודד ישירות 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 תקפותן של הנחות היסוד שהיו מונחות בבסיס חקיקתן 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 את עיצובם המחודש של כלל הדינים עם 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, ועליהם לפעול ליצירתם של דינים עשירים יותר המביאים בחשבון את יחסי הכוחות המדויקים בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט, את המאפיינים של החברות הציבוריות (גודל, סוג, תחום פעילות ומצבן העסקי) ואת תרומתן לצמיחה הכלכלית במשק המקומי. לפיכך אני מבקש לסרטט מחדש את כללי הממשל התאגידי בישראל באמצעות מודל חדשני שאותו אני מכנה **משטרי ממשל תאגידי יחסיים**.

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 ראו John Armour et al., *Agency Problems and Legal Strategies*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 29–48 (Reinier Kraakman et al. eds., 3rd ed. 2017).

3 חוק החברות, התשנ"ט–1999.

מאמר זה נחלק לפרקים האלה: בפרק א אניח את התשתית העיונית שבבסיס הטענה כי נחוצה חשיבה מחודשת על כלל דיני התאגידים בישראל. במסגרת זו אראה מדוע האסדרה הנוכחית אינה נותנת את הדעת במידה מקיפה דייה 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 בהסדרתו של המודל המוצע באופן מחודש על ידי בחינת 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 שבבסיס הטענה כי נחוצה הסדרה מחודשת של דיני התאגידים בישראל. הדיון שלהלן יראה כי בשל נימוקים תאורטיים, משפטיים ושוקיים, כללי ממשל תאגידי המסדירים הסדרה אחידה את פעילות כלל החברות הציבוריות בעלות מבנה הון ריכוזי בישראל אינם רצויים. חלף זאת מאמר זה קורא ליצירתם של דינים עשירים יותר המביאים בחשבון את יחסי הכוחות המדויקים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט ואת מאפייניהן המיוחדים של החברות הציבוריות, לרבות גודל החברות, תחום פעילותן, מצבן העסקי ותרומתן של אלה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

### 1. נימוקים תאורטיים

ככלל, בתאגיד שבו בעלות מבוזרת מסור הכוח האפקטיבי לנווט את פעילות התאגיד בידי ההנהלה בלבד. לעומת זאת בתאגיד שבו בעל שליטה הכוח האפקטיבי מסור בידי בעל מניות השליטה. השוני במבנה הבעלות בשווקים שונים משפיע על בעיות היסוד שעומן נדרשת מערכת המשפט להתמודד כמו גם על המנגנונים המתאימים להתמודדות עם בעיות אלה.<sup>4</sup> התפיסה המקובלת באשר לבעיית 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 בנוגע לעסקיה של החברה עשויה להימצא תועלת פרטית ייחודית לבעל השליטה בלבד, שבעלי מניות המיעוט אינם שותפים לה ואינם זוכים ליהנות ממנה.<sup>5</sup> בעניין זה החשש הוא כי לכל הפחות בחלק מהמקרים

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

5 ראו 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://bit.ly/38cbcC1> (המחבר הציג מודל כלכלי המראה כי (במדינות שבהן יש תועלת פרטית גבוהה מן השליטה יהיו בעלי שליטה רבים יותר); Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of*

שבהם בעל השליטה מפיק טובת הנאה פרטית, זו מופקת על חשבון בעלי מניות המיעוט ובניגוד לטובת החברה.

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 בידי 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).<sup>6</sup>

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 לא נזילה.<sup>7</sup> כאשר בעל השליטה מרכז את מרבית הונו בתאגיד מסוים, הוא מוותר על היתרונות הנעוצים בגיוון ונושא על שכמו את עלות הפיקוח בשל התועלת שאותה הוא מצפה להפיק מקיומה של שליטה.<sup>8</sup> בהקשר זה משקיעים עשויים להעדיף להישען על יכולתו של בעל השליטה לפקח ביתר אפקטיביות על ביצועי ההנהלה חלף הישענות על מנגנוני שוק חלקיים וחסרים.<sup>9</sup> 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 יתמצו אותו לשאת בלעדית בעלויות אלה.<sup>10</sup>

*Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008); הדס אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי שליטה – אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט 18–21 (2014).

6 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).

7 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 הטרוגניות רבה בנוגע לגיוון תיק ההשקעות של בעלי מניות המחזיקים בשיעור גבוה מהון המניות של החברה. נמצא כי חברות הנשלטות בידי בעלי מניות בעלי גיוון בתיק ההשקעות שלהם נוטות להתקשר בהשקעות מסוכנות מאלה שחברות הנשלטות בידי בעלי מניות שתיק ההשקעות שלהם אינו מגוון נוטות להתקשר בהן).

8 אהרוני-ברק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 17.

9 ראו 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").

10 Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 785 (2003). ("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"); Ronald Gilson & Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction* Maria Gutierrez & Maria, כן ראו *Review*, 169 J. INST. & THEORETICAL ECON. 160, 164 (2013) Isabel Saez, *A Contractual Approach To Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders*

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 באשר לאינטרסים ארוכי הטווח של החברה.<sup>11</sup> כלומר, בעלי שליטה מוכנים לשאת בעלויות אלה משום שהם סבורים כי מבנה בעלות כזה יאפשר להם להוציא לפועל תוכניות ארוכות טווח לפעילותה העסקית של החברה העשויים להצמיח רווחים העולים על העלויות הכרוכות בהחזקת מבנה בעלות ריכוזי.<sup>12</sup> ודוק, מימוש חזונו של בעל השליטה באשר לפעילותה העסקית של החברה אינו עשוי להיטיב רק עימו אלא הוא מתיישב גם עם האינטרסים של בעלי מניות המיעוט.<sup>13</sup> על פי התאוריה של Goshen & Hamdani, החשיבות בקיומה של שליטה אינה אינטרס רק של בעל המניות הגדול ביותר אלא גם 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 תוכניות ארוכות טווח. לפיכך סבורים המחברים כי יזמים או בעלי שליטה ובעלי מניות המיעוט יסכימו על חלוקה ביניהם של תזרים המזומנים וזכויות השליטה שתאזן בין רצונו של היזם או בעל השליטה להבטיח את מימוש חזונו העסקי ובין רצונם של משקיעים בהגנה מפני עלויות הנציג.<sup>14</sup> לשיטתם, בעלי מניות של כל חברה המתאפיינת במבנה בעלות ריכוזי עשויים להסכים על חלוקה שונה של תזרים המזומנים ושל זכויות השליטה בין בעלי המניות, לפי כוחם היחסי.<sup>15</sup>

ברומה לזה, 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 ישירות במוניטין של החברה בשוק המוצרים.<sup>16</sup> חלף אימוצה של

6 (European Corp. Governance Inst., Law, Working Paper No. 138/2010, 2010), available at <http://bit.ly/3855hhY> ("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")

Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 124 YALE L.J. 11 560, 576–583 (2016).

Ronald Gilson & Alan Schwartz, *Corporate Control and Credible Commitment*, 43 INTL. 12 ראו REV. L. & ECON. 119, 120 (2015). 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 מצד היזמים בתוך כדי התניה על חובת האמון התאגידית.

13 אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" משפטים מז 761, 762 (2018) ("בעל השליטה הוא ברגיל ראש וראשון לחפצי בטובת החברה. ההחזקה הניכרת במניות יוצרת לו מניע לפעול לטובת החברה ומקנה לו את הכוח המתאים לפקח על ההנהלה ולכוון את פעולות החברה במטרה למקסם את שוויה לרווחת כל בעלי מניותיה").

14 Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 11, בעמ' 598–611.

15 שם, בעמ' 583–586.

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

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 אם טכניקות אשר ביצרו את שליטתו של בעל השליטה בחברה אפשרו לו להפיק טובות הנאה פרטיות רבות מדי שאינן מתיישבות עם קידום המטרות ארוכות הטווח של החברה.<sup>17</sup> מהאמור לעיל עולה כי ההנחה שבמבנה בעלות ריכוזי בעל השליטה עלול לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבונם של בעלי מניות המיעוט, ובכך לפגוע 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 בנוגע לניהול ענייניה הפנימיים של החברה בהשוואה להגנה על האינטרסים של בעלי השליטה בה, הדבר עלול להוביל לצמצום יכולתו של בעל השליטה לממש את חזונו העסקי באשר לפעילותה של החברה. נוסף על זה, תוצאה זו עלולה להביא לכך שבעל השליטה יבחר באופציית היציאה (exit) על פני קשירת גורלו בגורל החברה חרף העובדה שבעל השליטה מוחזק לעיתים קרובות כגורם הבקיא ביותר בניהול עסקיה.<sup>18</sup>

מנגד, ניתן לטעון כי גם אם זוהי תוצאה אפשרית, היא אינה בהכרח בעייתית, כיוון שהיא עשויה להביא להקטנת שיעורי ריכוזיות השליטה בישראל ולאיימוצם של דפוסים ביזוריים בדומה לקיים בשוק האנגלו-אמריקני. אולם טענה מעין זו מניחה כי אימוצם של דפוסים כאלה עדיף על פני קיומם של דפוסים ריכוזיים בישראל. העמדה המקובלת בספרות האמפירית היא כי לא ניתן לקבוע קטגורית שמבנה בעלות פלוני עדיף על מבנה בעלות אלמוני, ולשני סוגי המבנים יש יתרונות וחסרונות יחסיים.<sup>19</sup> מחקרים שונים מלמדים כי הקשר בין מבנה הבעלות על התאגיד לבין ביצועיו הוא מורכב ולא ליניארי. כלומר, ככלל, ריכוזיות השליטה מגדילה את ערך החברה משום שבעל השליטה מפקח על פעילות המנהלים ומקפיד 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.<sup>20</sup> בהיעדר

17 שם, בעמ' 79.

18 שם, בעמ' 58–59.

19 ראו Harold Demstz & Belen Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, 7 J. CORP. FIN. 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"; see also, e.g., 17–12).

20 ראו Steen Thomsen & Torben Pedersen, *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, 21 STRATEGIC MGMT. J. 689, 703 (2000) ("If the findings are interpreted literally, they indicate that shareholder value is maximized by intermediate degrees of ownership concentration, large block holdings by financial institutions and UK-style large, liquid share markets"); see also, e.g., Félix J. López-Iturriaga & Vicente L. Crisóstomo, *Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration*

הכרעה ברורה בין שני מבני הבעלות נדמה כי עדיפות מבנה בעלות כזה או אחר עשויה להיות מושפעת גם מהמסגרת המשפטית במדינה ומהתנאים הכלכליים בשוק המקומי.<sup>21</sup> 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, ונודעת חשיבות רבה ומיוחדת לקביעת מנגנוני פיקוח ובקרה הדוקים על פעילותו.<sup>22</sup> לפיכך 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.<sup>23</sup> אולם נדמה כי ההסדרה הקיימת אינה ערה לתובנות התאורטיות 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 בעלי 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 אם תורחב ההסדרה הקיימת בנוגע להגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט אגב צמצום ממשי של יכולתם של בעלי השליטה ליהנות מהיתרונות הכלכליים הגלומים בשליטה, לא יוכלו בעלי השליטה לממש את חזונם העסקי באשר לפעילות החברה ויבחרו לצמצם את קשריהם ההדוקים עם החברה ולגוון את תיק השקעות שלהם. במובן זה יכולתם של בעלי השליטה להפיק תועלת כלכלית מסוימת מהשליטה היא בלבד קושרת את פעילותם עם עסקי החברה לטווח ארוך.<sup>24</sup>

## 2. נימוקים משפטיים – עיון מחדש במשמעותו של המונח "שליטה"

המונח "שליטה" בחוק החברות מוגדר לפי משמעותו בחוק ניירות ערך,<sup>25</sup> הקובע כי "שליטה" היא "היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד, למעט יכולת הנובעת ממילוי תפקיד

*Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms*, 46(3) EMERGING MKT. FIN.

Cynthia Utama et al., *Corporate Governance and* TRADE 80 (2010) & למחקר דומה באסיה ראו

*Ownership Structure: Indonesia Evidence*, 17(2) CORP. GOVERNANCE 165 (2017)

21 ראו גם אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: ממצאים ראשוניים" מחקרי משפט לא 105–102 (2017).

22 הוראות רבות בחוק החברות מטילות על בעל שליטה מגבלות ואילוצים שונים בשלושה הקשרים מרכזיים: (א) בעת שאדם מבקש להגיע לשיעור החזקות שיאפשר לו לכוון את פעילות התאגיד, קרי בעת רכישה או יצירה של שליטה; (ב) בהגבלת מעורבותו של בעל השליטה בעת הפעלת החברה; (ג) בשעת מכירת השליטה. לסקירה רחבה של ההוראות השונות בהקשרים אלה ראו אסף אקשטיין ורודר האן "שליטה: אחריות ללא סמכות?" (2018) <http://bit.ly/340aVip>.

23 בית המשפט העליון עמד על התכלית של הסדרים אלה בע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, 334 (2005) ("הליך האישור מעוגן בסעיף 96 לו לפקודה 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").

24 ראו Choi, לעיל ה"ש 16, בעמ' 94: "[T]he 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"

25 חוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.

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 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 מעיד כי חזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מזכויות ההצבעה באספה הכללית או מן הזכויות למנות דירקטור או מנהל כללי.<sup>26</sup> פסיקת בתי המשפט בישראל קבעה מבחן כפול לזיהוי קיומה של "שליטה" בחברה ציבורית הכולל היבט כמותי והיבט איכותי. ההיבט הכמותי נסמך על המבחנים הקבועים בחוק החברות ובחוק ניירות ערך, ואילו ההיבט האיכותי והחשוב יותר מבקש ללכוד במונח "שליטה" בעלי מניות נוספים אשר אינם עומדים במבחנים הכמותיים הקבועים בחקיקה, אך יש להם יכולת לכוון את פעילות התאגיד.<sup>27</sup> פירוש הדבר הוא שההלכה הפסוקה יצקה למונח "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.<sup>28</sup> עם זאת הפסיקה נמנעה מלהגדיר הגדרה מתוחמת וממצה כתשובה לשאלה כיצד בעל מניות מכוון את פעילותה של החברה,<sup>29</sup> וההלכה בסוגיה זו התפתחה על רקע נסיבות עובדתיות שונות שהובאו לפתחו של בית המשפט באופן הגורע מיציבות הדין. יתר על כן, חשוב להדגיש כי מבחני השליטה על פי

26 ראו גם אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 4-5.

27 ראו ע"מ 6352/01 **חדשות ישראל (טי.א.א.סי) בע"מ נ' שר התקשורת**, פ"ד (2) 97, פס' 8 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (2001) ("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' Sun Pharmaceutical Industries Ltd**, פס' 39 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (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 'שליטה'"); ע"א 345/03 **רייכרט נ' יורשי המנוח שמש**, פ"ד סב(2) 437, פס' 11 לפסק דינו של השופט עדיאל (2007).

28 עמד על כך השופט כבוב בת"א (כלכלית ת"א) 48851-02-12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרא שייפ מדיקל בע"מ**, פס' 103 (פורסם בנבו, 16.7.2012) (להלן: **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"). כן ראו רע"א 1896/12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרא שייפ מדיקל**, פס' 7-10 לפסק דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 13.3.2012) (להלן: **עניין מטרת מיזוג (עליון)**); רע"א 2903/13 **אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שקדי**, פס' 45-46 לפסק דינה של המשנה לנשיאה (כתוארה אז) נאור (פורסם בנבו, 27.8.2014).

29 ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 10-11.



הדין הישראלי דורשים הוכחה של שליטה בכוח, ואין הכרח להצביע על קיומה של שליטה כפועל יוצא של החזקה ברוב זכויות ההצבעה בחברה.<sup>30</sup> 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.<sup>31</sup> קביעה אחרונה זו עשויה אף היא להגדיל את מספרם של אלה אשר עשויים להיחשב לבעלי שליטה על פי הדין הישראלי.

ודוק, בשל ההרחבה הניכרת של המונח "שליטה", ההסדרים הקבועים בחוק החברות הקבועים מגבלות שונות על בעל השליטה בהקשרים שונים, למשל בעת רכישת שליטה או יצירת שליטה,<sup>32</sup> בעת ניהול ענייניה הפנימיים של החברה<sup>33</sup> ובעת מכירת השליטה,<sup>34</sup> הוטלו גם על בעלי מניות נוספים שאינם עומדים בסיפיים הכמותיים הקבועים בחוק החברות אף שיש שונות רבה ביניהם בקשר ליכולתם לנווט את פעילותה של החברה בעניינים שונים. זאת ועוד, עד היום לא השתמשה הפסיקה במבחנים האיכותיים על מנת לשלול מבעל מניות מסוים את מעמדו כבעל שליטה.<sup>35</sup> עיון בפסקי הדין שבהם נערך דיון במבחני השליטה לגופם של דברים מעלה שהשימוש במבחנים האיכותיים נעשה אך ורק כדי להרחיב את החובות המוטלות על בעל השליטה ולא לצמצמן.<sup>36</sup> פסיקת בתי המשפט מדגישה כי

30 תנ"ג (כלכלית ת"א) 8095-09-15 ק.ר.ג.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ, פס' 43 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנוב, 5.7.2017) ("שליטה" נבחנת אם כן במבחן איכותי – היכולת לכוון את פעילות התאגיד. הפסיקה פירשה מבחן זה בפרשנות רחבה, כאשר הדגש הוא על היכולת 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 חברת בריל תעשיות נעליים בע"מ. ראו מכתב מפרידה עבאסי-יוסף, רואת חשבון, ונירית שושן, עוזרת תחום עסקאות בעלי שליטה, ממחלקת תאגידיים ברשות ניירות ערך, לשחר תורג'מן, יו"ר דירקטוריון, ויהודה מנכ"ל בריל תעשיות נעליים (19.10.2017) <http://bit.ly/2LsxXb7> ("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"). ראו גם אהרונ-ברק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 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").

31 ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל, פס' 223 לפסק הדין (פורסם בנוב 12.1.2016).

32 ראו ס' 270(5), 274, 328(א), ר-331(א) לחוק החברות. לדיון בהוראות אלה ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 15–16.

33 ראו ס' 239–240, 244–245, ר-267א(1ב) לחוק החברות. לדיון בהוראות אלה ראו שם, בעמ' 20–22.

34 ס' 29(א), 30(א) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 (להלן: חוק הריכוזיות). לדיון בהוראות אלה ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 24; מינס, לעיל ה"ש 21, בעמ' 60–65; עידו לחובסקי דיני חברות – חברה יחידה ואשכול חברות 221–235 (2014).

35 מסקנה זו נשענת על בחינה של כל האזכורים של מבחני השליטה בפסיקת בית המשפט העליון ובפסיקת בתי המשפט המחוזיים.

36 פסקי הדין של בית המשפט העליון כוללים את עניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 27; עניין תרו, לעיל ה"ש 27; עניין רייכרט, לעיל ה"ש 27; עניין מטרת מיוזג (עליון), לעיל ה"ש 28; עניין אינטרקולוני, לעיל ה"ש 28; עניין הבי, לעיל ה"ש 31; ע"פ 2103/07 הורוביץ נ' מדינת ישראל, פס' 253 (פורסם בנוב, 31.12.2008); ע"מ 4011/05 דגש סחר חוץ (ספנות) בע"מ נ' רשות הנמלים (חברת נמלי ישראל

המבחנים האיכותיים לקיומה של שליטה אינם בבחינת רשימה סגורה, ומכל מקום "הבחינה צריכה להיעשות לנסיבות כל מקרה לגופו תוך התייחסות לנתוני היכולת הממשית לשלוט בתהליך קבלת ההחלטות או להשפיע עליו".<sup>37</sup> יתר על כן, על פי הפסיקה ייתכנו מצבים ש"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.<sup>38</sup> 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 בסיפיים הכמותיים הקבועים בחוק החברות לעניין "שליטה" לבזר את השקעתם אף שהשקעתם הניכרת בחברה נובעת מהאמון הרב שהם רוחשים לה ומהיכולת 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 במידה מוגבלת אלמנטים איכותיים נוספים לעניין קיומה של שליטה. מבחנים אלה הם ביטוי לגישה קונטקסטואלית הקושרת ביתר דיוק את מנגנוני הפיקוח והבקרה על בעלי שליטה עם היכולת הספציפית לנווט את פעילותה של החברה בתחומים שונים.<sup>39</sup>

### 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 בשרשור פירמידאלי. במרבית החברות הציבוריות קיים בעל שליטה המחזיק בשיעור ניכר

פיתוח ונכסים בע"מ), פס' 55 (פורסם בנבו, 11.2.2008). פסקי הדין של בתי המשפט המחוזיים כוללים את עניין מטרת מיוזג (מחוזי), לעיל ה"ש 28; עניין ק.ר.ג.א, לעיל ה"ש 3030; ת"פ (מחוזי ת"א) 40213-05 מדינת ישראל – פרקליטות מחוז ת"א – מיסוי וכלכלה נ' גבעוני (פורסם בנבו, 26.12.2012); ע"א (מחוזי י-ם) 23923-06-14 ביג פק בע"מ נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 16.10.2015). עמדה דומה הובעה בס' 7 לעמדה מטעם רשות ניירות ערך בפר"ק (מחוזי ת"א) 2028-12-11 אאורה השקעות בע"מ נ' לדרמן (פורסם בנבו, 2014) <https://tinyurl.com/uca79ku> ("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 מיוזגים והשתלטויות, ועוד. כאשר משקלם של מאפיינים אלה באיתור כוח שליטה עשוי להשתנות בהתאם להקשר שבו נבחן קיומה של שליטה בתאגיד").

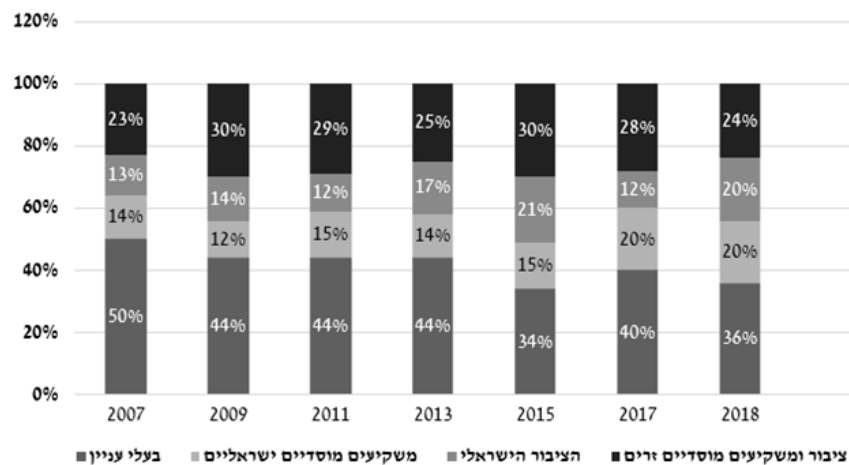
37 עניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 27, בעמ' 114; עניין תרו, לעיל ה"ש 27, פס' 40 לפסק הדין.

38 עניין ק.ר.ג.א, לעיל ה"ש 30, פס' 43 לפסק דינה של השופטת רונן (ההדגשה הוספה – ל"א); עניין גבעוני, לעיל ה"ש 36, פס' 574 לפסק דינו של השופט כבוב ("מושג השליטה קיבל פרשנות מרחיבה, הן עובר לחקיקת חוק החברות והן לאחריה [...]. הפסיקה קבעה כי יתכן שבעל מניות יחשב כבעל השפעה על התנהלות התאגיד אף שלא באמצעות כוח הצבעה").

39 ראו להלן הטקסט הנלווה לה"ש 58–70.

ממניות החברה, והוא מסוגל לכוון את פעילות התאגיד ולהשפיע על אופן התנהלותו.<sup>40</sup> עם זאת בשנים האחרונות אנו עדים למגמה מובהקת של שינויים בהרכב בעלי המניות בחברות ציבוריות. על פי פרסומי הבורסה לניירות ערך בתל אביב,<sup>41</sup> 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 1 מציג באופן תיאורי את נתוני ההתפלגות של סוגי בעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל בשנים 2007–2018.<sup>42</sup>

תרשים 1 : ההתפלגות של סוגי מחזיקי בעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל (2007–2018)



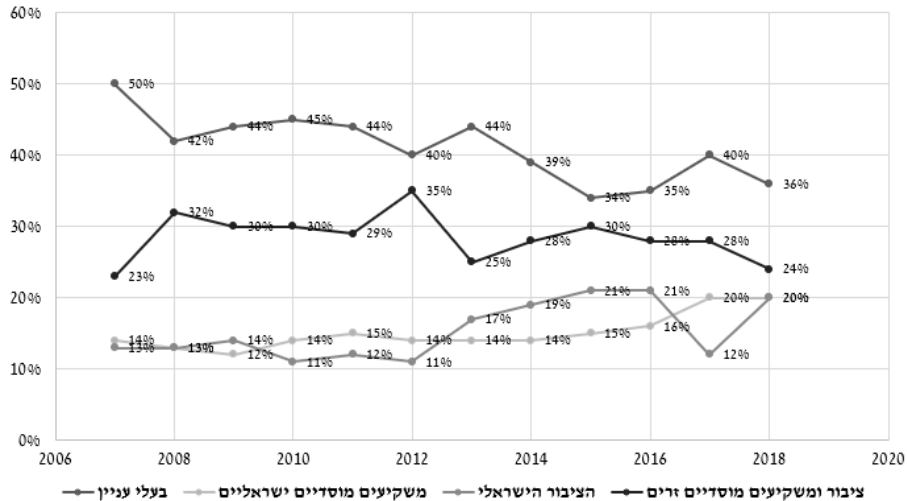
תרשים 2 מצביע על ירידה עקיבה ונמשכת בשיעור ההחזקות של בעלי עניין ובר כבד על עלייה עקיבה בשיעור ההחזקות של הציבור ושל המשקיעים המוסדיים בהון המניות של חברות ציבוריות בשנים 2007–2018.

40 חמדני ריכוזיות השליטה, לעיל ה"ש 4, בעמ' 18–34.

41 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 ש"ח (הבורסה לניירות ערך, יחידת המחקר, אוקטובר 2018).

42 הנתונים נגישים באתר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, "סטטיסטיקה: סקירה שנתית", <http://bit.ly/33VzZGU> (נצפה לאחרונה ביום 6.12.2019).

**תרשים 2: שיעורי ההחזקות של בעלי מניות בחברות ציבוריות בישראל (2007–2018)**



כנגד ההצגה האמורה ניתן לטעון כי הירידה החדה בשיעור ההחזקות של בעלי עניין בחברות ציבוריות בישראל היא פועל יוצא של הוראות חוק הריכוזיות. גם אם לא ניתן לשלול את השפעתן של הוראות חוק הריכוזיות על היקף ההחזקה של בעלי עניין, תרשימים 1 ו-2 מלמדים כי המגמה האמורה החלה כמה שנים לפני חקיקת חוק הריכוזיות ואף בטרם החלו הדיונים בנוגע אליו.<sup>43</sup>

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 בעקבות זאת. 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 הוא פרמיה בגין הערך הפרטי של השליטה העובר מידי של בעל השליטה הנוכחי לבעל השליטה החדש ומכונה "פרמיית שליטה".<sup>44</sup> הן בכתיבה התאורטית והן בכתיבה האמפירית נמצא קשר ישיר בין מבנה בעלות ריכוזי לבין יכולתו של בעל שליטה ליהנות מטובות הנאה פרטיות בדמות פרמיית שליטה.<sup>45</sup> העמדה המקובלת

43 ראו מינס, לעיל ה"ש 21, בעמ' 99 ("ייתכן אפוא שמדובר במגמה שאינה נובעת במישורן מהחוק [הריכוזיות], אך מתיישבת עם חקיקתו או מקבלת משנה תוקף ממנו").

44 לדיון רחב בספרות הישראלית בנוגע לאסדרה של פרמיות שליטה ראו מורן אופיר "פרמיית שליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private" משפט ועסקים כ 417 (2017).

45 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 כדי לגרוע מהאפשרות שבנסיבות מסוימות פרמיה המשולמת לבעל השליטה הנוכחי עבור העברת השליטה לבעל שליטה חדש עשויה להיות מוצדקת אם

בקרב מלומדים רבים הייתה כי פרמיית השליטה הגבוהה הקיימת בשוק הישראלי מלמדת על מבנה בעלות ריכוזי מאוד שבו קיימת הגנה מעטה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.<sup>46</sup> עם זאת מחקר חדש של שרון חנס ואילון בלום מהעת האחרונה מלמד כי פרמיית השליטה בישראל הלכה והצטמצמה בעקבות שינויים חקיקתיים ואסדרתיים המצירים את כוחם של בעלי שליטה בחברות ציבוריות בישראל.<sup>47</sup> המחברים ביקשו לאמוד את פרמיית השליטה בישראל בשנים 2006–2014 ומצאו כי בתקופה זו חלה ירידה ניכרת בפרמיית השליטה לעומת ממצאי מחקרים קודמים, וכי שיעורה הוא 4.6% בלבד. יתרה מזאת, המחברים קבעו כי חלק מהעסקאות בשנים הללו התבצעו בפרמיה שלילית, וכשמחשבים את פרמיית השליטה לפי גודל העסקאות שהם בחנו, יוצא ששיעור הפרמיה הוא 1.2% בלבד.<sup>48</sup> כלומר, המאפיין המובהק של מבנה הבעלות הריכוזי בישראל שעליו עמדה ספרות המחקר בעבר נחלש במידה ניכרת. יתר על כן, עצם קיומה של פרמיית שליטה מסוימת בשווקים ריכוזיים אינה בהכרח ראויה לגינוי. קיומה של פרמיה שכזו נשען על התשלום שמקבל בעל השליטה תמורת פיקוח על הנהלת החברה וקשירת גורל בגורל החברה לטווח ארוך מחד גיסא, ועל הרווחים העודפים שבעל השליטה מפיך על חשבון בעלי מניות המיעוט (לעומת העלות אשר הייתה נגרמת מקיומה של הנהלה לא מפוקחת בחברה בבעלות מבוזרת) מאידך גיסא. לפיכך מנקודת מבטי, על מעצבי המדיניות לבחון כיצד האסדרה של דיני החברות וניירות הערך אינה שוללת לחלוטין קיומה של פרמיית שליטה אלא מאפשרת את קיומה כשמדובר בשיעור אופטימלי לטובת האיזון בין שני השיקולים שהוזכרו לעיל באופן המשיא את שווי החברה לטובת כלל בעלי המניות.<sup>49</sup> יובהר כי לצד צמצום בדפוסים ריכוזיים יש ניצנים בולטים לדפוסים ביוזריים 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.<sup>50</sup> זאת ועוד, יש דעות בפרקטיקה המשפטית והעסקית בישראל הקובעות כי

יש בה לקשור את בעל השליטה לעסקיה של החברה בטווח הארוך. ראו Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 11, בעמ' 604–605.

46 ראו גם חוות דעתו של פרופ' Lucian A. Bebchuk, אשר צורפה לדוח הסופי של הוועדה להגברת התחרותיות במשק (הוועדה להגברת התחרותיות במשק המלצות סופיות והשלמות לר"ח הביניים 16 (2012) (<http://bit.ly/33Q1YYI>), הכותב 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".

47 ראו Sharon Hannes & Eylon Blum, *Does Law Matter? Private Benefits of the Controlling Shareholder Following Legal Reform*, ECON. RES. (1999), available at <http://bit.ly/362Ta38>. 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).

48 Hannes & Blum, לעיל ה"ש 47, בעמ' 8–9.

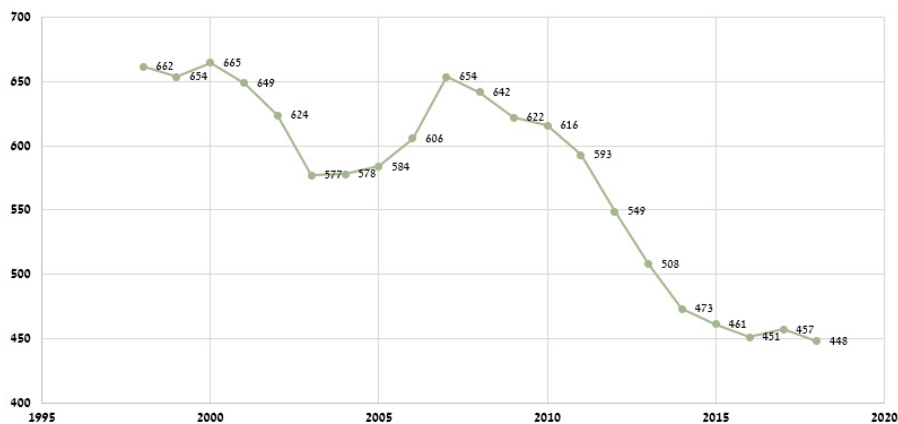
49 והשוו עם כתיבתו של Choi, לעיל ה"ש 16, בעמ' 68–69.

50 נתונים אלה נמסרו מאת יושבת ראש רשות ניירות ערך בהרצאה שנתנה. ראו ענת גואטה "אקטיביות מוסדית או רגולטורית" (הרצאה במסגרת כנס מיתר לממשל תאגידי בשיתוף אוניברסיטת תל אביב,

האסדרה הכבדה בעקבות המשבר הפיננסי של השנים 2007–2009 הובילה לירידה בהיקף ההנפקות בשוק הראשוני בבורסה לניירות ערך בתל אביב ולירידה במחזורי המסחר.<sup>51</sup> אף שקביעה אחרונה זו נשמעה גם מפי משפטנים מעבר לים, קיים קושי רב להעריך את נכונותה הלכה למעשה.<sup>52</sup>

תרשים 3 מציג את הירידה החדה במספר החברות הנסחרות בשנים 1998–2018 (הציר האנכי מסמן את מספר החברות הרשומות למסחר מדי סוף שנה קלנדרית). יודגש כי הנתונים מתייחסים אך ורק לחברות מניות ואינם כוללים נתונים על חברות איגרות חוב בלבד.<sup>53</sup>

**תרשים 3: מספר החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב (1998–2018)**



הפקולטה למשפטים, אולם הכנסים במשרד מיתר ליקוורניק גבע לשם טל, 27.11.2018. <https://tinyurl.com/vdrz7xm>

51 <http://bit.ly/2OWuuUr> (2014) 6 סופי דוח בבורסה לניירות ערך בתל אביב (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 אור, אשר בוחן את השפעתם של אירועים שונים הקשורים לתהליך אימוץ האסדרה על ערכן של החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. התוצאה המרכזית מלמדת על תגובה שלילית מובהקת של חברות אחזקה העומדות בראש פירמיה 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", האוניברסיטה העברית בירושלים – הפקולטה למדעי החברה, 2014) <https://tinyurl.com/wrwpkfv>.

52 ראו למשל עידו באום "המשקיעים צריכים להתעורר – המעבר לקרנות האינדקס מאיים על השיטה" דה־מרקר (15.7.2019) <http://bit.ly/369ztXv> ("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 מבריהות 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 דה־רגולציה. הוא מבטיח להמשיך לנסות לשכנע אותם שהם טועים. יש לי ז-ז – אני צעיר", הוא מעיר בהומור האופייני לו").

53 הנתונים נאספו מהסקירות השנתיות שמפרסמת הבורסה לניירות ערך בתל אביב (ראו לעיל ה"ש 42).

מהאמור לעיל מצטיירת התמונה הזאת: בניגוד לדעה המקובלת שלפיה השוק הישראלי מתאפיין בריכוזיות שליטה מובהקת, בפועל נחלשים הדפוסים הריכוזיים במידה ניכרת, ובולטת התחזקותם של הדפוסים הביזוריים. התחזקות הדפוסים הביזוריים באה לידי ביטוי בגידול ניכר בשיעור ההחזקות של בעלי מניות מן הציבור, בהון המניות של חברות ציבוריות ובכך שחברות לא מעטות כיום מתנהלות ללא גרעין שליטה (במיוחד אמור הדבר במערכת הבנקאית).<sup>54</sup> היחלשות הדפוסים הריכוזיים מתבטאת בירידה חדה בשיעור ההחזקות של בעלי עניין בחברות ציבוריות וצמצום חד של פרמיית השליטה שאותה מפיקים בעלי השליטה. המסקנה היא כי שוק ההון המקומי מתאפיין בדפוסים ריכוזיים ובדפוסים ביזוריים כאחד. הואיל והספרות האמפירית טרם הכריעה באשר לעדיפותו של מבנה בעלות ריכוזי או ביזורי,<sup>55</sup> המחוקק ורשויות הפיקוח אינם נדרשים לעצב רגולציה שעניינה הכרעה בין שני מבני הבעלות הללו. מנסחי חוק החברות עיצבו הסדרים משפטיים אשר הלמו מציאות כלכלית של ריכוזיות שליטה מובהקת בשוק ההון הישראלי, אולם המציאות הכלכלית הנוכחית מצדיקה אימוץ תפיסה אסדרתית חדשה.<sup>56</sup>

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

בפרק זה ברצוני לסרטט תאוריה חדשה לעיצוב כללי ממשל תאגידי שאותה אכנה "משטרי ממשל תאגידי יחסיים" (Relative Corporate Governance Regimes). גישה זו מבקשת לעצב מחדש את כללי הממשל התאגידי עיצוב שיבטא ביתר דיוק את יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, את מאפייני החברות הציבוריות ואת השוק בכללותו. עיצוב משטרי הממשל התאגידי לפי המאפיינים הייחודיים של החברה והשוק הרלוונטי יאפשר יצירתם של כללים עשירים ומגוונים מאלה הקיימים כיום.

### 1. הצגת התאוריה

כזכור, הפרק הראשון לחיבור זה לימד אותנו שמבנה הבעלות הריכוזי במשק הישראלי נחלש מאוד, ותחתיו מתקיימים בו דפוסים ריכוזיים וביזוריים כאחד. על רקע זה נחוץ עיצוב 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

54 עם 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, לדוגמה: בנק הפועלים (נובמבר 2018); בנק דקסיה ישראל (מארכ 2018); בנק דיסקונט (דצמבר 2013) ובנק לאומי (מארכ 2012).

55 ראו לעיל הטקסט הנלווה לה"ש 18–20.

56 ראו גם דבריה של מינס, לעיל ה"ש 21, בעמ' 104, שנראה שגם היא נוטה לעמדה זו, בכותבה: "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 שפיוור החזקתן של המניות בחברות ציבוריות יוביל לתועלת, ובהתעלם מהעלויות הכרוכות בכך".

מניות המיעוט, ומאידך גיסא ייתנו 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" על מנת ללכוד במנגנוני הפיקוח והבקרה של חוק החברות בעלי מניות שונים שביכולתם 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 רגרסיבית של הדרת בעלי השליטה מחברות ציבוריות אף שהללו מוחזקים כבעלי הפוטנציאל הגבוה יותר לקדם את טובתה של החברה.<sup>57</sup> התאוריה שאותה אסרטט מייד 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 בין-לאומיות וכלה בחברות שירותים קטנות); ועל כך שהן פועלות במגזרי פעילות שונים הכפופים לרגולציה נוספת להוציא זו הנוגעת לדיני חברות. מאפיינים מגוונים אלה מעידים שיש להימנע מגישה המחילה כללים נוקשים על כלל החברות הציבוריות בישראל בבחינת one size fits all.<sup>58</sup> לפיכך מטרתה של התאוריה 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, תעודר רישומן של חברות בשוק המניות הראשוני, וזאת מבלי לחייב השקעת תשומות זמן מופרזות על ידי מוסדות החברה.<sup>59</sup> לאור האמור, אציע לעצב את כללי הממשל התאגידי בנוגע להסדרת יחסי הכוחות שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט עיצוב שייתן ביטוי לקריטריונים האלה: יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית נגד יכולתו של בעל השליטה להכווין את פעילותו העסקית של התאגיד, גודלה והיקפה של פעילות התאגיד ומגזרי הפעילות שבהם עוסקות החברות הציבוריות.

#### (א) יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט

על פי קריטריון זה, על מעצבי המדיניות לבחון את יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט וליצור מדרג של רגולציה לפי ההחזקה היחסית של בעל השליטה בהון

57 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 13.

58 ראו Barry D. Baysinger & Henry N. 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").

59 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").



המניות של החברה לעומת ההחזקה של בעלי מניות המיעוט. לדידי, קביעת המדרג תלויה ישירות בשאלה אם 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 אם בעל המניות מחזיק יותר 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 יותר ממחצית זכויות ההצבעה היא קו פרשת המים של קיומה של שליטה, ובעל מניות המחזיק שיעור נמוך יותר, שליטתו בחברה עלולה להיות חלשה יותר. הואיל וחברות ציבוריות שונות נבדלות ביניהן בשיעור ההחזקות של בעל המניות הגדול ביותר ובסיוכיים ליצירתה של אופוזיציה כאמור, על כללי הממשל התאגידי להתעצב בעיצוב שייתן ביטוי לשוני האמור. עם זאת לעיתים עשוי בעל שליטה להכווין את פעילותה העסקית של החברה ולמנוע אפשרות של אופוזיציה גם במצב דברים שבו הוא מחזיק בשיעור נמוך ממחצית אמצעי השליטה.<sup>60</sup> להבנתי, הואיל והכוונת פעילותה של החברה בידי בעל מניות קשורה בקשר הדוק לאפשרות של יצירת התלכדות אופוזיציונית אפקטיבית, יש לתחום את משמעותו של המונח "שליטה" לחזקות הכמותיות הקבועות בחוק החברות לצידם של שני האפיונים האיכותיים האלה בלבד:

(1) מינוי בפועל של רוב חברי הדירקטוריון או השפעה ממשית על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון

נראה כי הכוונת פעילותה העסקית של החברה בידי בעל מניות יכולה לבוא לידי ביטוי ביכולתו להביא למינוים בפועל של רוב חברי הדירקטוריון (במובחן מיכולת בלעדית בלבד להציג את מועמדותם לבחירה של האספה הכללית של בעלי המניות) או לחלופין בהשפעה 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. לפי הדין בדלאוור, בעל מניות ייחשב לבעל שליטה אם (1) הוא מחזיק יותר ממחצית זכויות ההצבעה בחברה; או לחלופין (2) הוא מחזיק בשליטה על מהלך העסקים של החברה.<sup>61</sup> היכולת לכוון את מהלך עסקיה של החברה עשויה לבוא לידי ביטוי בקיומו של כוח הצבעה ניכר של בעל המניות; ביכולתו למנות דירקטורים שיכוונו את מהלך עסקיה לפי השקפת עולמו ובמעורבות ישירה בניהול העסקים של החברה באמצעות מינוי המנהל הכללי.<sup>62</sup> כמה פסקי דין שניתנו בשנה החולפת בארצות הברית מראים שלהוציא נסיבות מיוחדות לא יראו בבעל מניות המחזיק בשיעור נמוך

60 במיוחד אמור הדבר בשל האדישות הרציונלית של בעלי המניות מן הציבור, אשר עשויה לאפשר שליטה אפקטיבית על הפעילות העסקית של החברה גם אם בעל המניות מחזיק בשיעור נמוך 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).

61 *Kahn v. Lynch Commc'n Sys.*, 638 A.2d 1110, 1113–1114 (Del. 1994)

62 להרחבה ולדיון בפסיקה זו ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 6–8.

ממחצית זכויות ההצבעה, בעל השליטה בחברה אם אין בידיו שליטה בפועל (בשונה מבכוח) על מינוייהם ופיטוריהם של רוב חברי הדירקטוריון.<sup>63</sup> לאחרונה קבעו בתי המשפט בדלאוור כי גם אדם המחזיק מניות בשיעור נמוך ממחצית זכויות ההצבעה בחברה עשוי להיחשב לבעל שליטה בה אם יש בידיו השפעה ניכרת (outsized influence) על תהליך קבלת החלטות בדירקטוריון החברה.<sup>64</sup> 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 בנוגע להתקשרות בעסקה מסוימת מבלי להישמע לעמדתו של אותו בעל מניות.<sup>65</sup> כך למשל בעניין *Tesla* נידונה הגינותה של עסקה שלפיה רכשה Tesla את מניותיה של חברת SolarCity, Inc., שהיא חברה בשליטתו של מר אלון מאסק, בעל מניות מיעוט המשמש מנהל כללי של Tesla. בית המשפט קבע כי יש לראות במר מאסק בעל השליטה ב-Tesla 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 לראות בו בעל שליטה משום ששימש היזם והרוח החיה בחברה, עמד מאחורי תכנון מוצרי הדגל שלה, ובשל מעמדו (ההיסטורי) החזיק בהשפעה יוצאת מגדר הרגיל (extraordinary influence) על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון החברה שלא אפשרה לדירקטורים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולפעול בניגוד לעמדתו.<sup>66</sup> פסיקה זו מניחה כי הכוונת פעילותה העסקית של החברה עשויה לבוא לידי ביטוי גם במקרים שבהם בעל השליטה מחזיק

63 ראו למשל *In re Rouse Props. Fiduciary Litig.*, No. CV-12194-VCS 2018 WL 1226015, at \*11 (Del. Ch. Mar. 9, 2018) (“[A] ‘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 Am. Tobacco PLC*, 371 N.C. 605, 821 S.E.2d 729, 737 (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’”).

64 ראו *In re Tesla Motors S’holder Litig.*, C.A. No. 12711-VCS, 2018 WL 1560293, (Del. Ch. Mar. 28, 2018). כן ראו *In re Oracle Corp. Derivative Litig.*, C.A. No. 2017-0337-SG, 2018 WL 1381331 (Del. Ch. Mar. 19, 2018).

65 ראו למשל *In re KKR Fin. Holdings LLC S’holder Litig.*, 101 A.3d 980, 993 (Del. Ch. 2014).  
 66 ראו עניין *Tesla Motors*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 15–20. לפסקי דין דומים אשר קבעו כי בעל מניות המחזיק בשיעור נמוך ממחצית ההון של החברה עשוי להיחשב לבעל שליטה בנסיבות אלה ראו *Calesa Associates, LP v. Am. Capital, Ltd.*, No. CV 10557-VCG, 2016 WL 770251, at \*11 (Del. Ch. Feb. 29, 2016); *In re Cysive, Inc., S’holder Litig.*, 836 A.2d 531, 553 (Del. Ch. 2003).

בשיעור נמוך ממחצית זכויות ההצבעה, ובלבד שהאפשרות ליצירת אופוזיציה אשר תשלול את יכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה אינה ריאלית.<sup>67</sup>

(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 לפי שיעור 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 נמוך יותר, כך הסיכויים ליצירת אופוזיציה נמוכים יותר. לעומת זאת ככל שפיזור המניות בידי הציבור הרחב מצומצם יותר, ושיעור ההחזקות של משקיעים מוסדיים בהון המניות של החברה גבוה יותר, כך הסיכויים ליצירת אופוזיציה שכזו גבוהים יותר. חשוב להבהיר את הקשר שבין מושא 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 אם מדיניותם של משקיעים מוסדיים הניבה פיקוח אפקטיבי על תהליך קבלת ההחלטות במוסדות החברה הלכה למעשה, גובר הסיכוי כי משקיעים מן הציבור עשויים להצביע באספה הכללית של בעלי המניות לפי מדיניותם של המשקיעים המוסדיים אשר הוכיחה את עצמה כיעילה במזעור יכולתו של בעל השליטה לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבון החברה ובעלי מניות המיעוט.<sup>68</sup> ההנחה הרווחת בקרב מעצבי המדיניות היא שעמדותיהם של הגופים המוסדיים בעניינים כגון אמות המידה בנוגע לאיכות הממשל התאגידי, מדיניות ההצבעה וההצבעה עצמה, נשמעות בקרב מחזיקי המניות מן הציבור, ובכך עשויות לתרום לפיקוח יעיל יותר גם מצד בעלי מניות מיעוט מבוזרים.<sup>69</sup> כלומר, התהודה התקשורתית שיוצר אקטיביזם מוסדי בנושאים העומדים על סדר יומה של

67 ראו עניין Oracle, לעיל ה"ש 64, בעמ' 45-47.

68 לצד זאת קיימים מנגנונים אחרים בהוראות הדין אשר נועדו לתמרץ את הציבור להשתתף בקבלת החלטות באספה הכללית של בעלי המניות, כגון מערכת הצבעה אלקטרונית. ראו דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 53) (מערכת הצבעה אלקטרונית), התשע"ג-2013, ה"ח הממשלה 1166, 1166 (נכון 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 שההצבעה 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.

69 רשות התחרות טיוטה לשימוע פומבי: גילוי דעת – שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות 3 (13.2.2019) <https://tinyurl.com/qqexf7u>

האספה הכללית של החברה עשויה להשפיע גם על משקיעים מן הציבור אשר יצביעו בנושאים אלה לפי מדיניותם 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 מהיציבות ומהוודאות הנדרשות בדיני החברות. במסגרת זו פיתחו בתי המשפט רשימה לא ממצה של קריטריונים בנוגע לקיומה של שליטה אשר משקלם היחסי עשוי להשתנות לפי נסיבות העניין. לדוגמה: שיעור כוח ההצבעה שמקנות המניות לבעליהן; סוג המניות שהוא מחזיק; הכוח למנות דירקטורים (מספר הנציגים בדירקטוריון התאגיד ושיעורם ביחס למספר הכולל של הדירקטורים בתאגיד); הכוח היחסי בהנהלת התאגיד; השפעה מוכחת של יכולתו לכוון את התאגיד בסיטואציות מסוימות בעבר; היכולת למנוע קבלת החלטות בנושאים מהותיים לתאגיד, כגון מיזוגים ורכישות והשתלטויות עוינות; הסכם לשיתוף פעולה שיש לו עם בעלי מניות אחרים; כוח ההצבעה שיש לבעלי מניות אחרים בתאגיד ומידת יכולתם להיות גורם מאזן כנגדו; זהות בעלי מניות אחרים בתאגיד (אם יש ביניהם קרובי משפחה, שותפים עסקיים וכדומה); מידת פיזור מניות התאגיד וכיוצא בזה.<sup>70</sup> בשל העובדה כי מדובר ברשימה שאינה סגורה המלמדת על הכוונת פעילותו של התאגיד בהקשרים שונים, המשקל המעשי שהעניקה הפסיקה הישראלית למבחנים הכמותיים הקבועים בחוק החברות עצמו הוא מזער.<sup>71</sup> זאת ועוד, להבנת, הואיל ואיתור בעל המניות העשוי לשמש בעל שליטה בתאגיד נחוץ על מנת להטיל עליו חובות משפטיות שונות כלפי בעלי מניות המיעוט, יש לעצב את תוכני המבחנים האיכותיים שיתמקדו אך ורק ביחסים הישירים בין בעלי המניות בחברה בפועל. עם זאת, חלק נכבד מהמאפיינים האיכותיים שעיצבה הפסיקה הישראלית מתמקדים בבחינה בכוח של קיומה של שליטה בשונה מבידול יחסי הכוחות בין בעלי המניות הלכה למעשה כיום. בחינה שכזו מעוניינת לאתר תרחישים אפשריים להכוונת הפעילות העסקית של החברה בידי בעלי עניין אף שלא לה לא היה ביטוי דה פקטו בחייה העסקיים של החברה מעולם.

אף שלכאורה נדמה כי הקריטריונים הרבים שנידונו בפסיקה בנוגע לקיומה של שליטה מתיישבים 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.

70 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 27, פס' 11; עניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 27, בעמ' 114-117; עניין גבעוני, לעיל ה"ש 36, פס' 567-588; עניין ק.ר.ג.א, לעיל ה"ש 30, פס' 41-43; תנ"ג (מחוזי מר') 15-05-22387-05 שילוני נ' ויילר, פס' 227 (פורסם בנוב, 16.6.2019) ("בפסיקת בית המשפט העליון נקבע כי 'היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד' 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 תאגידיים וניירות ערך 618-619 (2006); לאה פסרמן יוזפוב דיני ניירות ערך: חובת הגילוי 491-492 (2009).

71 ראו לעיל את הטקסט הנלווה לה"ש 25-37.

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 בסיפיים הכמותיים הקבועים בחוק החברות) כאמצעי לצמצום ריכוזיות השליטה בישראל. הואיל וכמבואר בפרק הראשון לחיבור זה, מציאות זו נחלשה במידה ניכרת. אין עוד הצדקה לאמץ הגדרה רחבה למונח "שליטה" אשר גוררת הימנעות של בעלי עניין רבים מלתרום ממומחיותם להגשמת החזון העסקי של החברה בשל החשש כי תוטל עליהם אחריות רחבה בדומה לבעלי שליטה מן המניין. לפיכך, צמצום המבחנים האיכותיים כפי שאני מציע תוחם את הבירור שעל הפסיקה לערוך אך ורק לנסיבות המלמדות ישירות על יחסי הכוחות בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט במועד ברור התובענה בבתי המשפט. להבנתי, לבחינה שכזו עשויה להיות תרומה טובה יותר בעתיד להכוונת התנהגותם של החברה ושל בעלי מניותיה, משום שהיא מתמקדת בהשלכות המשפטיות של מערכת עובדות מסוימת, בשונה מהסקת מסקנות באשר לקיומה של שליטה בכוח מתרחשים אפשריים (ותאורטיים במידה מה) בנוגע להכוונת פעילותה העסקית של החברה.

לדידי, יש להבחין בין מצב שבו בעל השליטה מחזיק יותר ממחצית הון המניות של החברה או במצב שבו הוא מחזיק בשיעור נמוך יותר אך קיימים סיכויים נמוכים ליצירתה של אופוזיציה אפקטיבית מצד בעלי מניות המיעוט, ובין מצב שבו בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך ממחצית הון המניות של החברה, ויש סיכויים גבוהים ליצירתה של אופוזיציה יעילה בידי בעל השליטה שממש גורעת מיכולתו להכווין את פעילותה העסקית של החברה. ניתן לטעון כי במצב אחרון זה שליטתו של בעל המניות על ניהול עסקיה של החברה חלשה מזו של בעל שליטה המחזיק יותר 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 לפי שיעור ההחזקה היחסי בהון החברה או לפי סיכויי ההתלכדות של בעלי מניות המיעוט נגד בעל השליטה. כלומר, יש ליצור מדרג רגולציה לפי שיעור ההחזקה והכוח היחסי של הצדדים בהכוונת פעילותה העסקית של החברה. לפיכך וכפי שיבואר להלן בהרחבה, במצב דברים שבו בעל השליטה מחזיק פחות ממחצית הון המניות של החברה והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית גבוהים, די בקיומן של הוראות הדין הקבועות בחוק החברות בנוגע למנגנונים לאישור עסקאות נגועות עם בעל השליטה. לעומת זאת במקרה שבו בעל השליטה מחזיק יותר ממחצית הון המניות של החברה והסיכויים ליצירת התלכדות שכזו נמוכים, לא יהיה די בהגנה פרוצדורלית על זכויות בעלי מניות המיעוט הקבועה בהוראות חוק החברות, ויש הצדקה כי בתי המשפט יבחנו לגופן את ההגיונות והסבירות של ההחלטות שהתקבלו במוסדות החברה.<sup>72</sup>

72 ההצעה ליצור מדרג של הרגולציה בתחום הממשל התאגידי לפי יחסי הכוחות המדויקים בחברה עשויה לאפשר יצירתם של דינים מורכבים להגנה על בעלי מניות המיעוט יותר 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 המיטבית (Better Regulation Approach) מבקשת לקדם את הרציונליות של עיצוב הרגולציה השלטונית באמצעות ניתוח עלות-הועלת 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 לפי דיני 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.<sup>73</sup> הטעם לכך הוא שלחברות גדולות יש משאבים רבים מאלה שיש לחברות קטנות על מנת להשקיע בהפצת מידע לציבור הרחב. הפצת מידע מסייעת בצמצום עלויות הליכים משפטיים עתידיים, ויש בכוחה לתרום להגדלת המוניטין של החברה ולשיפור מעמדה התחרותי. מנגד, 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.<sup>74</sup>

כיצד אפוא יש לקשור את גודל החברה ושווי השוק שלה עם היקפם הרצוי של כללי הממשל התאגידי בנוגע להסדרת 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 בנוגע להיקף ההגנה הנדרש על זכויותיהם. בעניין זה יש לבחון כיצד חשיפת מידע בפני הציבור הרחב על הפרה אפשרית של הוראות הדין היא אינדיקטיבית להתנהגות עתידית של החברה. עוד יש לתת את הדעת לכך שהמידע שנחשף לציבור הרחב מועבר לו מאת מתווכים שונים, כגון אנליסטים, משקיעים מוסדיים ועיתונים כלכליים, אשר גם להם יש אינטרסים מיוחדים העלולים להביא לתגובת יתר או לתגובת חסר בנוגע להשלכות של הפרת הדין מצידה של החברה הציבורית. מחקרים מלמדים כי השוק והציבור בכללותו נוהגים בתגובת יתר (over-react) כאשר חברה גדולה ומבוססת בעלת שווי שוק גדול במיוחד היא שהפרה את הוראות הדין. במקרים כאלה הליכים משפטיים עלולים להסב לחברות מעין אלה פגיעה קשה במיוחד שלעיתים אינה פרופורציונלית למהות ההפרה של הוראות הדין. לעומת זאת

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). כן ראו יובל רויטמן "הרפורמה הרגולטורית: בין הגלוי לסמוי" מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות 425 (ישי בלנק, דוד לוי-פאור ורוני קרייטנר עורכים, 2016).

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

74 זו הטענה שנשמעה בארצות הברית בנוגע למדרג 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).

כאשר חברה קטנה בעלת שווי שוק נמוך היא שמפרה את הוראות הדין, השוק והציבור בכללותו נוהגים בתגובת חסר (under-react), וההשלכות השליליות על מצבה של חברה כזו עשויות להיות מתונות יותר.<sup>75</sup> כמו כן כשמדובר בחברות בעלות מבנה בעלות ריכוזי יש לתת את הדעת לזהותם של הנתבעים בהליך המשפטי. כך יש להבחין בין מצבים שבהם בעל השליטה עצמו הוא נתבע בהליך המשפטי לבין מצבים שבהם נושאי משרה בלבד נתבעים בהליך ואילו בעל השליטה אינו חלק מההליך המשפטי. ככל שהאנשים בקרב הנתבעים בהליך המשפטי בכירים יותר בהיררכיית התאגידי, כך גדלים הסיכויים שהפגיעה שתיוגרם למוניטין של החברה תהיה קשה יותר.<sup>76</sup>

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 להגנה על בעלי מניות המיעוט טובים מאלה שיאמצו חברות 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 בידי אנליסטים והתקשורת, קיים חשש שאין בנמצא מנגנונים פנימיים אשר יבטיחו הגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, בייחוד 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 שננקטת בדיעבד (ex-post) מצד בתי המשפט ורשויות הפיקוח. הואיל וחברות גדולות ערות לכך שהתנהלותן חשופה לפיקוח הדוק יותר של 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 של ממשל תאגידי טובות מאלה שיאמצו חברות קטנות. קביעות אלה אוששו במגוון רחב של מחקרים אמפיריים המלמדים על הבדלים חשובים בין הנכונות של חברות גדולות לזו של חברות קטנות לציית לדיני ניירות ערך וכללי הממשל התאגידי.<sup>77</sup>

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

76 שם, בעמ' 1227.

77 למחקרים מוקדמים בסוגיה זו ראו Frederick D.S. Choi, *Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market*, 11 J. ACCT. RES. 159 (1973). לעיל ה"ש 73. למחקר מהעת האחרונה המצביע על מסקנה דומה ראו Madhani, לעיל ה"ש 73, בעמ' 31: "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".

דיני ניירות ערך בארצות הברית הבחינו עוד בשנות השלושים של המאה העשרים בין חובות הגילוי החלות על חברות גדולות לבין חובות הגילוי החלות על חברות קטנות.<sup>78</sup> וגם ההוראות הקיימות ב־Dodd Frank wall Street Reform and Consumer Protection פוטרות חברות שהן non-accelerated filers מחובות הדיווח המחמירות של Section 404 ל־Sarbanes-Oxley Act.<sup>79</sup> זאת ועוד, בשנים האחרונות ועל רקע הירידה הניכרת במחזורי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב התגבשה התוכנה 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".<sup>80</sup> על פי תקנה 5(ג)א(1) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים),<sup>81</sup> הוגדר "תאגיד קטן", שהוא ככלל תאגיד שמניות או יחידות ההשתתפות שלו מוחזקות בידי הציבור ושוויין קטן מ-300 מיליון ש"ח ואינו נכלל באחד ממדדי המניות המובילים של הבורסה.<sup>82</sup> בעניין זה יוכל תאגיד קטן שהציבור אינו מחזיק בתעודות התחייבות שהנפיק, להגיש דוחות תקופתיים בכל חצי שנה ולא בכל רבעון. עם זאת תאגיד כאמור שיבקש להמשיך ולהגיש דוחות בכל רבעון, לפי הדין הקיים, יהיה רשאי לעשות כן.<sup>83</sup> זאת ועוד, לאחרונה הגיש הצוות הבין-משרדי 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.<sup>84</sup> להבנתו, 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. בשל העובדה

78 Fend Gao, Joanna Shuang Wo & Jerold Zimmerman, *Unintended Consequences of Granting Small Firms Exemptions from Securities Regulation: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act*, 47 J. ACCT. RES. 459 (2009)

79 לניתוח היסטורי של השתלשלות חקיקת הוראת Section 404 ל־Sarbanes-Oxley Act ראו Mitchell Franklin, *Sarbanes-Oxley Section 404: A Historical Analysis*, 16(4) J. ACCT. & FIN. 56 (2016)

80 רשות ניירות ערך דוח הקלות ברגולציה 13 (2016) <http://bit.ly/34WKPxU>

81 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

82 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 עד 20 מיליון ש"ח בשנה. עסק זעיר מוגדר כעסק שגודלו עד חמישה שכירים או שמחזור מכירותיו מגיע עד שני מיליון ש"ח בשנה. לעניין זה ראו משרד הכלכלה והתעשייה – הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים **דין וחשבון תקופתי: מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל** 20 (2017) <https://tinyurl.com/y8skx4n8>

83 ראו ס' 5(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים); ראו חוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014, ס"ח 2429.

84 הצוות הבינמשרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל דו"ח סופי 127 (2018) <https://tinyurl.com/rn5x83k> ("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").



שחובות הגילוי של חברות קטנות מצומצמות ביחס לחברות אחרות, הרי במצב שבו הופרו זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברות קטנות, הללו חשופים לקשיים ראייתיים ניכרים יותר במסגרת ניהול הליכים משפטיים בנוגע לאכיפת 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, נודעת חשיבות להיותן של החברות שאכן יירשמו למסחר כאלה המעניקות הגנה נאותה לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. זאת ועוד, דיני החברות ודיני ניירות ערך מקיימים ביניהם היוון חוזר באופן שבו עיצובם של הדינים השונים תלוי בשאלת האפקטיביות היחסית שלהם בהגנה על ציבור המשקיעים ובמזעור עלויות הנציג. משבחר המחקק לאמץ גישה מקילה על חברות קטנות במסגרת דיני ניירות ערך, המביאה 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.<sup>85</sup> להבנת, ההבדלים המובהקים בין חברות גדולות לחברות קטנות לעניין הציות לחובות הגילוי בדיני ניירות ערך ואימוצן של נורמות ראויות של ממשל תאגידי מנביעים מסקנה נורמטיבית בנוגע להיקף ההגנה שעל הדין להעניק לבעלי מניות המיעוט מפני ניצול לרעה של בעל השליטה. כלומר, על המחקק ועל בתי המשפט לעצב את הוראות הדין עיצוב שיאפשר שההגנה שלה יזכו בעלי מניות המיעוט בחברות קטנות תהיה רחבה במידה ניכרת מההגנה הסטנדרטית שתוענק לבעלי מניות אלה בחברות גדולות.

### (ג) תחום פעילותה 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 הציבור של בעלי מניות המיעוט. הספרות האמפירית גורסת כי הגנה רחבה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט מובילה לכך שבעלי מניות מן הציבור מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר בעבור מניותיהם בדיעה כי הדין מגן עליהם מפני אפשרות של תיעול טובות הנאה פרטיות בידי בעל השליטה, ולכן הערכת השוק של מניות אלה, בנסיבות מסוימות, עשויה להיות גבוהה יותר.<sup>86</sup> כלומר, נמצא מתאם בין הגנה חזקה יותר על בעלי מניות המיעוט ובין חיזוק הפעילות הכלכלית במשק המקומי. חיזוק הפעילות הוא בין היתר פועל יוצא של נכונות המשקיעים להשקיע תשומות בפעילותה העסקית של החברה. כלומר, ככל שהגנה על בעלי מניות המיעוט חזקה יותר, כך

85 מעניין כי פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, מנסחו של חוק החברות, מסביר בספרו מדוע בחר שלא לפעול לעיצובה של חקיקה נפרדת לחברות קטנות. אף שפרופ' פרוקצ'יה 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, "וכלו מתכנניה של חברה קטנה, גם ללא חוק נפרד, לשנותן לפי צרכיהם". ראו אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה 27 (1989).

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

נכונותם של אלה להשקיע בחברה הון הנחון לפעילותה העסקית גבוהה יותר. בד בבד חיזוק הפעילות הכלכלית במשק המקומי אינו רק תוצאה של הגנה טובה יותר על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט אלא עשוי להיות תוצאה גם של יכולתם של בעלי השליטה להוציא לפועל תוכניות עסקיות ארוכות טווח אשר משיאות את הרווחה המצרפית.<sup>87</sup> לפיכך תחום הפעילות של החברה, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית של המשק המקומי הם קריטריון רלוונטי נוסף לבחינת יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. הטעם לכך הוא שבעלי מניות המיעוט ובעלי השליטה מחליטים על השקעת תשומות הון הנחוצות לפעילותו העסקית של התאגיד גם לפי שאלת היקף ההגנה שמעניק הדין לזכויותיהם בהקשרים עסקיים ספציפיים. בתת־פרק זה אציג כמה דוגמאות להשפעה שיש לתחום הפעילות של החברה, למצבה העסקי ולתרומתה לצמיחה הכלכלית של השוק המקומי 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, והן בבחינת הדגמה ראשונית של הקריטריון האמור הלכה למעשה. במסגרת זו אייחד את הדיבור לדוגמאות האלה: 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, המעוצבים לפי העדפותיהם האישיות. האפשרות לרכוש מוצרים ושירותים במחירים אופטימליים תלויה גם בשאלת הריכוזיות הקיימת בשוק הספציפי שבו פועלת החברה ובריכוזיות הכלל־משקית המתארת מצב שבו חלק ניכר מכלל הפעילות הכלכלית במשק נעשה במספר קטן של גופים עסקיים. בעניין זה קיים חשש כי ככל שהריכוזיות הענפית או הרב־ענפית גבוהה יותר, כך יתאפשר לחברה להפעיל לחצים כבדים יותר על ספקי תשומות שונים,<sup>88</sup> 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.<sup>89</sup> 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 היא אמצעי עקיף לעידוד התחרות במשק המתיישב יפה עם האינטרסים של הצרכנים ברכישת מוצרים ושירותים במחירים ובתנאים

87 ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 22, בעמ' 12–14.

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

89 עדי אייל "השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני־שינוי" דין ודברים ז 31, 49–53 (2012).

אופטימליים. עם זאת עלינו לתת את הדעת בה בעת גם ליתרונות הקיימים בריכוזיות מסוימת בשווקים שונים, אשר בנסיבות מסוימות עשויה דווקא להתיישב עם האינטרסים של הצרכן. ככל שהגוף העסקי פעיל במספר גדול יותר של שווקים, כך יש לו היכולת להתגבר על האפשרות לקריסה כלכלית של החברה המספקת שירותים לצרכן אשר תפגע לא רק בבעלי המניות אלא גם בעובדים, בלקוחות, בספקים ובחברה בכללותה. ההתגברות על משברים כאלה יכולה להיעשות בין היתר באמצעות סבסוד צולב בין מרכיבי הפירמה או קבוצת הפירמות.<sup>90</sup> להבנת, איזון בין השיקולים הללו ייעשה אם הדין יבחר להימנע מלאמץ כללי ממשל תאגידי קבועים אלא כאלה התפורים במדויק גם לתחום הפעילות ולמצבו העסקי של התאגיד. 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. מנגד, במקרים שבהם הקבוצה העסקית מנצלת את יתרונותיה התחרותיים 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 לא זו בלבד שהגנה שכזו תיטיב עם התאגיד עצמו, אלא היא עשויה גם להלום את האינטרסים של הצרכנים עצמם לחיזוק התחרותיות בשוק המקומי. במילים אחרות, על דיני החברות להתעצב עיצוב שיאפשר שמידת ההגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט תהיה תלויה זמן ונסיבות.

## (2) הגנת זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בתאגידיים שלפעילותם השפעה על היציבות הפיננסית הכוללת

על פי קריטריון זה, יש להעניק הגנה מקיפה יותר לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט כאשר לפעילותה של החברה הציבורית יש השפעה קריטית על יציבותו של שוק ההון. דוגמה בולטת לכך היא האסדרה המסדירה את פעילותו של בעל השליטה בתאגידיים פיננסיים המחזיקים בחסכוניותיהם של הציבור הרחב ואשר הם 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 הפעילות העסקית של התאגיד ומוסדותיו הכוונה שתאפשר לו לתעל טובות הנאה פרטיות על חשבון בעלי מניות המיעוט. על פי בעיית נציג אחרת, קיים פער אינטרסים בין ציבור החוסכים לבין משקיעים מוסדיים המחזיקים בכספיהם. על משקיעים מוסדיים חלה חובה חוקית לנקוט פעולות הדרושות על מנת להבטיח תשואה לכספי ציבור החוסכים.<sup>91</sup>

90 אייל "מנגנונים משפטיים", לעיל ה"ש 88, בעמ' 35–36.

91 ראו למשל ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994, הקובע כדלקמן: (א) במילוי תפקידיהם ובשימוש בסמכויותיהם יפעלו הנאמן ומנהל הקרן בזהירות, באמונה ובשקיפה. (ב) נאמן ומנהל קרן ינקטו את הצעדים הסבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלה; ס' 3(ג) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005, הקובע כי "חברה מנהלת תנהג

נתיב ההשקה שבין שתי בעיות הנציג הללו בא לידי ביטוי בכך שריסון כוחו של בעל השליטה וצמצום ההתקשרות בעסקאות נגועות הפוגעות בטובת התאגיד נועדו להבטיח את יציבותו הכלכלית של הגוף המוסדי. לפיכך הגנה על יציבות הגוף המוסדי תבטיח את יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו כלפי ציבור החוסכים לפי הוראות הדין וההסכמים בין הצדדים. במילים אחרות, על מנת להבטיח את היציבות הפיננסית של הגוף המוסדי יש צורך בהתערבות רגולטורית בהכוונת הפעילות העסקית שלו גם על דרך של הסדרת יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.<sup>92</sup>

לאחרונה פרסמה רשות שוק ההון חוזר בעניין דירקטוריון גוף מוסדי אשר תכליתו "להתוות סטנדרט מינימלי לניהול תקין של הגוף המוסדי בכל הקשור לפעולת הדירקטוריון".<sup>93</sup> חוזר זה קובע הוראות חשובות ומרחיקות לכת בנוגע לעבודת דירקטוריון גוף מוסדי הנשלט בידי בעל שליטה, כדי להבטיח כי תהליכי קבלת ההחלטות בגופים שכאלה יבטיחו את היציבות הפיננסית של הגוף המוסדי. סעיף 6 להוראות החוזר למשל קובע כי במקרה שבו בעל השליטה מכהן בתפקיד מרכזי, לפחות מחצית מחברי הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים.<sup>94</sup> אף שהוראה אחרונה זו מעוררת קושי כיוון שהיא עלולה להפקיע מידי בעל השליטה את היכולת דה פקטו לכוון את פעילות התאגיד, ברי כי חוזר דירקטוריון הגוף המוסדי נשען על ההנחה כי חיזוק הממשל התאגידי של תאגידיים

בוהירות וברמת מיומנות שנאמן מיומן היה נוהג בהן בנסיבות דומות, ותנקוט את כל האמצעים הסבירים לשם שמירה על נכסי קופת הגמל שבניהולה ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה". לדיון בבעיות נציג אלה ראו Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, Hanoch Dagan & Sharon Hanes, *Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries as a Private Law Institution*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 91 (Andrew S. Gold & Paul B. Miller eds., 2014).

92 ראו Alessandro Romano, Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Extended Shareholder Liability for Systemically Important Financial Institutions*, AM. U. L. REV. (forthcoming, 2020), available at <https://ssrn.com/abstract=3471892> ("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")

93 חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31 "דירקטוריון גוף מוסדי" (<https://tinyurl.com/u7bwvpe>) (26.8.2018) (להלן: חוזר גופים מוסדיים בעניין הדירקטוריון).

94 שם, ס' 2, ס' 6. 2 לחוזר 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 141 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". ס' 6 לחוזר קובע כי "בעל תפקיד מרכזי" – למעט דירקטור שאינו יושב ראש דירקטוריון או חבר ועדת השקעות שאינן תלויות תשואה".

פיננסיים שימנע אפשרות של בעל שליטה לתעל לכיסו טובות הנאה פרטיות נחוץ 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 ויתייחס אליהן בהחלטתו. נראה כי ההקפדה היתרה בפעילות דירקטוריון הגוף המוסדי נחוצה "לשמירה על יציבותו הפיננסית ולהבטחת כספי המבוטחים והחסוכים באמצעותו".

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

אף שלחברות מחקר ופיתוח בתעשיות עתירות ידע יש חשיבות רבה למשק הישראלי, ובייחוד 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.<sup>95</sup> הלכה למעשה, מרבית חברות ההזנק נמכרות בשנים האחרונות לחברות זרות, ושיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה קטן ביותר.<sup>96</sup> השיעור הנמוך של חברות הזנק המנפיקות את מניותיהן בבורסה לניירות ערך בתל אביב נעוץ בין היתר בהיעדר מימון זמין לשם המשך פיתוח החברה לצד רצונם של חלק מהיזמים והמשקיעים הראשונים "לפגוש את הכסף".<sup>97</sup> כאשר מדובר בחברות מחקר ופיתוח, יש מקום להתאים את כללי הממשל התאגידי שיהיה בהם כדי להעניק לאינטרסים של בעלי השליטה עדיפות גדולה על פני זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. הטעם לכך הוא שלכל הפחות בשנים הראשונות לאחר הנפקתן של חברות כאלה מחזיקים היזמים, שהם בעלי השליטה בחברה, את ליבת הידע הטכנולוגי והעסקי הנחוצים להמשך התפתחות החברה אל שלב הבשלות.<sup>98</sup> לפיכך על מנת לעודד יזמים לקשור את גורלם בגורל החברה לטווח ארוך וליצור ודאות יחסית בהמשך ההתקשרות שלהם עם עסקי החברה, ראוי כי כללי הממשל התאגידי יעוצבו עיצוב המעודד את היזמים להנפיק את מניותיהם בבורסה לניירות ערך בתל אביב.<sup>99</sup>

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

95 הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח המלצות סופיות 8 (21.1.2014) <https://tinyurl.com/vm26yox> (להלן: דוח הוועדה לקידום השקעות 2014).

96 שם, בעמ' 16–17.

97 שם.

98 ראו Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 604 (2017) (המחברים טוענים בדומה לזה 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).

99 דוח הוועדה לקידום השקעות 2014, לעיל ה"ש 95, בעמ' 34 ("הוועדה כחנה את הצורך במתן הקלות לחברות היי טק שתיכללנה במדר טק-עילית במהלך התקופה הראשונה לאחר רישומן למסחר והגניעה למסקנה כי מאפייני חברות וחשיבות עידוד כניסתן לבורסה מצדיקים מספר התאמות בכללי הממשל התאגידי").

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, אגב הגדלת הסיכוי שחברות אלה יתפתחו בישראל. חוק ניירות ערך מקנה לתאגידי 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' 3 לחוק ניירות ערך), בכפוף לאישור אספת בעלי מניות ברוב מיוחד. במסגרת התיקון יתאפשר שינוי מתכונת דיווח לחברות הנכללות במדד ת"א טק-עילית ללא צורך באישור אספת בעלי מניות כאמור, ובלבד שהתאגיד קבע זאת במפורש בתשקיף ההצעה הראשונה לציבור שפרסם.<sup>100</sup> 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.<sup>101</sup>

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

#### (ד) היבטים נוספים במודל היחסי של הממשל התאגידי

יישומו של המודל היחסי של הממשל התאגידי כרוך בהתמודדות עם כמה אתגרים. ראשית, יש לברר את יחסי הגומלין בין הקריטריונים השונים הכלולים במודל. טול מקרה שבו בעל השליטה מחזיק יותר ממחצית מזכויות ההון וההצבעה או לחלופין הסיכויים ליצירת התאגדות אופוזיציוניות הם נמוכים, אשר לפי שיטתי מכתוב הגנה נרחבת על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, אך בה 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 בנוגע לעיצובם של כללי הממשל התאגידי לאור המודל היחסי המוצג במאמר זה. להבנתי, על מעצבי המדיניות להבחין בין כללי ממשל תאגידי שנועדו להגן על זכויותיהם 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 ישירות, יש לתת עדיפות לקריטריון הראשון העוסק בבירור יחסי הכוחות ביניהם. דוגמאות לכך הן חובות ההתנהגות שמוטלות על בעלי המניות לפי סעיפים 191 ו-193 לחוק החברות, או אופן בחירתם של הדירקטורים החיצוניים, הנתפסים כאמונים על הגנת בעלי מניות המיעוט

100 ס' 335(ד) לחוק ניירות ערך.

101 Bebachuk & Kastiel, לעיל ה"ש 98, בעמ' 605–606.

לפי סימן ה' לפרק הראשון בחלק השישי בחוק החברות.<sup>102</sup> לעומת זאת כאשר מדובר בכללי ממשל תאגידי המסדירים את יחסי הכוחות שבין בעלי המניות בעקיפין 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 לפי סעיפים 253–254 לחוק החברות. הבחנה זו נשענת על ההנחה שבבסיס כל אחד מהקריטריונים הללו. ההבחנה יוצרת מתאם בין הקריטריון שעניינו יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט לבין כללי הממשל התאגידי המסדירים יחסים אלה. הבחנה זו יוצרת גם הקבלה בין הקריטריון של גודל החברה ושווי השוק שלה, כמו גם תחום פעילותה ומצבה העסקי, שהם בעיקרם פועל יוצא של ניהול העסקים בידי נושאי המשרה, לבין כללי הממשל התאגידי המסדירים את היחסים שבין מנהלי החברה לבין ציבור המשקיעים.

שנית, יש לבחון אם המסגרת הרעיונית שהוצגה בפרק זה קוראת לעיצובה של אסדרה כופה או רגולציה "רכה" (soft law). ככלל, דיני החברות מבוססים על שיטת אסדרה מסוג "ציווי ושליטה" (command and control). זוהי אסדרה שביצועה הוא חד-כיווני ישיר וכופה על ידי מוסדות המדינה באמצעות נורמות משפטיות המעוגנות בדרך כלל בחוק ראשי או משני שבצידו סנקציות אזהרות או פליליות. ההנחה שבבסיס שיטה זו היא כי ללא סנקציות הסיכוי כי הגופים המוסדרים יצייתו לחובות ההתנהגות הקבועות בדין הוא נמוך.<sup>103</sup> עם זאת שיטה זו אינה חפה מקשיים שונים, כגון חוסר גמישות, חקיקה רחבה ומשתנה היוצרת חוסר ודאות לגופים המוסדרים ומעורבות נרחבת של המחוקק ורשויות הפיקוח בפעילות השוטפת של גופים אלה.<sup>104</sup> לעומת זאת ביצועה של אסדרה רכה הוא דו-כיווני מה שמאפשר שיקול דעת ואוטונומיה רחבה יותר מצד הגופים המוסדרים בנוגע לציות לנורמות ולסטנדרטים של התנהגות ראויה, כאשר ההנחה היא כי חברות שלא יאכפו נורמות שכאלה צפויות להיות חשופות לסנקציות של ביוש ופגיעה במוניטין שלהן.<sup>105</sup> החיסרון העיקרי באסדרה רכה הוא שהיא אינה כוללת סנקציות אזהרות או פליליות הנאכפות על ידי רשויות השלטון, ולרוב נעשה שימוש בשיטה זו בתחומים שבהם הסיכון הכלכלי או החברתי הכולל בפעילות המפוקחת אינו גבוה.<sup>106</sup> התאוריה היחסית של הממשל התאגידי מבקשת לגשר בין שתי שיטות האסדרה הללו. מחד גיסא התאוריה מבקשת לאמץ את הדפוסים הגמישים

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

103 ראו יצחק גל-נור ואייל טבת "מבוא: הרגולציה פנים רבות לה" רגולציה בישראל: ערכים, אפקטיביות, שיטות 19 (יצחק גל-נור ואייל טבת עורכים, 2019) <https://tinyurl.com/vlozaex>

104 אסף כהן ואח' הרחבת ארגון הכלים הרגולטורי: יחסי אמון ורגולציה משותפת 9 (2014) <http://bit.ly/2Ls44Yz>

105 גל נור, לעיל ה"ש 103, בעמ' 28.

106 Dimity K. Smith, *Governance and Corporation: The Role of Soft Regulation*, 35 U.N.S.W. 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").

והקונטקסטואליים המאפיינים אסדרה רכה כדי שכללי הממשל התאגידי יותאמו למאפיינים המיוחדים של החברות המוסדרות, ומאידך גיסא בשל הקשר הישיר שבין הגנה על בעלי מניות המיעוט לבין צמיחה והתפתחות כלכלית של השוק המקומי,<sup>107</sup> לא יהיה אפשר לוותר על הדפוס הכופה באסדרה של ציווי ושליטה. לכן התאוריה היחסית סבורה כי יש לאמץ מאפיינים של שתי שיטות האסדרה באופן שישלימו זו את זו.

שלישית, המודל היחסי של הממשל התאגידי מציב אתגר בפני רשויות הפיקוח בנוגע להתאמה של כללי הממשל התאגידי לכל חברה לאורך זמן. ניתן לטעון כי בניגוד לעמדה המוצגת בחיבור זה, המודל עלול לגרוע מהוודאות ומהיציבות, משום שרשויות הפיקוח יידרשו חדשות לבקרים להתאים כללים אלה לשינויים שונים במאפייני החברות הציבוריות בישראל. נוסף על זה, 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 ימצאו את עצמם מחזיקים בניירות ערך של חברה המעניקה הגנה חלשה יותר. להבנת, שינויים בשיעורי ההחזקות של בעלי המניות שישליכו על אפשרות של יצירת התלכדות אופוזיציונית אינם מתקיימים תכופות אלא בעקבות התפתחויות מרחיקות לכת במצבה הכלכלי והעסקי של החברה, המשליכים גם על גודלה ועל תחום פעילותה. לעיתים קרובות אלה באים לידי ביטוי במצבי קצה חיובים או שליליים, כגון התקשרויות בעסקאות של מיזוג או רכישה או במצבים שבהם החברות נמצאות באזור חדלות הפירעון (Insolvency Zone).<sup>108</sup> תרחישים מעין אלה גוררים כבר כיום, במשטרי ממשל תאגידי אחידים הקבועים בחוק החברות, חוסר ודאות רבה בקרב השחקנים הרלוונטיים בעניין מיהות הגורם המכווין את פעילותה העסקית של החברה. לפי המודל היחסי, הוראות הדין בנוגע ליחסים שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט צריכות להתעצב לפי הנסיבות המיוחדות שבהן פועלת החברה, ולכן לעיתים ניתנת עדיפות לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט, ולעיתים – לאינטרסים של בעלי השליטה. מנקודת מבטם של כלל בעלי המניות מודל זה עשוי להיחשב לשיטת אסדרה הוגנת, ובלבד שיש בו כדי לרתום את כלל בעלי העניין לפעול יחדיו לטובת קידום עסקיה של החברה. על רקע זה המודל היחסי מאפשר הכוונת התנהגות טובה יותר משהמודל האחיד של משטרי הממשל התאגידי מאפשר זאת.

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 את איתור שיווי המשקל האופטימלי שבין הגנה על האינטרסים העסקיים של בעל השליטה לזכויות בעלי מניות המיעוט עם קידום עסקיה של החברה, שווייה ורווחיותה. כלומר, קיימת קורלציה בין היקף ההגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט לפי תוכני המודל היחסי לבין קידום שווי עסקיה של החברה לאורך זמן. לכן 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 לפי מאפייניה המיוחדים של החברה כדי להבטיח שתשיא

107 ראו לעיל ה"ש 83–98 והטקסט הנלווה להן.

108 ראו גם חלק ח' לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח–2018.



את רווחיה. בעניין זה ניתן להניח כי שער נייר הערך עשוי להיות אינדיקציה נוספת לבחינת השאלה אם הסדרי הממשל התאגידי נתפרו במדויק למידות מאפייני 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 התאגידיים בישראל לאור תוכני 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 של הדירקטורים החיצוניים לדירקטוריון החברה וביקורת שיפוטית על עסקאות עם בעל השליטה.

### 1. חשיבה מחדשת 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 עניניהם של נושאי משרה, ואת עניניהם של הציבור.

על פרשנותה של הוראת חוק זו נשברו קולמוסים רבים בפסיקה ובספרות המשפטית בישראל. להלן אסקור את עיקרי הדברים. ככלל ניתן לעמוד על שלוש פרשנויות שונות להוראות בעניין תכלית החברה. על פי פרשנות אחת וברומה לעמדה המקובלת במשפט האמריקני, תכלית החברה היא בראש ובראשונה לפעול למקסום רווחים עבור בעלי המניות בלבד.<sup>109</sup> 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, אם יש בכך כדי לסכל מטרה זו.<sup>110</sup> על פי פרשנות שנייה, על

109 עמיר ליכט דיני אמונאות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 192–198 (2013); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 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).

110 יוסף גרוס חוק החברות כרך א 124 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016). לאחרונה נטען כי אין לפרש את המונח "השאה" שבסעיף 11 לחוק החברות כמובן של מקסום אלא כמובן של שיפור והרמה של רווחים. "כלומר ראוי לקבועי החברה לפעול לשיפור הרווחים, אולם אין חובה להביאם לשיא, תכלית אשר

מוסדות החברה להביא בחשבון את האינטרסים של כלל הקהלים שעומים מתקשרת החברה, כגון עובדים, נושים, ספקים, צרכנים ואף החברה בכללותה גם אם יש בכך כדי לגרוע מהמטרה של מקסום הרווחים של בעלי המניות.<sup>111</sup> על פי פרשנות שלישית, פרי עטו של ידידיה שטרן, תכלית החברה היא לפעול להשיא את רווחיה שלה כאישיות משפטית נפרדת חסרת בעלים, במובחן מהאינטרסים של בעלי המניות. נושאי המשרה רשאים להביא בחשבון אינטרסים של מגוון הקהלים שעומים מתקשרת החברה, אם התחשבות 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 את פעילות החברה בדרך שתשיא את רווחיה שלה.<sup>112</sup>

בפסיקת בתי המשפט בישראל ניתן לזהות ביטוי לכל אחת מהפרשנויות האלה. למשל, בעניין אדורם נידון עניינה של חברה פרטית שהיו בה 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 שבה 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 דומה למצב דברים שבו נושא משרה פועל על דעת כל בעלי המניות של החברה לטובת קידום ענייניהם בלבד. קביעתו להלן 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

מצויה בהלימה עם מגמת הפסיקה". ראו רביב לוי ורן מס "מבט נוסף על המונח השאת רווחים" אתר משפט ועסקים (28.11.2018) <https://tinyurl.com/ueplyrw>.

111 עלי בוקשפן המהפכה החברתית במשפט העסקי 519 (2007); עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" משפט ועסקים א 229, 234 (2004); עמירם גיל "דיני התאגידים כמסגרת לייצוג עובדים" עיוני משפט ל 575 (2008); עופר סיטבון ורונית דוניץ-קידר "אחריות חברתית של תאגידים וחינוך משפטי קליני: אתגור גבולות המשפט" המשפט יז 297 (2013). כן ראו דברי ההסבר לס' 15 בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 15: "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 'אזרח 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 לקידומן 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".

112 ראו ידידיה שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות ממשיות" משפטים לב 327, 354-355 (2002); ידידיה שטרן תכלית החברה העסקית (2008). כן ראו אוריאל פרוקצ'יה "תאגידים" הגישה הכלכלית למשפט 751, 764-770 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012).

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.<sup>113</sup>

לעומת זאת בעניין ורדניקוב גילה בית המשפט העליון את דעתו בסוגיה כך:

ורדוק: 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 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.<sup>114</sup>

113 ראו ע"א 995/90 אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת, פס' 5 לפסק דינו של השופט גולדברג (פורסם בנבו, 14.7.1992) (ההדגשה הוספה); ע"א 10568/02 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' מפרק החברה ברג יעקב ובניו (רהיטים) בע"מ בפירוק, פ"ד נח(5) 673, פס' 7 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) גרוניס (2004); דנ"א 5286/04 הררי נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פס' 4 לפסק דינה של השופטת ביניש (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"); תנ"ג (כלכלית ת"א) 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 67-68 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.9.2014) (להלן: עניין ורדניקוב מחוזי); ו"ע (מחוזי נצ') 32-08 רונידן לחברה לבנין בע"מ נ' מנהל מס שבח מקרקעין נצרת, פס' 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 (כלכלית ת"א) 48067-01-11 ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, 21-24 (פורסם בנבו, 14.5.2012).

114 ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 121-122 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016) (להלן: עניין ורדניקוב עליון). כן ראו ע"א 3379/06 ברנוביץ נ' נתנון, פס' כ"ב לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) 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

פירוש הדבר הוא שבפסיקת בתי המשפט בישראל יש ביטוי למגוון דעות בנוגע לפרשנותו של סעיף 11 לחוק החברות. נדמה כי המשמעות הנורמטיבית לענייננו היא שבת המשפט נטו ליצוק משמעות רעיונית כללית לסעיף 11 לחוק החברות מתוך ההקשרים הפרטניים של הסוגיות שהובאו לדיון לפנייהם, כגון שאלת מבחני החלוקה שבחוק החברות, כלל שיקול הדעת העסקי וחובות אמונים של נושאי משרה. בתת-הפרק הבא, ולפי הלך מחשבה זה, אציע כי על סעיף 11 לחוק החברות להתפרש לפי מאפייניה המיוחדים של החברה ואבחן את המשמעות של הצעה זו בנוגע לחובת 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.<sup>115</sup> פירוש הדבר הוא שבין שנקבל את העמדה כי על החברה לפעול לקידום עושרם של בעלי המניות בלבד, ובין שנקבל את העמדה שעליה לפעול לקידום של אינטרסים חברתיים אחרים של עובדים, נושים, צרכנים או הקהילה בכללותה, אינטרסים ותכליות אלה יפים לכלל החברות. דא עקא, שהמודל היחסי של הממשל התאגידי אינו מקבל הנחה זו, אלא תחתיה מבקש הוא לשכנע כי בשל השונות הרבה בין מאפייני התאגידים השונים, לרבות תחומי הפעילות שלהם, הנכסים שבבעלותם, הרכב ההון

של החברה כנפרדת מבעלי מניותיה היא שביסוד סעיף 11; ד"נ 7/81 פנידר, חברה להשקעות פתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו, פ"ד לז"ד (4) 673, 696 (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 מטרת מיוזג (מחוזי), לעיל ה"ש 28, פס' 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 דואליים: 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").

115 הקביעה שבטקסט מודגמת בדבריו של שטרן "תכלית החברה העסקית", לעיל ה"ש 112, בעמ' 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 איננו 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, שאיננה תלויה הקשר, מסתבר שקביעות הסעיף ישימות על כל מישורי פעילותה של החברה ועל כל מערכות היחסים המרכיבות את הפקעת החזוית 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'."

וההחזקה, גיוון ההון האנושי ושיעור התלות שלהם בבעלי תביעות שונות כלפי החברה, לא ניתן לאמץ מטרה כזו או אחרת שהיא יפה לכלל התאגידיים.<sup>116</sup>

בעניין זה לקריטריונים שנידונו בפרק הקודם חשיבות רבה בקביעת תכלית החברה הנדרשת לצורך פרשנותן של הוראות חוק החברות. למשל, הקריטריון בדבר תחום פעילות החברה ומצבה העסקי עשוי להיות רלוונטי במיוחד משום שהוא מבקש לקשור את אופן עיצובן של הוראות חוק החברות עם חיזוק הצמיחה הכלכלית והרווחה המצרפית של השוק המקומי. ניתן להניח כי תכליתו של תאגיד אשר עיקר פעילותו מתמצה בהחזקה של חברות אחרות תתפרש כהשאת רווחתם של בעלי מניות, הא ותו לא. לעומת זאת תכליתם של תאגידיים אחרים אשר יש להם תרומה בולטת לרווחה החברתית ולהספקתם של שירותים חיוניים, כגון מים, תחבורה ותשתיות וכיו"ב, תתפרש אחרת, ותידרש להביא בחשבון גם את האינטרסים של קהלים אחרים שעמם היא מתקשרת מלבד האינטרסים של בעלי המניות. תאגידיים אשר לפעילותם השפעה ישירה על האפשרות לממש זכויות אדם חוקתיות, כגון הזכות לחירות ופרטיות הצרכנים, יידרשו לשכלל את חשיבות ההגנה על זכויות יסוד אלה בפעילותן העסקית השוטפת. למשל, חברות תקשורת בישראל, דוגמת בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, נדרשות במסגרת הרישיון המסדיר את פעילותן להבטיח את פרטיותם של המנויים על שירותיהם והגנה על ענייני ביטחון לפי הוראות חוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ"ב-1982 וצו תקשורת (בזק ושידורים) (קביעת שירות חיוני שנותנת "בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ), התשנ"ז-1997.<sup>117</sup> החובה לציית להוראות הרישיון והדין הללו הוטמעה במפורש במסמכי ההתאגדות של חברת בזק וחברות האם הדואליות שלה.<sup>118</sup> ברוח דומה, תאגידיים אשר פעילותם הכלכלית נשענת לחלוטין על התמורה המשולמת או הנמסרת להם מאת צרכנים יידרשו לשלב בתהליך קבלת ההחלטות היום-יומי שלהם התחשבות באינטרסים של הלקוחות.<sup>119</sup> ראה לכך אנו מוצאים בחוק נתוני אשראי, התשע"ו-2016. חוק זה קובע את המסגרת המשפטית לאיסוף ומסירה של נתוני אשראי צרכניים ללשכות האשראי שהן תאגידיים פרטיים לשם עיבודם והעברתם למוסדות פיננסיים, לטובת החלטה על מתן הלוואה או אשראי נוסף. סעיף 1 לחוק קובע במפורש כי מטרת הוראות המסדירות, בין היתר, את פעילותן של לשכות האשראי היא

116 Tamara Belinfanti & Lynn A. Stout, *Contested Visions: The Value of Systems Theory for Corporate Law*, 166 U. PA. L. REV. 579, 611-612 (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-organization*")

117 ראו ס' 2, 13-11 דצו תקשורת (בזק ושידורים) (קביעת שירות חיוני שנותנת "בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ), התשנ"ז-1997. הצו הותקן מכוח ס' 14 ו-59 לחוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ"ב-1982.

118 ראו ס' 33-36, 61 לרישיון כללי ל"בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ למתן שירותי בזק פנים-ארציים נייחים (18.10.2018). <http://bit.ly/2Ym4CEk>

119 ראו גם Shlomit Azgad-Tromer, *The Case for Consumer-Oriented Corporate Governance, Accountability and Disclosure*, 17 U. PA. J. BUS. L. 227, 288 (2014)

"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 בבנק 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. אף שבת המשפט העליון טרם הכיר במפורש בקביעה אחרונה זו, נדמה כי יש לה ביטוי נרחב בפסיקתו. למשל, בעניין אפרוחי הצפון נידונה השאלה אם ניהול חברה על דרך של "מימון דק" מצדיק כשלעצמו את הדחיית פירעון חובות החברה לבעלי מניותיה, אשר העמידו לטובתה אשראי ספקים או הלוואות בעלים, עד לאחר פירעון כל חובות החברה לנושיה האחרים.<sup>120</sup> 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.<sup>121</sup> לעניינו מתייחסת השופטת פרוקצ'יה לסוגיית תכלית החברה וקובעת 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 הלקוחים מדיני התאגידיים, 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.<sup>122</sup>

120 ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ (פורסם בנבו, 21.1.2009). לדיון רחב בפסק הדין ראו לחובסקי, לעיל ה"ש 34, בעמ' 78–82; יהודית קורן עקרון האחריות המוגבלת והחברה הפרטית 119–121 (2017).

121 לביקורת על פסק הדין ראו דורון טייכמן "צדק, הגינות ויעילות בדיני חברות: הערות בעקבות ע"א 4263/04 משפטים מ 701 (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 היוזמים ליטול סיכונים יעילים במסגרת התאגיד).

122 עניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 120, פס' 6, 9 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

ברי כי ההצדקה לעמדת בית המשפט שלפיה יש להתחשב במידה 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. דוגמה נוספת היא הפירוש שיש לתת לתכלית 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 מצידם 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 לפי האינטרסים של בעלי המניות בלבד. עם זאת משהתבססה התשתית העסקית של חברות מחקר ופיתוח על תרומתם של קהלים נוספים, כגון עובדים, נושים וצרכנים, על מערכת המשפט להחיל את ההסדרים הקבועים בחוק החברות גם לפי האינטרסים של הקהלים הנוספים שיש להם חלק בפעילותן של חברות מחקר ופיתוח.<sup>123</sup>

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 כלפי כמה 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 אמן מקבילות, אולם כאשר קיום חובת אמן אחת עלול להביא לפגיעה בחובת האמן האחרת של אותו נושא משרה כלפי נהנה אחר, מוטלת חובה על נושא המשרה לפרוש מאחת ממשרותיו.<sup>124</sup> סעיף

123 הטעון המוצג בחלק זה מתיישב יפה עם עמדתו של המלומד Colin Mayer, אשר קרא לחשיבה מחודשת על תכלית החברה הציבורית שלפיה חברות ציבוריות יידרשו להסביר לציבור המשקיעים כיצד מבנה הבעלות, הסדרי הממשל התאגידי והתרבות הארגונית הולמים את התחייבויות החברה כלפי הקהלים השונים שעימם מתקשר התאגידי, כלפי הקהילה בכללותה וכלפי המדינה שבה הן פועלות. לשיטתו של Mayer, הבניה מחודשת של תכלית החברה היא שתבטיח כי חברות ציבוריות יתרמו לא רק לפיתוח כלכלי אלא גם, ובעיקר, לשגשוג אנושי. ראו COLIN MAYER, PROSPERITY: BETTER BUSINESS MAKES THE GREATER GOOD (2018).

124 עמיר ליכט "יחסי אמונות בתאגיד – חובת האמן" משפט ועסקים יח 237, 263 (2014) (להלן: ליכט "יחסי אמונות") ("החובה התובענית להתמסר באופן מוחלט לעניינו 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 אמן לחובת אמן. זאת כדי לשלול כל גורם שעלול לדכא את הניעה לפעול לטובת הנהנה"); ה"מ 100/52 חברת ירושלמית לתעשייה בע"מ נ' אגיון, פ"ד 1887, 889 (1952).

254 לחוק החברות משמיע כי על חובות האמונים של נושאי המשרה להתפרש לפי טובת החברה המוסדרת בין היתר בסעיף 11 לחוק החברות.<sup>125</sup> המודל היחסי של הממשל התאגידי מסתייג מפרשנות אחידה למונח "טובת החברה" ומכיר במגוון רחב של תועלות של החברות לפי הקריטריונים השונים שפורטו לעיל. פירוש הדבר הוא שפרטיה של חובת האמונים של נושאי משרה עשויים להיות מעוצבים כשהם עקיפים ומגוונים יותר גם לפי תוכני המודל היחסי שבחיבור זה. קביעה אחרונה זו נכונה לא רק לחברות שונות שאינן מקיימות ביניהן כל קשר עסקי אלא גם לחברות שונות המשתייכות לקבוצה עסקית אחת. אף שעמדתו של המחוקק הישראלי היא שיש להכיר באישיותו המשפטית הנפרדת של כל תאגיד השייך לאשכול החברות בנפרד מהאינטרסים של בעל השליטה בחברת האם, בפועל בהקשרים שונים הכירו הפסיקה ורשויות הפיקוח בכך שחברות באשכול אינן פועלות במנותק זו מזו, ושלעיתים אשכול החברות פועל כגוף אחד לפי האינטרסים של בעל השליטה.<sup>126</sup> פירוש הדבר הוא שאין לזהות את תכליות החברות המשתייכות לאשכול עם טובת חברת האם או טובת הקבוצה העסקית בכללותה,<sup>127</sup> אלא יש להכיר בטובת כל אחת מהחברות העצמאיות אשר עשויה להיקבע לפי יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, גודלה וסוגה של החברה, תחום פעילותה ותרומתה לצמיחה הכלכלית 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 להביא בחשבון שיקולים של טובת הקבוצה העסקית בכללותה בניסיונות מסוימות אלא עליה להימנע מלזהות את מכלול האינטרסים של חברה פלונית עם אלה של בעל השליטה באשכול החברות.<sup>128</sup> ההלכה הפסוקה קבעה עוד בשנות השמונים של המאה הקודמת כי אין לאפשר לנושאי משרה לכהן בעת ובעונה אחת בחברות מתחרות זו לזו או בחברות המקיימות ביניהן קשרים עסקיים שונים, שכן במצב כזה לא יוכל נושא המשרה לשקול את טובתה של חברה אחת בפני עצמה מבלי שיידרש להביא בחשבון גם את טובתה של החברה האחרת ובלי להכתיים את ניקיון שיקול דעתו.<sup>129</sup> עם זאת מצב

125 עלי בוקשפן "אחריות חברתית תאגידית וביטוייה במשפט" תאגידים ז' 1/3, 23–24 (2010).

126 לדיון רחב בהקשרים אלה ראו לחובסקי, לעיל ה"ש 34, בעמ' 49–62.

127 שם, בעמ' 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)").

128 ראו ס' 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."

129 ראו למשל ת"א (מחוזי נצ') 765/80 רובינשטיין נ' רוזנברג, פ"מ התשמ"ב(1) 133, 142–143 (1981); ת"א (מחוזי חי') 1287/84 שרף נ' אולשביצקי, פס' 4 לפסק דינו של השופט בן יאיר (פורסם בנבו, 11.9.1984); ה"פ 485/03 עטר נ' נצבא — חברה להתנחלות בע"מ, פס' 5(1) לפסק דינה של השופטת



הדברים השכיח יותר בנוף המקומי הוא כהונה בעת ובעונה אחת של נושאי משרה בחברת אם ובחברת בת השייכות לקבוצה עסקית אחת. הדעה המקובלת היא שלרוב כהונה ברזמנית שכזו אינה מלמדת על קיומו של ניגוד עניינים פסול, ואין איסור על כהונה צולבת של דירקטור בכמה חברות השייכות לאשכול החברות.<sup>130</sup> להבנתו, 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 ובטובתה העצמאית בלבד.<sup>131</sup> לאור האמור נדמה שיש טעם לפסול כהונה צולבת של דירקטורים בכמה חברות המשתייכות למבנה פירמידאלי משום שכהונה כאמור אינה מאפשרת לנושאי המשרה לשקול את תועלתה העצמאית של החברה במובחן מהאינטרסים של בעל השליטה בקבוצה העסקית.<sup>132</sup> להבנתו, אם פרקטיקה 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.<sup>133</sup> מהמקובץ עולה כי בשל השונות הרבה בין מאפייני החברות הציבוריות השונות יש להכיר

גרסטל (פורסם בנבו, 5.2.2004); ת"א (כלכלית ת"א) 46995-09-13 אי.טי.אפ.אס גרופ בע"מ נ' גולוד (פורסם בנבו, 5.12.2013) (בית המשפט מאשר הוצאת צווי מניעה נגד בעל מניות ודירקטור בחברה שבאותה עת הוא נושא משרה בחברה מתחרה מלפנות ללקוחות החברה או לעובדיה. עם זאת בית המשפט אינו מאשר צו מניעה נגדו מלהשתתף בדירקטוריון או ממניו נציג מטעמו בדירקטוריון, הואיל ועצם הכהונה בר כבוד לא העידה באותן נסיבות על הפרת חובת אמונים מצידו). כן ראו אהרן ברק "ניגוד אינטרסים במילוי תפקיד" משפטים י' 11, 12 (התש"ם) ("אסור 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").

130 ליכט "יחסי אמונות", לעיל ה"ש 124, בעמ' 267. בהקשר זה נטען אף בספרות כי יש לשנות את תוכנה של חובת האמונים של נושאי משרה בחברות הבת השייכות לאשכול החברות כדי שתהיה מכוונת אך ורק לטובת אשכול החברות (ולא לטובת חברות הבת), בכפוף לכך שהפעולה שאותה מאשרים נושאי המשרה אינה מביאה לקיפוח מהותי של בעלי מניות המיעוט בחברת הבת. עמדה זו אומצה אצל לחובסקי, לעיל ה"ש 34, בעמ' 209–218.

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

132 ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון – הגבלות על מינוי דירקטורים), התשע"ג–2013. דברי ההסבר של הצעת החוק קובעים כדלקמן: "בעניין זה מוצע לקבוע כי בחברות כאמור לא ימונה דירקטור אם תפקידו או עיסוקיו 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, שלפיה אין לראות בכהונה של נושא משרה בכמה חברות הנמנות על אשכול החברות פעולה בניגוד עניינים. סעיף זה לא אומץ בהוראות חוק החברות.

133 ראו יוסף גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי 154–157 (מהדורה חמישית, 2018) (להלן: גרוס דירקטורים ונושאי משרה).

במגוון רחב של תכליות שאותן הן עשויות לקדם. שונות זו מעצבת את תוכן של חובות האמונים המוטלות על נושאי משרה בחברות ציבוריות עיצוב אשר לעיתים קרובות עלול לעורר חשש לניגוד עניינים פסול בנוגע לכהונה ברזמנית של נושאי משרה בכמה 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 הנוזיקין [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 הענין, אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו או של פעולה הנעשית על ידיו בתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לענין פעולות כאמור".<sup>134</sup> חובת הזהירות כוללת אפוא שתי דרישות מצטברות: דרישת המיומנות ודרישת היידוע.<sup>135</sup> כלומר, נושאי משרה עשויים לשאת באחריות להפרה של חובת הזהירות הן בשל פגם בשיקול הדעת המהותי, דהיינו לא פעלו כפי המצופה מנושא משרה סביר, שהוא רמת התנהגות גבוהה מזו של האדם הסביר. נוסף על זה, נושאי משרה עשויים לשאת באחריות להפרה של חובת הזהירות בשל פגם בתהליך קבלת ההחלטה.<sup>136</sup> חובת הזהירות קובעת איסור על התנהגות רשלנית של נושאי משרה, וכלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgment Rule) הוא בבחינת הגנה מפני ביקורת שיפוטית מהותית על החלטה עסקית שקיבלו בהתקיים תנאים מהותיים הנוגעים לתהליך קבלת ההחלטות.<sup>137</sup>

134 ע"א 4024/13 תקווה – כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד בע"מ נ' פינקוביץ, פס' 27 לפסק דינו של השופט זילברטל (פורסם בנבו, 29.8.2016). לדיון בספרות ראו עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול דעת עסקי של נושא משרה" משפט ועסקים 475, 482–495 (2016) (להלן: ליכט "שם הורד").

135 עניין תקווה, לעיל ה"ש 134, פס' 33–44 לפסק דינו של השופט זילברטל; תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ, פס' 48 לפסק דינו של השופט גרוסקופף (פורסם בנבו, 9.8.2015); תנ"ג (כלכלית ת"א) 7541-12-14 לייבוביץ נ' יורש, פס' 129 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 2.6.2016). כן ראו רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבלת החלטה מיודעת" משפטים 583, 586 (2018).

136 גרוס דירקטורים ונושאי משרה, לעיל ה"ש 133, בעמ' 242–247. לטענה כי בדרך כלל חובת זהירות נטולת משמעות לבד ממקרים שבהם הרשלנות הייתה חמורה במיוחד, ראו פרוקצ'יה "תאגידים", לעיל ה"ש 112, בעמ' 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).

137 עניין ורדניקוב עליון, לעיל ה"ש 114, פס' 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 חלחלו את המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל"); ע"א 8712/13 אדלר

לפי כלל שיקול הדעת העסקי, כאשר החלטות עסקיות של נושאי משרה התקבלו בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיועד, הן נהנות מחזקת התקינות ולכן לא תהינה חשופות להתערבותו של בית המשפט.<sup>138</sup> משמעותו של הכלל היא שבית המשפט לא יבחן את ההחלטה לגופה ולא יתערב בה. לעומת זאת אם יוכח שאחד או יותר מהתנאים לתחולת הכלל אינם מתקיימים, תקום החזקה ההפוכה בנוגע לתוכן ההחלטה והנטל יעבור לנושאי המשרה להוכיח כי החלטתם הייתה תקינה.<sup>139</sup> שאלת היחס שבין חובת הזהירות ובין כלל שיקול הדעת העסקי נידונה בהרחבה בספרות המשפטית, ויש הקוראים לפרש חובה זו ברוח תכניו של הכלל האמור.<sup>140</sup>

בעניין ורדניקוב נידונו בהרחבה שלושה סטנדרטים של ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות שהתקבלו בחברה.<sup>141</sup> 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.<sup>142</sup> בקצה השני של הספקטרום

נ' לבנת, פס' 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 (כלכלית ת"א) 32489-02-12 אלטמן נ' אורמת תעשיות בע"מ, פס' 18 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 3.10.2013); תנ"ג (כלכלית ת"א) 48081-11-11 רונפלד נ' בן דב, פס' 140-139 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.3.2013); עניין מטרת מיזוג (מחוזי), לעיל ה"ש 28, פס' 213 לפסק דינו של השופט כבוב; כן ראו ההפניות במאמרו של רונן ואשכול, לעיל ה"ש 135, בעמ' 592-593.

138 ראו שרון חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313, 315 (2009); 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 ורוד ליבאי עורכים, 2015) (להלן: חנס "ביקורת שיפוטית").

139 חנס "כלל שיקול הדעת העסקי", לעיל ה"ש 138, בעמ' 324-325; רונן ואשכול, לעיל ה"ש 135, בעמ' 584-585 ("כלל שיקול הדעת העסקי הוא מודל לביקורת שיפוטית 'משולבת', 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 דיונית".) לסקירה ממצה של הדין בדלאוור ראו חנס "שיקול הדעת העסקי", שם, בעמ' 319-327; רונן ואשכול, שם, בעמ' 599-605; דנציגר ורחום-טוויג, לעיל ה"ש 136, בעמ' 28-35.

140 רונן ואשכול, לעיל ה"ש 135, בעמ' 609-612. המחברות סבורות כי על בתי המשפט לבחון אם החלטת נושאי המשרה התקבלה באופן מיועד, ללא ניגוד עניינים ובתום לב. לשיטתן, אם יוכח כי ההחלטה לא התקבלה כנדרש, קרי בניגוד עניינים, בחוסר תום לב או באופן לא מיועד, יהיה מקום לבחון את סבירות שיקול דעתו של הדירקטוריון ואת תוכן ההחלטה לגופם.

141 לדיון מקיף בשלושת הסטנדרטים של הביקורת השיפוטית על שיקול דעת עסקי של נושאי משרה ראו עניין ורדניקוב עליון, לעיל ה"ש 114, פס' 67-103; גרוס דירקטורים ונושאי משרה, לעיל ה"ש 133, בעמ' 281-291. לתיאור שלושת הסטנדרטים בדין בדלאוור ראו Morgan White-Smith, *Revisiting Revlon: Should Judicial Scrutiny of Mergers Depend on the Method of Payment*, 79 U. CHI. L. REV. 1177 (2012).

142 בהקשר זה קבע בית המשפט בעניין ורדניקוב עליון (לעיל ה"ש 114, פס' 97 לפסק דינו של השופט עמית) כי יש להבחין בין טעמים שונים שבגינם נסתר כלל שיקול הדעת העסקי. לדברי השופט עמית, אין דינה של החלטה שהתקבלה באופן בלתי מיועד כדינה של החלטה שהתקבלה בהפרה של חובת אמון,

ממוקם כלל ההגיונות 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 עניינו האישי של בעל השליטה ויאשרו עסקאות שהן לטובתו אגב פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. בתוך שביין שתי נקודות הקיצון הללו מצוי כלל "הבחינה המוגברת" (Enhanced Scrutiny) אשר נועד להתמודד עם נסיבות שבהן ההקשר של קבלת ההחלטה עלול לחתור תחת שיקול דעתם הנקי של נושאי המשרה, אפילו אם הם עצמאים ונטולי עניין אישי, בשל קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה.<sup>143</sup> 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 מזה הקיים בכלל שיקול הדעת העסקי.<sup>144</sup>

באותו עניין נקבע כי סטנדרט הבחינה המוגברת לרכישה ממונפת אשר הייתה כרוכה בחלוקה מסיבית של דיווידנדים יופעל באופן 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 ניכר 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.<sup>145</sup> 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.

ולכן נטל ההוכחה המוטל על נושאי המשרה בכל אחד מהמקרים צריך להיות שונה. נרמה 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 מתוקף "עניין אישי" שעולה כדי הפרת חובת האמון. מקרים אחרונים אלה ממלא כפופים לסטנדרט הביקורת השיפוטית של הגיונות מלאה.<sup>143</sup> מדובר במקרים שקיים בהם חשש ממשי לניגוד עניינים עקיף שיש קושי לסווג אותו לאחת משתי הקטגוריות האחרות, קרי כלל שיקול הדעת העסקי וכלל ההגיונות המלאה. ראו חנס "ביקורת שיפוטית", לעיל ה"ש 138, בעמ' 158; גרוס דירקטורים ונושאי משרה, לעיל ה"ש 133, בעמ' 288. לאימוץ סטנדרט הבחינה המוגברת בפסיקתם של בתי המשפט המחוזיים ראו עניין רוזנפלד, לעיל ה"ש 137, פס' 141 לפסק דינו של השופט כבוב; עניין ורדניקוב מחוזי, לעיל ה"ש 113, פס' 92 לפסק דינו של השופט כבוב; ת"צ (כלכלית ת"א) 7477-10-11 גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ, פס' 79 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 18.3.2013). לדיון בסטנדרט הבחינה המוגברת בפסיקתו של בית המשפט העליון ראו עניין מטרת מיזוג (עליון), לעיל ה"ש 28, פס' 7-8 לפסק דינו של השופט הנדל; ע"א 4857/16 מנשה נ' יוויז'ן אייר בע"מ, פס' 47-48 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 24.4.2018).

<sup>144</sup> עניין ורדניקוב עליון, לעיל ה"ש 114, פס' 88 לפסק דינו של השופט עמית.  
<sup>145</sup> שם, פס' 113-120 לפסק דינו של השופט עמית. השופט סולברג (שם, פס' 13) 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 החברות – המחייב רף של הוכחה לכאורה לצורך אישורה של תביעה נגזרת.

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 עד שלא ישקלו עוד את טובת החברה לפי חובתם הקבועה בסעיף 254(א) לחוק החברות.<sup>146</sup> בדיון הנוסף בעניין ורדניקוב הדגישה השופטת נאור שתחולתה של גישת "הבחינה 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 מודע, "הרי שמתחם הסבירות הנדרש במסגרת הבחינה המוגברת כלל אינו נבחן ביחס להפרות אלו".<sup>147</sup>

### (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.<sup>148</sup> 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 מזו של האדם הסביר הרגיל.<sup>149</sup> עם זאת הדין בישראל טרם נתן את דעתו במפורש, מהיותה של רמת המיומנות הנדרשת מנושא משרה סביר תלויה בשאלת תחום פעילותה וסוגה של החברה שבה הוא מכהן. פירוש הדבר הוא כי ההשוואה הנדרשת צריך שתיעשה לנושא משרה סביר בחברה בעלת מאפיינים דומים לחברה שבה כיהן הנתבע הרלוונטי כנושא משרה. פסיקות תקדימיות בדבר רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה בחברות ציבוריות משופעות בקביעות שונות באשר לסטנדרט ההתנהגות המצופה מנושאי משרה סבירים. עם זאת פסיקות אלה טרם הבהירו את פרטיה ואת תוכנה המעשי של ההתנהגות המצופה מנושאי משרה באופן החורג מההקשר הנקודתי שבו נידונה הסוגיה.<sup>150</sup> לדעתי, האפקט שיש לפסיקות אלה על הכוונת התנהגותם

146 שם, פס' 111 לפסק דינו של השופט עמית.

147 דנ"א 1380/17 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 20–21 לפסק דינה של הנשיאה נאור (פורסם בנבו, 30.8.2017). ליכט מותח ביקורת חריפה על המגמה לאמץ את סטנדרט הבחינה המוגברת בדין הישראלי. לדבריו, כשיש צידוק כלשהו לאמץ דוקטרינה זו, הוא תופס רק בנסיבות הייחודיות של הצעת רכש עוינת. לטענתו, מדובר בדוקטרינה המאפשרת הכשרתן של החלטות שהתקבלו בניגוד עניינים, וכזו היא מנוגדת לדין בישראל הנשען על דיני האמונאות האנגליים. ראו ליכט "שם הוורד", לעיל ה"ש 134, בעמ' 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 בדין הישראלי" משפטים 675, 754–753 (2018) (להלן: ליכט "בגנות ההגינות").

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

149 רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן, פס' 53 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 26.4.2015) ("הדירקטור של ימינו נושא באחריות מקצועית על פי מבחן נושא משרה סביר" [...]) הדירקטור בעידן החדש של הממשל התאגידי, נדרש לנקוט אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקה המובאת לאישורו ולפעול לקבלת מידע אחר שיש לו חשיבות לצורך זה").

150 בעניין זה פרופ' גרוס מצטט את דבריו אלה של פרופ' ידידיה שטרן: "החוק שמטיל אחריות אישית על דירקטורים ונושאי משרה בגין הפרת חובת זהירות או חובת אמונים שלהם, מיושם באופן דליל, לא

של נושאי משרה בתאגידים עסקיים שונים במשק הישראלי אינו רב 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 לפי הפסיקה הישראלית לא תהלום את הגיוון הרב במאפייני החברות הציבוריות בישראל. עקרונית בתי המשפט חוזרים ומדגישים כי לצד העלאת רף הזהירות והמיומנות הנדרשת מנושאי משרה יש להישמר מפני הרתעת יתר שלהם מקבלת החלטות ונטילת סיכונים עסקיים.<sup>151</sup> השיקול המרכזי נגד התערבות בשיקול דעתם של הדירקטורים בהחלטות עסקיות מבוסס על אופיין של החלטות הכרוכות מעצם טבען בסיכונים עסקיים. החשש הוא כי התערבות שכזו תיצור אפקט מצנן על החלטות עסקיות הכרוכות בנטילת סיכונים עסקיים שהם רצויים מבחינה חברתית. יש 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.<sup>152</sup> עם זאת טרם הציגה הפסיקה קווים מנחים לאיזון בין השיקולים הללו שיקשור את סטנדרט ההתנהגות המצופה מנושא משרה עם מאפייניהן המיוחדים של החברות שבהן הם מכהנים. להבנתו, יישום תכניו של המודל היחסי של הממשל התאגידי מסרטט קווים ראשוניים באשר לאיזון הרצוי בין השיקולים הללו באפשרו הכוונה טובה יותר של התנהגותם של נושאי משרה. יישומו של המודל היחסי בעניין זה מעיד שפרשנותה של חובת הזהירות ושל המשקל שעל בתי המשפט להעניק לראיות שונות בעניין רכיבי כלל שיקול הדעת העסקי צריך שתיעשה אגב בחינת השאלה אם נושאי המשרה כיהנו בחברה גדולה או קטנה, ואם לתחום הפעילות העסקית שלה תרומה בולטת לקידום הצמיחה הכלכלית של המשק המקומי.<sup>153</sup>

המחוקק הישראלי הכיר בכך שתנאי הכשירות של דירקטורים בתאגידים עסקיים צריכים להביא בחשבון את שאלת גודל החברה וצרכיה המיוחדים. 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 הכישרון 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

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 110, בעמ' 560).

151 ראו למשל עניין אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 149, פס' 53 לפסק דינו של השופט עמית ("לכן, לצד העלאת רף חובת הזהירות והמיומנות של הדירקטור, שומא עלינו לזכור גם את הצד השני של המטבע, או של המוטטלת, 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").

152 לטענה כי אין מקום לתחולה גורפת של כלל שיקול הדעת העסקי בשם הרצון לעודד נטילת 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).

153 אפשר שניתן 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" (ההדגשה הוספה).

פרשנית ישירה בין תנאי הכשירות הנדרשים מדירקטורים טרם המינוי לחובות ההתנהגות המצופות מהן לאחר המינוי, כמו גם היקפה של ההגנה שתעמוד להם במקרה של הפרת חובות ההתנהגות. הואיל ומלאכתם של בתי המשפט היא להסדיר את מתחם הסיכונים הרצוי באשר להחלטות הנוגעות לניהול עסקי החברה, הרי שנחוץ לפרש את רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה אגב התחשבות במאפייניה המיוחדים של החברה, לרבות סוג החברה, תחום פעילותה ותרומתה לצמיחתו של השוק המקומי.

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

נפתח את הדיון בחברות מחקר ופיתוח הנשענות על פעילות של יזמים המבקשים לתת מענה באמצעות מוצר טכנולוגי לצרכים בשווקים בין-לאומיים שונים. פעילות זו כרוכה בסיכון במיוחד בשל הקושי להעריך במדויק את ההיקף והמאפיינים של שוק המוצר הפוטנציאלי, את רמת התחרותיות הבין-לאומית ואת אי-הוודאות באשר ליכולתה 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. למשל, במקרים שבהם נכנסו מתחרים בעלי יכולת שיווקית ועוצמה פיננסית עדיפה לשוק התברר המוצר הרלוונטי או המוצר הטכנולוגי שעליו עמלה החברה במשך השנים כלא אפקטיבי בשל התפתחויות טכנולוגיות שונות.<sup>154</sup> לאחרונה, פורסם פסק דינו של בית המשפט המחוזי (השופט גרוסקופף) בעניין בטר פלייס, שבו סילק בית המשפט על הסף תביעה בסך 200 מיליון ש"ח נגד דירקטורים ונושאי משרה, בהתבסס על הגנת כלל שיקול הדעת העסקי.<sup>155</sup> פסק הדין ניתן בתביעה שהגישו מפרקי חברות קבוצת בטר פלייס נגד דירקטורים ונושאי משרה בה בטענה שהתראשו בתפקידם ונשאו באחריות לנזקים שנגרמו לקבוצת החברות. במסגרת זו טענו מפרקי החברות כי נושאי המשרה התראשו בבחירת התוכניות העסקיות כאשר אימצו אסטרטגיה של פיתוח מקביל של כמה שווקים חלף פיתוחו תחילה של השוק הישראלי בלבד, אישרו תקציבי עתק לחברה בהיעדר מקורות מימון, ואף התראשו 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).<sup>156</sup> לאחר מכן מסרטט פסק הדין כמה 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 באפשרות שתהיינה נסיבות שבהן

154 ראו דוח הוועדה לקידום השקעות 2014, לעיל ה"ש 95, בעמ' 16.

155 ת"א (מחוזי מר') 47302-05-16 בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי (פורסם בנבו, 12.9.2018).

156 שם, פס' 66 לפסק דינו של השופט גרוסקופף.

ההחלטה מתקבלת בלחץ זמן ולפי 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 כמה אינדיקציות שיכולות לסייע לבית המשפט להשיב על השאלה אם התקיימה דרישת היידוע, כגון היקף חומר הרקע שהוצג, משך הזמן שנדרש לקבלת ההחלטה, מספר הנושאים שנדונו, היקפו ורצינותו של הדיון שהתקיים לפני קבלת ההחלטה, מגוון האפשרויות שנבחנו ומספר בעלי המקצוע שהיו מעורבים בתהליך קבלת ההחלטה.<sup>157</sup> אף שנראה כי תוצאתו של פסק הדין בעניין בטר פלייס נכונה, הוחמזה ההזדמנות לקשור ברור יותר את הפרשנות של רמת המיומנות הנדרשת והמשקל שעל בתי המשפט להעניק לראיות שונות שמגישים הצדדים להליך בעניין רכיב ההחלטה המיועדת שבכלל שיקול הדעת העסקי עם סוגה ומאפייניה של החברה שבה מכהן נושא המשרה. להבנתו, תוצאתו של פסק הדין בעניין בטר פלייס עשויה להיות מוסברת בעובדה כי נושאי המשרה כיהנו בחברה טכנולוגית אשר פעילותה כרוכה בסיכונים מיוחדים הנובעים מהקושי להעריך בזמן אמת את המשמעות המדויקת של ההחלטות האסטרטגיות שקיבלו בנוגע לפיתוח עסקיה של החברה. במצבים מסוג זה חשוב ביותר כי רמת הזהירות המצופה מנושא משרה תתעצב באופן שלא ירתיע אותו מפני קבלת החלטות יצירתיות שתכליתה קידום פריצה עסקית של החברה בשוקים חדשים אשר אי-הוודאות הגלומה בהן רבה.

דוגמה נוספת באה לידי ביטוי בשאלה אם תחום הפעילות של החברה שבה כיהנו נושאי המשרה מתאפיין בריכוזיות ענפית או רב-ענפית גבוהה. במקרים מעין אלה יש 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 בכמה 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 דיווידנד. באותם מקרים שבהם מדובר בחלוקה של דיווידנד מחברה מוחזקת לחברה מחזיקה על מנת לסייע לאחרונה להימנע מקריסה כלכלית, מתעוררת שאלת המעמד וההיקף של כלל שיקול הדעת העסקי באשר להחלטה זו לפי הוראות סעיף 302 לחוק החברות.<sup>158</sup> בפסיקת בתי המשפט המחוזיים טרם הוכרעה השאלה אם יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על החלטה שהתירה חלוקה אסורה.<sup>159</sup> לטעמי, אף שאין מניעה מלהחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על החלטה על

157 שם, פס' 77.

158 לניתוח ממצה של הפסיקה בעניין אחריות דירקטורים לחלוקת דיווידנד שאינה עומדת במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות ראו אסף אקשטיין "אחריות דירקטורים בגין החלטה על חלוקה" 11–15 (2018) (להלן: אקשטיין "אחריות דירקטורים") <http://bit.ly/2qqVKAS>.

159 בעניין זה יש עמדות לכאן ולכאן. לדוגמה, בה"פ (מחוזי י-ם) 4098/05 צבי נ' בתיא אחזקת נכסים בע"מ, פס' 18 (פורסם בנבו, 3.8.2005), נפסק כי "החלטת הדירקטורים אם לבצע חלוקה אם לאו, היא



סבסוד צולב ככל החלטה עסקית אחרת, אופן החלתו של הכלל צריך להיות שונה באותם מקרים שבהם הסבסוד נעשה על מנת לסייע לחברה המחזיקה להיחלץ מחדלות פירעון. בנסיבות אלה נראה כי יש הצדקה לפרש את ההגנה פירוש החורג מגדריה של חובת הזהירות הקובעת איסור על התנהגות רשלנית מצד הדירקטור<sup>160</sup> 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).<sup>161</sup> 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 לבעלי 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 להלום גם את האינטרסים של נושי החברה המוחזקת משום שלחללות פירעונה של החברה המחזיקה השפעה ישירה על ערך התביעה שלהם ועל סיכויי הפירעון שלה. לכן פרשנות מצמצמת של כלל שיקול הדעת העסקי במקרים כאלה עשויה שלא

החלטה עסקית, וכזו מטילה על הדירקטורים חובות אמון וזהירות, כבכל 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". כך נפסק גם בעניין ורדיניקוב מחוזי, לעיל ה"ש 113, פס' 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 (מחוזי ת"א) 3421-01-15 קליר נ' סדן, פס' 158 (פורסם בנבו, 17.12.2016) נקבע כי "קשה איפוא להלום 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 (כלכלית ת"א) 47621-07-16 חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ, פס' 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 שדירקטוריון החברה מאמץ.

<sup>160</sup> לטענה כי יש להתאים את גדריהם של חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי כדי שיחפפו זה את זה ראו רונן ואשכול, לעיל ה"ש 135; אקשטיין "אחריות דירקטורים", לעיל ה"ש 158, בעמ' 47.

<sup>161</sup> ראו פסק הדין המפורסם בעניין "We :Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985) 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"

להתיישב עם חובתם של הדירקטורים לסייע במניעת חדלות הפירעון של החברה המחזיקה אשר יש לה השפעה ישירה על מצבה הכלכלי של החברה המוחזקת.<sup>162</sup>

הדוגמה האחרונה נוגעת לרמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה המכהנים בגופים פיננסיים המופקדים על חסכוניות הציבור הרחב ואשר לפעילותם השפעה על היציבות הפיננסית הכוללת.<sup>163</sup> 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 לרמת המיומנות הנדרשת מהם לאחר מינוי כאמור.<sup>164</sup> בענייננו סעיף 7 לחזור הגופים המוסדיים בעניין הדירקטוריון שפרסמה לאחרונה רשות שוק ההון קובע כי הדירקטוריון יהיה בעל כישורים, ידע וניסיון נאותים בתחומי הפעילות של הגוף המוסדי, בין היתר בשים לב להיקפם ולמורכבותם, ושיהלום את האסטרטגיה ארוכת הטווח של הגוף המוסדי. ומבלי לגרוע מהאמור לעיל, תהיה בדירקטוריון מומחיות ספציפית בנושאי ביטוח ופנסיה, בנושאים חשובים ופיננסיים ובנושאי ניהול השקעות וניהול סיכונים.<sup>165</sup> פירוש הדבר הוא שדירקטורים של גופים מוסדיים נדרשים למומחיות מקיפה ולרמת היכרות גבוהה במיוחד בתחומי הפעילות של השירותים הפיננסיים. בהינתן תנאי הכשירות המחמירים הנדרשים מדירקטורים אלה יש לעצב גם את חובות ההתנהגות החלות עליהם בדומה לזה. הטעם לכך נעוץ בכך שלהחלטותיהם 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

162 ראו גם ס' 288(א) לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, המטיל על המנהל הכללי ועל הדירקטורים של חברה שנמצאת בחדלות פירעון אחריות אישית לנוזקים שייגרמו לנושים אם לא פעלו לצמצום היקף חדלות הפירעון. לניתוח ביקורתי של הוראת חוק זו, ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" עיוני משפט מג (צפוי להתפרסם ב-2020) <http://bit.ly/2DR16sb>.

163 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 ובוהירות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי העמיתים (חובה שכמוה כחובת זהירות מוטלת על נושאי משרה בתאגיד) ואיסור להעדיף כל שיקול ועניין על פני טובת העמיתים (שכמוה כחובת אמונים)"). ראו גם ע"א 6187/15 נאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ נ' צולר, פס' 42 לפסק דינה של השופטת ברון (פורסם בנוב, 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").

164 ראו ס' 224א לחוק החברות.

165 ראו חזור גופים מוסדיים בעניין הדירקטוריון, לעיל ה"ש 93.

רשלניות של נושאי משרה בשוק משכנתאות הסאב־פריים אשר טמנו בחובן סיכונים אדירים ליציבות הכלכלה העולמית.<sup>166</sup>

סיכומם של דברים, להבנתי יש לפרש את רמת המיומנות הנדרשת מנושאי משרה כמו גם את היקף ההגנה שתעמוד להם מכוח כלל שיקול הדעת העסקי לפי מאפייניה המיוחדים של החברה, לרבות סוג החברה, תחום פעילותה ותרומתה לצמיחה 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 תאורטי והדין הקיים

דירקטוריון החברה נתפס עקרונית כגורם המופקד על האינטרסים של בעלי המניות בכללותם.<sup>167</sup> למן שנות החמישים של המאה הקודמת החלו חברות ציבוריות רבות בעולם לעבור בהדרגה מדירקטוריון המורכב מדירקטורים פנימיים (inside directors) לדירקטורים חיצוניים. למשל, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי לעומת שנות החמישים, אז 49% מחברי הדירקטוריון היו דירקטורים פנימיים, בשנת 2005 רק 25% מהם היו דירקטורים פנימיים.<sup>168</sup> גם פסיקת בתי המשפט בדלאוור בשנות השבעים והשמונים חיזקה את כוחם של הדירקטורים החיצוניים באמצעות הקביעה כי החלטות שקיבלו דירקטורים חיצוניים כפופות לביקורת שיפוטית מצומצמת יותר ועשויים לחסות לעיתים קרובות בכלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgment Rule).<sup>169</sup> התפתחות דומה חלה במדינות שונות באירופה,<sup>170</sup> ובאנגליה קובע ה־UK Corporate Code<sup>171</sup> כי הרכב הדירקטוריון של חברות ציבוריות צריך לכלול לפחות במחצית מחבריו חברים שהם חיצוניים, ובחברות קטנות הרכב הדירקטוריון צריך לכלול לפחות שני חברי דירקטוריון חיצוניים (independent non-executive directors).<sup>172</sup>

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

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

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

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

169 *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, 788 (Del. 1981).  
170 Paul L. Davies & Klaus J. Hopt, *Boards in Europe – Accountability and Convergence*, 61 AM. J. COMP. L. 301 (2013).

171 FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE (2016) ראו (UK), <http://bit.ly/38eWjio>.

172 שם, B.1.2, sec.

משרה שהם 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.<sup>173</sup> נוסף על זה, קיים חשש שדירקטורים חיצוניים יהיו תלויים יתר על המידה בהנהלת החברה ובדירקטורים הפנימיים בנוגע להיקף המידע שיועבר להם על עסקי החברה.<sup>174</sup> 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.<sup>175</sup> הדירקטורים החיצוניים נתפסים כשלוחיהם 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 לטובת האישי. לאחרונה טענו Bebchuk & Hamdani כי יש לאפשר לבעלי מניות המיעוט להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון החברה ולקבוע שבחירתם הראשונית והמחודשת של חלק מהדירקטורים החיצוניים תיעשה לכל הפחות בכפוף לזכויות וטו שלהם, דהיינו: בחירתם של דירקטורים כאלה תהיה מותנית באישור רוב של בעלי המניות וברוב מקרב בעלי המניות שאינם קשורים לבעל השליטה.<sup>176</sup> 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 לפי כוח הצבעה היחסי שלהם.<sup>177</sup> לפי

173 Bebchuk & Hamdani, לעיל ה"ש 102, בעמ' 1287: "Directors at firms with controlling shareholders — including 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 4, בעמ' 67 ("חוק החברות בישראל עשה כבוד דרך מסוימת בהתמודדות עם הבעייתיות הטמונה במצב שבו בעל השליטה ממנה את הדירקטורים בעזרת מוסד הדירקטור החיצוני. תת-פרק 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").

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

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

176 Bebchuk & Hamdani, לעיל ה"ש 102.

177 שם, בעמ' 1302–1304; Jeffrey N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124, 127 n.8 (1994).

שיטה זו, ייצוג בעלי מניות המיעוט בדירקטוריון החברה ייקבע לפי שיעור ההחזקות של בעל השליטה בהון התאגיד.<sup>178</sup> 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 אומנם מאפשר ייצוג טוב יותר של האינטרסים 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 גבוהה. יתר על כן, ההנחה שבבסיס מנגנון ההצבעה המצטברת היא 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.<sup>179</sup> דא עקא, שהמודל 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 "כשלווחו של הציבור וכנציגים של החוק והסדר בחברה" ומפקחים "מתוך דירקטוריון החברה, על פעילותה התקינה ועל ציות להוראות הקוגנטיות שבחוק".<sup>180</sup> תפקיד הדירקטור החיצוני הוא של מעין "מפקח-על המופקד על הפיקוח לזרימת המידע השוטף ולמיצוי הגילוי הנאות".<sup>181</sup> כמו כן חוק החברות קובע כי בחברה ציבורית ובחברה פרטית שהיא חברת אג"ח יכהנו שני דירקטורים חיצוניים לפחות.<sup>182</sup> חוק החברות קובע שורה ארוכה של

178 מנגנון ההצבעה המצטברת שמאפשר ייצוג לבעלי מניות המיעוט בדירקטוריון החברה לפי שיעור ההחזקה שלהם בהון המניות קיים בארגונינה, בפיליפינים, ברוסיה ובפולין ראו Tatiana Nenova, *A Corporate Governance Agenda for Developing Countries*, 217 *CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN* 181, 201 (2005).

179 Bernard Black & Reinier ; 102 בעמ' 1303, ה"ש 102, Bebhuk & Hamdani, לעיל ה"ש 102, Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 *HARV. L. REV.* 1911, 1947-1949 (1996).

180 ת"פ (שלום ת"א) 1168/94 מדינת ישראל נ' תכן הנפקות (1987) בע"מ, פ"מ התשנ"ד (4) 424, 434 (1994); עניין ורדניקוב עליון, לעיל ה"ש 114, פס' 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").

181 אברהם פלמן והדרה בר-מור דיני חברות בישראל להלכה ולמעשה כרך א 571 (מהדורה רביעית, התשנ"ד). הדברים צוטטו גם בבש"א 3114/99 כרוך נ' תדביק בע"מ, פ"ד נג' (3) 577, 580 (1999); עניין מטרת מיוזג (מחוזי), לעיל ה"ש 28, פס' 148-152 לפסק דינו של השופט כבוב. יצוין כי פרופ' גרוס מבקש למתן עמדה זו וטוען כי דירקטור חיצוני הוא בדיוק כדירקטור רגיל, על כל החובות הכלולות בתפקיד זה, כשהדירקטור הרגיל והדירקטור החיצוני חבים שניהם אותה חובת נאמנות לחברה. ראו גרוס חוק החברות, לעיל ה"ש 110, בעמ' 645-647.

182 ס' 239 לחוק החברות.

הוראות בנוגע לאי-תלותו של הדירקטור החיצוני אשר נועדו להבטיח כי שיקול דעתו לא יושפע מלחצים פסולים של בעל השליטה.<sup>183</sup> תיקון מס' 16 לחוק החברות מעניק לבעלי המניות שאינם נמנים עם בעל השליטה כוח מוגבר באשר למינוי דירקטור חיצוני. חוק החברות קובע כי הדירקטורים החיצוניים ימונו באספה הכללית, ובמניין רוב הקולות יכללו בעלי מניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי; או שסך קולות המתנגדים, מקרב בעלי המניות כאמור, לא יעלה על שיעור של 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.<sup>184</sup> תיקון מס' 16 לחוק החברות קבע כי תקופת כהונתו של דירקטור חיצוני תהיה שלוש שנים, והחברה רשאית להאריך את כהונה לשתי תקופות נוספות בנות שלוש שנים כל אחת, ובסך הכול תשע 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 כהונה, ובלבד שהמינוי התקבל אצל רוב מקרב בעלי המניות כאשר אין מביאים בחשבון את קולות בעל השליטה או בעלי עניין אישי; סך הקולות התומכים עולה על 2%; הדירקטור החיצוני הממונה לתקופה נוספת אינו בעל מניות קשור או מתחרה ואינו קרובו של בעל מניות שכזה או בעל זיקה אליו במועד המינוי או בשנתיים שקדמו לו.<sup>185</sup>

**(ב) חברי הדירקטוריון והרכבו הרצוי לפי המודל היחסי של הממשל התאגידי**  
 המודל היחסי של הממשל התאגידי מבקש לעצב את הרכב הדירקטוריון ואת שיעורם של הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה עיצוב שמחד גיסא יעניק הגנה נאותה על זכויות בעלי מניות המיעוט, ומאידך גיסא יבטיח שלא תיגרע יכולתו של בעל השליטה להכווין את פעילותה העסקית של החברה לטובת כלל בעלי המניות. על פי המודל היחסי יש לקבוע את הרכב הדירקטוריון שיהיה בו לתת ביטוי ליחסי הכוחות המדויקים שבין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט. פירוש הדבר הוא שאם שיעור ההחזקה של בעל השליטה בהון המניות של החברה קטן ממחצית זכויות ההון וככל שההצבעה בחברה והסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית כנגד בעל השליטה גבוהים יותר, יש להגדיל בהתאמה את שיעור הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה. בשל העובדה כי בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך יחסית מזכויות ההון וההצבעה, הרי שיש חשש כבד יותר כי ישתמש בכוח השליטה שבידיו להעברת משאבים מתאגיד זה לתאגיד אחר שבו שיעור החזקותיו בהון הוא גבוה יותר. כלומר ככל שהפער בין כוח השליטה של בעל השליטה לזכויות ההון 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 ההוניות של

183 שם, בס' 240. על פי סעיף 245א לחוק החברות, חלה חובה על הדירקטור החיצוני להודיע לחברה כי חדל להתקיים בו תנאי מהתנאים הדרושים לכהונתו.

184 ס' 239(ב) לחוק החברות.

185 שם, בס' 245(18). לדיון רחב במוסד הדירקטור החיצוני בדין הישראלי ראו גרוס חוק החברות, לעיל ה"ש 110, בעמ' 617-651.

בעל השליטה גבוהים יותר הוא מצומצם יחסית, ולכן ישנה הצדקה להקטין את מספר הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון החברה.<sup>186</sup> 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 פחות ממחצית זכויות ההון בחברה והסיכויים להתלכדות אופוזיציונית נגדו הם גבוהים, החשש הוא שהתקשרות הנגועה אינה עשויה להיטיב עם האינטרסים של החברה ובעלי מניותיה. לפי שיעורי ההחזקה ויחסי הכוחות שבין הצדדים בעלי מניות המיעוט (לרבות בעלי המניות מן הציבור) נושאים בתוחלת נזק גבוהה מזו של בעל השליטה אם יתברר כי העסקה שבה התקשרה החברה כשלה ולא היטיבה עם החברה. בשל העובדה שיש פער מובהק בין כוח השליטה של בעל השליטה ובין הזכויות ההוניות שלו בחברה, יש 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 בידי מספר גדול של דירקטורים חיצוניים יבטיח כי עסקה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי אכן מתיישבת עם טובת החברה, ללא צורך בהפעלת ביקורת נוספת מאת בתי המשפט בדיעבד. לעומת זאת כאשר בעל השליטה מחזיק יותר ממחצית זכויות ההון בחברה והסיכויים להתלכדות אופוזיציונית נגדו הם נמוכים, החשש כי ההתקשרות הנגועה תזיק לבעלי מניות המיעוט קטן יותר. 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 במספר קטן יותר של דירקטורים חיצוניים לבחינת העסקה ואישורה. אולם אם יתברר בדיעבד כי לא היה באישור העסקה בידי מספר קטן של דירקטורים חיצוניים כדי להבטיח שזו תתיישב עם האינטרסים של החברה, אזי יש לאפשר הגנה מסוג כלל אחריות באמצעות הפעלת ביקורת שיפוטית על תוכנן של עסקאות והליכי אישורן.

זאת ועוד, בקביעת שיעור הדירקטורים החיצוניים יש להביא בחשבון גם את מאפייני החברה ואת תרומתה ליציבות הפיננסית הכוללת. כאשר מדובר בגופים פיננסיים שיש להם השפעה קריטית על יציבות המשק בכללותו, יש הצדקה חזקה יותר לקביעת מספר גדול יותר של דירקטורים בדירקטוריון שהם בלתי תלויים ונעדרי זיקה לבעל השליטה (מבלי לגרוע מיכולתו של בעל השליטה להשתתף 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

186 ההרכב המוצע של דירקטוריון החברה לפי יחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט מתיישב יפה עם היקף הביקורת השיפוטית הראוי לדעתנו על החלטות הדירקטוריון בנוגע להחלטות הנגועות בעניין אישי של בעל השליטה. ראו להלן תת-פרק 4.ג.

השליטה או קרובו מכהן כבעל תפקיד מרכזי, יגדל שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון כך שלפחות מחציתם יהיו דירקטורים בלתי תלויים.<sup>187</sup> מהמקובץ עולה אפוא כי ראוי שדיני התאגידים יימנעו מקביעת מספר זה של דירקטורים חיצוניים היפה לכלל החברות הציבוריות הנסחרות בשוק ההון הישראלי. חלף זאת מוטב לקבוע הוראות עשירות יותר באשר למספרם של הדירקטורים החיצוניים בחברות ציבוריות אשר יביאו בחשבון את יחסי הכוחות הייחודיים שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט בהון המניות ואת הסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית נגד בעל השליטה.

#### 4. עסקאות עם בעל השליטה

##### (א) רקע עיוני

להלן אראה כיצד המודל היחסי של ממשל תאגידי רלוונטי לדרך הסדרת 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 שלוש שיטות להסדיר עסקאות כאלה.<sup>188</sup> על פי שיטה אחת, 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 לפיתוח שוק ההון.<sup>189</sup> 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. למשל, יש שיטות משפט הקובעות כי על החברה להגיש לבעלי המניות חוות דעת כלכלית עצמאית ובלתי תלויה של עורך דין או של בנק השקעות על הוגנות העסקה כחלק מהמידע הנמסר להם לצורך גיבוש החלטה בנוגע לאישור העסקה הנגועה (third party fairness opinion).<sup>190</sup> זאת ועוד, על פי שיטה זו, יש להסדיר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות פרוצדורה מיוחדת לאישור העסקה הנגועה בידי דירקטורים עצמאיים או בידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי בעסקה הנגועה (MOM-Majority of the Minority). מנגנוני בקרה מקדימים שכאלה אומצו בבלגיה,<sup>191</sup> בצרפת,<sup>192</sup> באיטליה,<sup>193</sup> בגרמניה,<sup>194</sup> באנגליה<sup>195</sup> ובקנדה.<sup>196</sup>

187 ראו ס' 6, 16 לחזור גופים מוסדיים בעניין הדירקטוריון, לעיל ה"ש 93; וכן ס' 6 לדברי ההסבר לסעיפים אלה.

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

189 Luca Enriques et al., *Related-Party Transactions*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 146–147 (Reinier Kraakman et al. eds., 3rd ed. 2017).

190 Enriques, *Related Party*, לעיל ה"ש 188.

191 לדין בין הבלגי בעניין זה ראו OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* 49–60 (2012).

192 לדין בין הצרפתי ראו שם, בעמ' 61–73.



על פי שיטה שלישית, יש להסדיר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות התמקדות בשאלה אם תנאי העסקה והליכי אישורה הוגנים בדומה לעסקה בין צדדים רחוקים (arm's length), ועל בתי המשפט להכריע בשאלה זו. על פי שיטה זו, לא ניתן למצות את מלוא הטענות שעומדות לבעלי המניות נגד העסקה באמצעות מתן אפשרות לבעלי המניות להשמיע את קולם באספה הכללית של בעלי המניות, בייחוד לנוכח העובדה כי לבעלי מניות המיעוט ולמשקיעים מן הציבור אין חלק בתהליך גיבוש העסקה, והם נדרשים לאשר אותה על יסוד מידע שמועבר להם ממוסדות החברה. שיטה זו אומצה בארצות הברית, וככל הנראה גם בישראל.

ארצות הברית מחמירה באשר לעסקאות ניגוד עם בעל השליטה בקובעה סטנדרט של "הגינות מלאה" (entire fairness), הבודק אם תנאי העסקה והליך אישורה היו הוגנים.<sup>197</sup> הוכחת הגינות העסקה מוטלת על בעל השליטה (או הדירקטוריון), אולם ניתן להעביר את נטל ההוכחה לתובע אם העסקה אושרה בקרב רוב בעלי מניות המיעוט, או אם המשא ומתן על העסקה נוהל כהלכה בוועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהורכבה מדירקטורים עצמאיים בלבד.<sup>198</sup> טרם ההלכה בעניין *M&F Worldwide Corp.*,<sup>199</sup> 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 פרוצדורליות על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, כגון אישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט או קיומה של ועדה מיוחדת של דירקטורים עצמאיים שבחנה את העסקה, היה

193 לדיון ברין האיטלקי ראו Marcello Bianchi et al., *Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy: An Empirical Analysis* 10–14 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 415/2014, 2014), available at <http://bit.ly/36jVnrl>

194 לדיון ברין הגרמני ראו Tobias H. Tröger, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, in *THE LAW AND FINANCE OF RELATED PARTY TRANSACTION* 426 (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2019).

195 לדיון ברין האנגלי ראו Paul L. Davies, *Related Party Transactions: UK Model*, in *THE LAW AND FINANCE OF RELATED PARTY TRANSACTION* 361 (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2019).

196 לדין הקנדי ראו Multilateral Instrument 61-101, *Protection of Minority Security Holders in Special Transactions* (1.2.2008) (Can.), <http://bit.ly/34V95A1>

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

198 ראו Corporate Law – Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections: *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014), 128 HARV. L. REV. 1818 (2015).

199 *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 641 (Del. 2014); *In re MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013). לאחרונה, הורחבה תחולתה של הלכת *MFW* על כלל פעולות חברה שלבעל השליטה עניין אישי ולא רק על עסקאות מיווג מסוג going private, שבהן בעל השליטה רוכש את אחזקותיהם של בעלי מניות המיעוט. ראו *IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane*, No. 12742-CB, 2017 WL 7053964 (Del. Ch. Dec. 11, 2017).

בכוחן של אלה רק להעביר את נטל ההוכחה לשכמו של התובע.<sup>200</sup> לאחרונה נקבע בפרשת *M&F Worldwide Corp.* כי בעסקאות כאלה יחול סטנדרט הביקורת השיפוטית של כלל שיקול הדעת העסקי אם התקיימו התנאים המצטברים האלה: (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 על בעלי מניות המיעוט או אילוצים. בהתקיים כל התנאים המפורטים לעיל הביקורת השיפוטית מוגבלת לבחינת הגינותו של ההליך שאפשר את אישור העסקה, ואין עוד מקום לדון בשאלה אם מחיר העסקה הוגן. פירוש הדבר הוא שבמצב הדברים הזה אין עוד תחולה לדוקטרינת ההגינות המלאה (entire fairness doctrine). לפי הלכה 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 יחסית להגנה מסוג כלל אחריות שלפיה בית המשפט הוא הגורם האמון על הערכת ההוגנות של מחיר העסקה.<sup>201</sup>

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 זה, 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.<sup>202</sup>

200 לדיון מקיף בהסדרה 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).

201 ראו Goshen, *The Efficiency*, לעיל ה"ש 197, בעמ' 413: "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 משתמשים 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* 105 (Luca Enriques & Tobias Troger eds., 2019).

202 אהרוני-ברק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 127 (אף שהמחוקק קבע כללי אישור מחמירים, עדיין יש לאפשר לבתי המשפט לבחון עסקאות אלה לגופן). כן ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" *משפט ועסקים* ט 75 (2008).

בעניין מכתשים אגן<sup>203</sup> ובעניין אליסנט<sup>204</sup> נדונו עסקאות שאושרו ונתקפו בבית המשפט לאחר מעשה. פסק הדין בעניין מכתשים אגן דן בעסקת המכירה של מכתשים אגן לחברת כימצ'יינה. בתביעה 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 אין עילה להתערבות שיפוטית כלשהי; השנייה, פרקטיקה ידועה ומקובלת בעולם העסקי היא תשלום פרמיית שליטה לבעל השליטה בחברה כאשר החזקותיו נרכשות בידי צד שלישי. לפיכך ההטבה הייחודית שבה זכתה כור מביאה לשוויון מהותי בין בעלי המניות במכתשים משום 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 החזקותיהם בחברה, וקיים אי-שוויון מהותי בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. כותבת כבוד השופטת דניה קרת את הדברים האלה:

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.<sup>205</sup>

גם בעניין אלסינט קבעה הנשיאה ביניש כי עסקה שעברה את מנגנוני האישור שקבע המחוקק הישראלי עדיין כפופה לביקורת שיפוטית של בית המשפט, אך במקרה כזה תהיה מרוסנת ומאופקת. כותבת השופטת ביניש 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

203 ת"צ (כלכלית ת"א) 11-01-26809 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות ע"מ (פורסם בנוב, 3.8.2011).

204 ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות תגמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (פורסם בנוב, 28.5.2012).

205 עניין מכתשים אגן, לעיל ה"ש 203, בעמ' 21, 28.

ההגינות המלאה (Entire Fairness) 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 שדיקטוריון 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 התובעים נטל קל בלבד של הוכחה לכאורית לקיומו של קיפוח, ואילו בעל השליטה הוא שנושא בנטל להוכיח את הגינותה המלאה של העסקה.<sup>206</sup>

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.<sup>207</sup> באותו עניין נפסק כי אף שהפסיקה בישראל טרם הכריעה בשאלה אם קיום הליכי האישור המיוחדים הקבועים בחוק החברות בהכרח יחסן את החברה מהתערבות שיפוטית בהחלטותיה, עדיין יש מקום להעניק צו גילוי מסמכים רחב בהיקפו כדי שיהיה אפשר לברר כראוי את תקינות ההליכים לאישור העסקה ואת הגינות התמורה שקיבל הציבור.<sup>208</sup>

206 עניין אלסינט, לעיל ה"ש 204, פס' 40. ראו גם עניין ורדניקוב עליון, לעיל ה"ש 114, פס' 102 לפסק דינו של השופט עמית. עמיר ליכט סבור גם הוא כי כאשר החלטה עמדה בתנאים הפרוצדורליים הנדרשים, אין מקום לבחון את תוכן ההחלטה העסקית לגופה. ליכט מותח ביקורת על הנכונות המסתמנת לאמץ את דוקטרינת ההגינות המלאה, שאותה הוא מכנה "דוקטרינה נפסדת". לדבריו, מדובר בדוקטרינה המכשירה הפרה "הוגנת" של חובת אמון, מה שמהווה סטייה חמורה מעקרונות היסוד של דיני האמונות, האוסרים לפעול במצב שיש בו חשש לקיומו של ניגוד עניינים. ראו ליכט "בגנות ההגינות", לעיל ה"ש 147, בעמ' 745-758.

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

208 פס' 28-30. ראו גם עניין **שילוני**, לעיל ה"ש 70, פס' 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 ההגינות המלאה במצבים מסוימים, בפרט כאשר מדובר בעסקאות בעלות משמעות חריגה כלפי בעלי המניות, או כאשר מדובר בעסקה בעלת סימנים 'מחשידיים').

### (ב) שאלת הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי שליטה לאור תכנון 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 לפי מנגנוני בקרה מקדימים בדין ובהלכה הפסוקה. כזכור, המודל מבקש ליצור כללי ממשל תאגידי יחסיים אשר עשויים להלום ביתר דיוק את מאפייניה הייחודיים של החברה. על פי מודל זה, השאלה אם יש לקיים ביקורת שיפוטית על תנאי העסקה קשורה קשר הדוק לשאלת יחסי הכוחות בין בעל השליטה לבעל מניות המיעוט בחברה נתונה. לטעמי, בעניין זה יש להבחין בין ביקורת שיפוטית פרוצדורלית לבין ביקורת שיפוטית מהותית.<sup>209</sup> ביקורת שיפוטית פרוצדורלית מתמקדת בשאלה אם תהליך אישור העסקה וחשיפת המידע לפני ציבור המשקיעים היה תקין ועמד בדרישות הקבועות בדיני החברות. לעומת זאת ביקורת שיפוטית מהותית בוחנת אם 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 אם העסקה היא לטובת אינטרס החברה או מתוך רצון לקדם אינטרסים בלעדיים של בעל השליטה.

אני סבור כי כאשר שיעור ההחזקה של בעל השליטה נמוך ממחצית זכויות ההון וההצבעה, וקיימים סיכויים גבוהים להתלכדות אופוזיציונית הגורעת מיכולתו של בעל שליטה להכווין את פעילותה העסקית, יש להפעיל ביקורת שיפוטית פרוצדורלית 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, למשל באמצעות השפעה ישירה על אופן בחירתם של דירקטורים חיצוניים בחברה,<sup>210</sup> או לחלופין בשל ההסתייעות 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* מזכיר את העלייה החדה בהחזקות משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות ואת יכולתם של אלה לבלום הצעות רכש שאינן עולות בקנה אחד עם טובת ציבור בעלי המניות בכללותו. כלומר, בשל כוחם היחסי הלא מבוטל של משקיעים אלה לעומת כוחו של בעל השליטה סבור בית המשפט כי יהיה מוצדק להישען על כלל קניין המכפיף עסקאות מסוג Going Private להצבעה של בעלי מניות המיעוט מבלי שיש צורך בביקורת שיפוטית נוספת על הוגנות העסקה.<sup>211</sup> זאת ועוד, בית המשפט מזכיר את האינטרנט כמקור לתפוצה רחבה של נתונים על החברה וכאמצעי לצמצום פערי המידע בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.<sup>212</sup> נימוקים אלה מתיישבים עם תוכנו המודל היחסי המוצע בחיבור זה.

209 ראו אהרוני ברק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 69–71.

210 ראו לעיל תת-פרק ג.3.

211 ראו עניין *MFW*, לעיל ה"ש 199, בעמ' 530.

212 שם, בעמ' 531.

יתר על כן, מחקר אמפירי מאיר עיניים מהעת האחרונה של Lauterbach & Mugeran<sup>213</sup> מלמד כי קיים מתאם בין קיומם של משקיעים מוסדיים בחברה לבין יכולתם להגן על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט ולדחות את הצעת הרכש מטעם בעל השליטה בעסקאות מסוג Going Private.<sup>214</sup> נוסף על זה מחקרם מלמד כי לגודל החברה יש השפעה ניכרת על הסיכויים שבעלי המניות יסכימו להצעות הרכש. בחברות גדולות אשר כפופות לסיקור תקשורתי רציף, פערי המידע בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט קטנים יותר, ולכן ביכולתם של האחרונים להעריך במדויק אם הפרמיה המוצעת להם עבור רכישת החזקותיהם היא הוגנת ולא נצלנית.<sup>215</sup> עוד נמצא כי יש גורמים נוספים המשפיעים על התנגדותם של בעלי מניות להצעת הרכש של בעלי שליטה וכפועל יוצא על שיעורה של הפרמיה המשולמת להם בסופו של דבר. למשל, נמצא מתאם שלילי בין גודל החברה לבין שיעור הפרמיה שעליה הסכימו בעלי המניות בהצעת הרכש אשר קיבלה את הסכמתם. ככל שהחברה קטנה יותר, פערי המידע בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט מובהקים יותר, ולכן נוכחות חזקה של משקיעים מוסדיים עשויה להוביל לתשלום פרמיה גבוהה יותר.<sup>216</sup> אני סבור כי כאשר מדובר בחברות קטנות שאין בהן החזקה נרחבת של משקיעים מוסדיים על הון המניות, יש לפעול למתן הגנה רחבה יותר על זכויות בעלי מניות המיעוט בעסקאות מסוג Going Private. בחברות אלה, שאינן זוכות לסיקור תקשורתי מקיף, יש פערי מידע מובהקים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט העלולים להביא לפגיעה יתרה בזכויותיהם של בעלי מניות אלה. לכן גם במקרים שבהם העסקה אושרה לפי מנגנוני בקרה מקדימים הקבועים בדין ובפסיקה, יש צורך בביקורת שיפוטית משלימה כדיעבד אשר תבחן את הגינות העסקה. לעומת זאת כאשר מדובר בחברות גדולות שיש בהן החזקה נרחבת של משקיעים מוסדיים, די יהיה בתנאים שנקבעו בעניין *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 על אודותיו היה תקין ועמד בדרישות פרשה זו.

לעומת זאת כאשר שיעור ההחזקה של בעל השליטה גבוה ממחצית זכויות ההון ההצבעה, וקיימים סיכויים נמוכים להתלכדות אופוזיציונית נגד בעל השליטה, יש להפעיל ביקורת שיפוטית הדוקה יותר באמצעות בחינה מהותית של הוגנות העסקה. כוחם של בעלי מניות המיעוט חלש מזה של בעל השליטה, ולכן במצב דברים כזה יש צורך בבקרה משלימה בבית המשפט אשר יבטיח כי העסקה הוגנת וסבירה. בדומה לזה, כאשר מדובר בגופים פיננסיים אשר תרומתם ליציבות המשק הישראלי קריטית, יש לפעול להגנה טובה יותר על בעלי מניות המיעוט באמצעות ביקורת שיפוטית מהותית על תנאי העסקה ולא רק

Beni Lauterbach & Yevgeny Mugeran, *The Effect of Institutional Investors' Voice on the Terms and Outcome of Freeze-out Tender Offers* (European Corp. Governance Inst., Finance, Working Paper No. 576/2018, 2019), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3243035](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3243035)

214 שם, בעמ' 20.

215 שם, בעמ' 24.

216 שם, בעמ' 12.

ביקורת שיפוטית פרוצדורלית. 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 ביתר דיוק את המקרים שבהם תופעל ביקורת שיפוטית על תוכן של עסקאות עם בעל שליטה עשויות להיטען טענות נגד שונות, למשל: ניתן לטעון כי ההצעה האמורה מצמצמת את כלי הביקורת השיפוטית של בית המשפט משום שהיא מונעת ביקורת מהותית במקרים שבהם מדובר בעסקאות של חברות שאינן עומדות בתנאי המודל, אך יש חשד באשר להוגנותן. עוד ניתן לטעון כי ההצעה למעשה מרחיבה את הדין הקיים, מכיוון שחלף הפעלת שיקול דעת שיפוטי בנוגע לנחיצות ההתערבות בתוכן של עסקאות היא מאפשרת קטגורית ביקורת שיפוטית מהותית על סוגי מקרים שונים. אני סבור כי אף שמדובר בביקורת שמשקלה בצידה, היא אינה מתיישבת עם הנטייה ההולכת וגוברת של בתי המשפט להצהיר במפורש על סמכותם להפעיל ביקורת שיפוטית מהותית על תוכן של עסקאות עם בעל שליטה, ללא יוצא מן הכלל, אף כאלה שאושרו בהליכים מתאימים על פי הוראות חוק החברות.<sup>217</sup> קביעה אחרונה זו אינה מתיישבת עם ההסתייגות של המודל היחסי של הממשל התאגידי מהחלה אחידה של הכללים המשפטיים בבחינת "one size fits all regulations", בהתחשב בשונות הרבה בין מאפייני החברות הציבוריות השונות וביחסי הכוחות הייחודיים שבין בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט בכל אחת מהן. לכן עמדתי באשר לאופני ההסדרה של עסקאות עם בעלי עניין היא למעשה "גישת ביניים" בין עמדת פסיקת בתי המשפט, הנוטה לבחון את תוכן של עסקאות עם בעלי שליטה, לבין הגישה השוללת ביקורת שכזו לחלוטין.<sup>218</sup> גישת ביניים זו תוחמת את שיקול הדעת השיפוטי 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 התאורטי, המשפטי והכלכלי שנערך בחיבור זה הניח כמה הצדקות לעיצוב מחדש של דיני החברות בישראל לפי תכנון של המודל היחסי של הממשל התאגידי. הספרות התאורטית אינה מכריעה קונקלוסיבית 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 באפקטיביות הרבה ביותר. זאת ועוד, חוק החברות העניק פרשנות רחבה למונח "שליטה" המאפשרת החלת הסדריו על בעלי מניות שאינם עומדים במבחנים הכמותיים הקבועים בדין אף שקיים ספק באשר ליכולתם להכווין

217 ליכט "בגנות ההגינות", לעיל ה"ש 147, בעמ' 747 ("לאחר פרשת מכתשים-אגן החל בית המשפט הכלכלי להוציא בקצב גובר והולך פסקי דין והחלטות שבהם דוקטרינת ההגינות המלאה הדלאוורית משתלבת בניתוח המשפטי באופן מתוכלל, לא פעם לצד אחותה הזוטרה, הבחינה המוגברת, לעיתים כאילו היו חלק מהדין ולעיתים בתוך כדי הבהרה שהנקודה טרם הוכרעה").

את פעילותה העסקית של החברה בהקשרים שונים. יתר על כן, הנתונים הכמותיים שפורטו בחיבור זה מצביעים על היחלשות מובהקת של הדפוסים הריכוזיים ועל ריבוי בולט בדפוסים הביזוריים. המודל היחסי של הממשל התאגידי מבקש לגשר בין שתי תכליות אשר לעיתים קרובות עלולות שלא להתיישב זו עם זו. מחד גיסא מטרתם של דיני התאגידיים להבטיח כי בעל השליטה לא ינצל את הכוח שבידיו לתיעול טובות הנאה מכיסה של החברה לכיסו הפרטי על חשבון זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, ומאידך גיסא קיים חשש כי ככל שההגנה שיעניק הדין לזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט תהיה רחבה יותר, כך יקטן הסיכוי כי בעל השליטה יקשור את גורלו בגורל החברה לטווח ארוך ויתרום ממומחיותו לפיתוח עסקיה והשאת רווחיה. במצב דברים שכזה קיימת חשיבות רבה ביצירתם של דינים עשירים יותר אשר יביאו לשינוי משקל נורמטיבי בקשר עם הסדרת היחסים המשפטיים שבין קבוצות בעלי המניות או בין נושאי המשרה והחברה בהתאם ליחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, גודל וסוג החברה, תחום הפעילות, מצבה העסקי ותרומתה לצמיחה הכלכלית במשק המקומי.

בחיבור זה הצעתי אסדרה מחודשת של סוגיות מרכזיות בדיני התאגידיים של ישראל כך: ראשית, בשל השונות הרבה בין מאפייני התאגידיים השונים ותחום פעילותם, אין לפרש את סעיף 11 לחוק החברות פירוש 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 בגיוון רב מזה של המצב 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 לפי מאפייניה המיוחדים של החברה, לרבות סוג החברה, תחום פעילותה ותרומתה לצמיחה כלכלית של המשק המקומי.

שלישית, יש לעצב את הרכב הדירקטוריון עיצוב שלפיו מספרם של הדירקטורים החיצוניים בו יהלום את יחסי הכוחות שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט בהון המניות ואת הסיכויים ליצירת התלכדות אופוזיציונית נגד בעל השליטה. רביעית, יש להפעיל ביקורת שיפוטית פרוצדורלית על עסקאות עם בעל שליטה כאשר שיעור ההחזקה 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 ההחזקה של בעל השליטה גבוה ממחצית זכויות ההון וההצבעה, וקיימים סיכויים נמוכים להתלכדות אופוזיציונית נגד בעל השליטה.

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