

חובת ההגינות, בעלי כוח הכרעה וחברות ללא גרעין שליטה

מאת

מורן אופיר*

בשנים האחרונות ניכרת בשוק ההון הישראלי, מגמה של שינוי מבנה הבעלות, במסגרתה מספר הולך וגדל של חברות עובר ממבנה בעלות הכולל בעלי מניות המחזיקים בגרעין שליטה ולצידם בעלי מניות מיעוט למבנה של בעלות מבוזרת. בחברה ללא בעל שליטה, יכולים בעלי מניות דומיננטיים ואקטיביסטים, המחזיקים בשיעור נמוך של מניות החברה, להשפיע ואף להטות את הכף בהחלטות המתקבלות ולהכווין את עסקי החברה. בשל כך, חוק החברות מטיל חובת הגינות לא רק על בעלי שליטה אלא גם על בעלי כוח הכרעה אלא שלצד החובה בולט העדרה של הגדרה ברורה ומפורשת למושג כוח הכרעה. המאמר דן בחובתם זו של בעלי כוח הכרעה ומציע מבחן לאמידת כוח ההכרעה השאול מתחום תורת המשחקים השיתופיים. המבחן מתבסס על ערך שפלי (Shapley Value) ועל מדד הכוח של שפלי ושוביק (Shapley and Shubik's Power Index) ומציג את יישומו על ההחלטות המתקבלות באסיפת בעלי המניות לצורך אמידת כוח הכרעתם של בעלי מניות מיעוט בהחלטות שונות. מבחן זה, כמפורט במאמר, פשוט להפעלה, נבחן בצורה אובייקטיבית המבוססת על המערכת העובדתית שהתקיימה בעת קבלת ההחלטה הנבחרת ואינו מוגבל למבני בעלות ספציפיים, לשווקים מסוימים ולזמנים הנוכחיים. אימוץ המבחן צפוי להגביר את הודאות המשפטית באשר להטלת חובות על בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה ובכך לצמצם את בעית הנציג הנוצרת כתוצאה מהפער בין חלקם הפורמלי בחברה לבין כוחם האפקטיבי.

מבוא. א. מגמות במבנה הבעלות בישראל. ב. חובת ההגינות של בעלי שליטה מול בעלי כוח הכרעה. 1. ספרות. 2. פסיקה. ג. אחיזתם של בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה בעולם. 1. ספרות. 2. פסיקה. ד. מיהו בעל כוח הכרעה – ערך שפלי ומדד הכוח של שפלי ושוביק. ה. הערות יישומיות. סיכום. נספחים.

* מרצה בכירה, בית ספר הארי רדזינר למשפטים, אוניברסיטת רייכמן mofir@runi.ac.il. תודתי נתונה למתי אהרון, משה ברקת, אסף חמדני, רוני טלמור, ברק ירקוני, עמיר ליכט, ג'ושוע מיטס, יפעת נפתלי בן ציון, דובי סלומון, אהוד קמר, קובי קסטיאל, אסף רו, למשתתפות ולמשתתפי כנס על פי רב יישק דבר? רב, מיעוט וכללי הכרעה, כנס העשור לבית המשפט הכלכלי והסדנה האקדמית בדיני תאגידיים של מרכז פישר באוניברסיטת תל אביב, לפורום המנהלים של הרשות לניירות ערך, לאשכול תאגידיים ושוק ההון במחלקת ייעוץ וחקיקה במשרד המשפטים ולחברי וחברות לובי 99 על הערותיהם המועילות, לאנטרופי ממשל תאגידי על שיתוף הנתונים, ליובל ברקן על עזרה מעולה במחקר, לחגי יעקובי, לגיא כהן ולחברות מערכת כתב העת משפטים על תרומתם להשבחת המאמר.

מבוא

בשנים האחרונות ניכרת בשוק ההון הישראלי, מגמה של שינוי מבנה הבעלות, במסגרתה מספר הולך וגדל של חברות עובר ממבנה בעלות הכולל בעלי מניות המחזיקים בגרעין שליטה ולצידם בעלי מניות מיעוט למבנה של בעלות מבוזרת. הבעלות המבוזרת מציבה מספר אתגרים לדיני החברות הישראלים, אשר נחקקו לאור מבנה בעלות ריכוזי ששרר בשוק ההון המקומי לאורכם של מספר עשורים. אתגרים אלו נובעים, בין השאר, ממערך כוחות שונה בין הקהילות השונות הקשורות לחברה במבנה בעלות ריכוזי לעומת זה המתקיים במבנה בעלות מבוזר. מגמה זו אף הביאה את משרד המשפטים סמוך לכתובת שורות אלה, לפרסום תזכיר חוק המציע להתאים את כללי הממשל התאגידי הקבועים בחוק החברות לחברות ללא גרעין שליטה.¹

בספרות, מקובלת אבחנה בין שלוש בעיות נציג שונות המאפיינות את החברות העסקיות:² בעית נציג בין בעלי המניות לבין המנהלים, בעית נציג בין בעלי המניות לבין הנושים ובעית נציג בין בעלי השליטה לבין בעלי המיעוט. בחברות עם גרעין שליטה, בעית הנציג המרכזית היא "בעיית הנציג האופקית"³ החלה ביחסים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. על אף קיומם של אינטרסים הומוגניים, בקרב כל בעלי המניות בחברה, ביחס למקסום ערכה של החברה, קיים ניגוד אינטרסים מובנה בין בעל השליטה ליתר בעלי מניות המיעוט באשר לשאיפותיו של הראשון לתעל ערך מהחברה בשיעור העולה על סך אחזקותיו הריאליות.

בחברות ללא גרעין שליטה, לעומת זאת, בעית הנציג המרכזית היא "בעיית הנציג האנכית", החלה ביחסים בין בעלי המניות (המבוזרים) למנהלי החברה.⁴ כשאין בעל שליטה בתמונה, לו זהות אינטרסים גבוהה עם שאיפות הרווח של החברה ותמריץ כלכלי משמעותי לפקח באופן אפקטיבי על פועלם של המנהלים, כוחם של המנהלים עולה ויש חשש שמא יפעלו בעבור האינטרס האישי שלהם שעשוי לסטות מהאינטרס המרכזי של החברה ושל כלל בעלי מניותיה – השאת ערכה של החברה.

במקביל לעליית כוחם היחסי של מנהלי החברה במציאות של בעלות מבוזרת, עולה גם כוחם היחסי של בעלי מניות מיעוט דומיננטיים שאינם בעלי שליטה. בחברה ללא בעל שליטה, יכולים בעלי מניות דומיננטיים ואקטיביסטים, המחזיקים בשיעור נמוך של מניות החברה, להשפיע ואף להטות את הכף בהחלטות המתקבלות בחברה.⁵ בעלי מניות אלו, שניתן לכנותם בעלי כוח הכרעה, עשויים, במקרים מסוימים, להשפיע על החברה כפי

¹ תזכיר חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א 2021, פורסם ב-10.3.2021.

² זוהר גושן, בעית הנציג כתאוריה מאחדת לדיני התאגידיים, ספר זכרון לגואלטיארו פרוקציה - חיבורי משפט (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996), עמ' 239.

³ לאון יהודה אנידג'ר "לקראת עיצובם של משטרי ממשל תאגידי יחסיים בישראל" משפטים נ 189 (2020).

⁴ רשות ניירות ערך, קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה (23.09.2019).

⁵ ראו לעניין זה את מאמרו של אסף חמדני וקובי קסטיאל, בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופי מוסדיים במינוי דירקטורים, המשפט כו 265 (2020), הבוחן את שיתופי הפעולה בין משקיעים מוסדיים במינוי דירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה.

שמשפיעים בעלי שליטה ולצבור כוח הדומה לכוחם של האחרונים.⁶ תופעת האדישות הרציונלית המאפיינת את רב בעלי מניות המיעוט בחברה, מעצימה את כוחם של אלו שבוחרים לנסות ולהשפיע על החלטות החברה ולכן תורמת לצבירת כוחם של האחרונים וליצירת פער בין הכוח הפורמלי המשתקף בשיעור האחזקות שלהם לבין הכוח האפקטיבי הבא לידי ביטוי בהשפעתם בפועל על המתרחש בחברה.

פער זה בין כוחם הפורמלי לבין כוחם האפקטיבי של בעלי מניות דומיננטיים הוא נשוא מאמר זה. בעוד ששאלת חבותם של בעלי כוח הכרעה נדונה בעבר בספרות ובפסיקה המקומית ובעיקר הזרה, טרם הוצע מבחן קוהרנטי לאמידת כוח ההכרעה של בעל מניית מיעוט שיוביל למסקנה כי יש להחיל עליו את החובות הרלוונטיות. לאורם של הדיונים שהתקיימו בנושא ובשל שינוי המגמה במבנה הבעלות בישראל, המאמר מציע מבחן לקביעת כוחו האפקטיבי של בעל מניית מיעוט שיוביל לסיווגו כבעל כוח הכרעה בהחלטה מסוימת. המטרה היא לייצר מבחן שיתן ודאות משפטית לשאלת אבחנת כוח ההכרעה, כאשר ניתן יהיה להתבסס על מבחן זה לצורך קביעת היקף אחריותו של בעל מניות דומיננטי כזה או אחר.

המבחן המוצע מתבסס על פיתוחים מתחום תורת המשחקים השיתופיים אשר נעשה בהם שימוש בעבר להבחנה בין כוח פורמלי לכוח אפקטיבי בהיבטים שונים למשל, בשאלת כוחו האפקטיבי של החברות השונות במועצת הביטחון של האו"ם. הערך המרכזי עליו המבחן יתבסס מכונה ערך שפלי וכן יעשה שימוש ביישום של הערך הנקרא מבחן הכוח של שפלי ושוביק. יישום פשוט של המבחן יכול להראות מתי בעל מניית מיעוט מהווה לשון מאזנים בהחלטה מסוימת ומהו כוחו היחסי ביחס לשאר בעלי המניות בחברה.

בחלקו הראשון של המאמר אסקור את המגמות הנוכחיות במבנה הבעלות בישראל ובפרט את המעבר בין מבנה הבעלות הריכוזית הכולל גרעיני שליטה למבנה בעלות מבוזרת נטולת גרעיני שליטה. לאחר מכן, המאמר ידון בכתיבה הקיימת, ראשית המקומית ולאחריה הזרה, העוסקת בהטלת חובות משפטיות על בעלי כוח הכרעה תוך הבחנה בין הדיון שנערך בספרות האקדמית מול זה שבא לידי ביטוי בהלכות הפסוקות. לאחר דיון זה יוצג המבחן המוצע לסיווגו של בעל מניית מיעוט כבעל כוח הכרעה. לבסוף, אדון בהשלכות יישומיות של השימוש במבחן למדידת כוחם של בעלי מניות מיעוט ואסכס.

א. מגמות במבנה הבעלות בישראל

לאורך שנים רבות, המשק הישראלי התאפיין במבנה בעלות ריכוזי. לרוב החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב היה גרעין שליטה וחברות ציבוריות רבות נשלטו על ידי מספר מצומצם של קבוצות עסקיות. נכון לשנת 2012, ערב חקיקת חוק הריכוזיות, כרבע מהחברות שהיו רשומות למסחר בישראל (135 מתוך 542 חברות) השתייכו לכ-25 קבוצות עסקיות וסך משקלן של חברות אלו בשווי השוק של החברות הציבוריות נאמד בכ-7.69%.

⁶ ע"פ 3506/13 הכי נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 12.1.2016).

⁷ הוועדה להגברת התחרותיות במשק המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים, 9 (2012). להרחבה נוספת על מאפייני שוק השליטה בחברות בישראל בשנים אלו ראו מורן אופיר, פרמיית השליטה בעסקות מיזוג מסוג going private, משפט ועסקים כ', 417, 420-422 (2017).

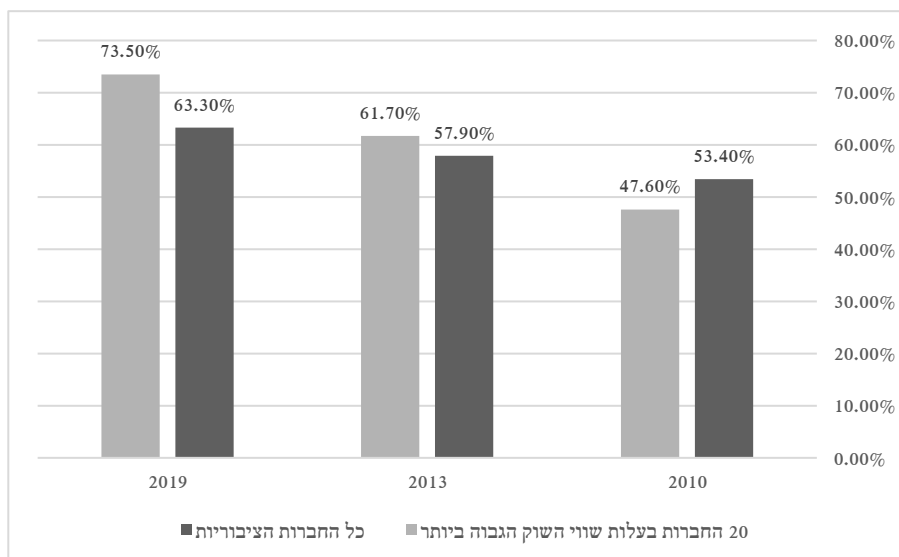
קבוצות עסקיות אלו התאפיינו גם בפיזור ענפי רחב, ברמת מינוף גבוהה,⁸ בשילוב אחזקות ריאליות ופיננסיות⁹ וברשת דירקטורים משותפת.

בשנים האחרונות ניכרת מגמה של שינוי מבנה הבעלות בבורסה המקומית כשחברות רבות עוברות ממבנה אחזקות בו יש גרעין שליטה לבעלות מבוזרת. בין השנים 2016-2019, גדל מספר חברות אלו ב-50%¹⁰, ונכון לסוף שנת 2019 מספרן הכולל עמד על 72 חברות.¹¹ גל ההנפקות שפקד את שוק ההון הישראלי בשנים 2020-2021 העצים אף יותר את התופעה ונכון לסוף שנת 2021 מספרן עומד על 105 חברות.¹² כשבוחנים את שווי השוק של אותן חברות, המגמה משמעותית אף יותר. בעוד שבסוף שנת 2019 חברות אלו הוו כ-26% מסך השווי, בסוף שנת 2021 שווי השוק של חברות אלו הווה כ-34% מסך השווי הכולל של חברות הנסחרות בבורסה הישראלית.¹³

הגרף הבא מתאר את ההתפתחות בשיעור אחזקות הציבור בחברות הציבוריות בין השנים 2010 עד 2019 תוך הבחנה בין כל החברות הציבוריות לבין 20 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר. ניתן לראות עליה משמעותית בשיעור אחזקות הציבור בחברות הציבוריות בשנים אלו ותופעה זו היתה דומיננטית יותר בקרב החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר שם שיעור החזקות הציבור עלה ביותר מ-50% במהלך התקופה.

⁸ משקלן של 10 הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל באשראי העסקי החוץ בנקאי הוא כ-50%. שם.
⁹ כ-50% מן החברות במגזר הפיננסי משתייכות לקבוצות עסקים בישראל. המחלקה לפיקוח תקציבי קבוצות עסקים בישראל – תיאור, ניתוח והשלכות, 2 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע, 2010).
¹⁰ Entropy נייר עמדה בנושא: ממשל תאגידי מאוּן בחברות ללא גרעין שליטה 5 (2019).
¹¹ אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות" כלכליסט 26.12.2019
<https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html>
¹² נתוני הבורסה לניירות ערך ליום 31.12.2021.
¹³ שם.

גרף 1: שיעור החזקות הציבור בחברות הציבוריות 2010-2019

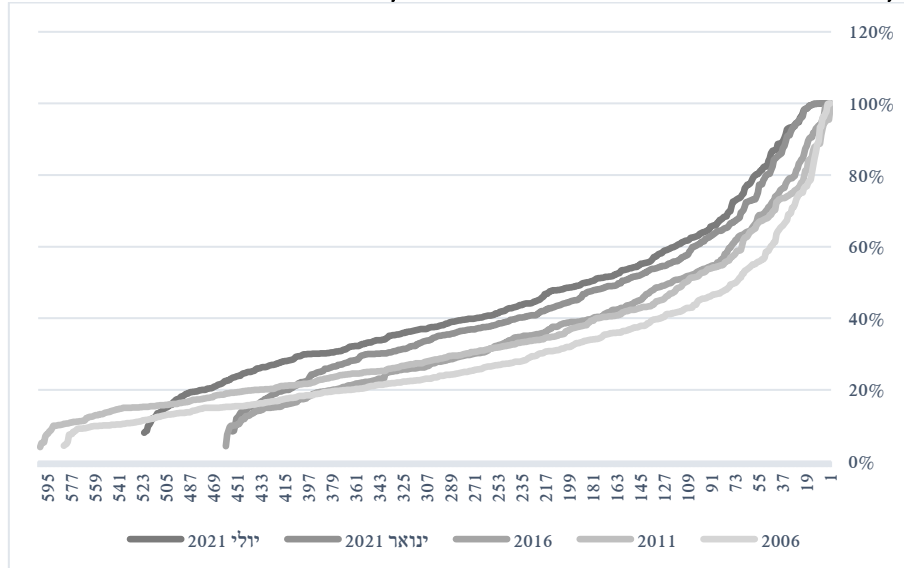


הגרף הבא מתאר את אותה המגמה אך כולל את הנתונים המדויקים של כל החברות הנסחרות להבדיל מנתונים ממוצעים ומציג תמונת מצב עדכנית.¹⁴ בציר ה-Y נתון שיעור החזקות הציבור בכל אחת מהחברות הנסחרות ובציר ה-X מופיע מספר החברות להן שיעור החזקות ציבור נתון. בגרף מתוארות חמש נקודות זמן שונות, ארבע מהן נבחרו בפרקי זמן זהים של חמש שנים מינואר 2021 ואחורה והחמישית, ביולי 2021.¹⁵ ראשית, ניתן לראות ירידה דרסטית במספר החברות הציבוריות הכולל שבשתי נקודות הזמן הראשונות עמד על קרוב ל-600 חברות ואילו בשתי נקודות הזמן שלאחריהן עמד על כ-460 חברות ועלייה חדה בנתון זה במחצית השנה שבין ינואר ליולי 2021 עד לכ-523 חברות ציבוריות. בנוסף ולענייננו, ניתן לראות שככל שמתקדמים בשנים העקומים זזים למעלה. משמע, מספר החברות הנסחרות בשיעורי אחזקות ציבור גבוהים הולך וגדל עם השנים. חשוב להדגיש שפרק הזמן שבין שני העקומים העדכניים ביותר הוא של חצי שנה בלבד להבדיל מפרקי זמן של חמש שנים בין יתר העקומים. השינוי שחל בחצי השנה האחרונה המתוארת גדול מהשינוי שחל במשך חמש שנים בחלק מהתקופות המתוארות בגרף.

¹⁴ מקור הנתונים באתר המידע של הבורסה לניירות ערך <https://www.tase.co.il/he/statistics>.

¹⁵ נקודת הזמן לה קיימים הנתונים המדויקים העדכניים ביותר, נכון לכתיבת שורות אלו.

גרף 2: מספר החברות הציבוריות עבור שיעורי אחזקות ציבור שונים



ניתן למנות מספר גורמים, סיבות ונסיבות שהובילו לשינוי המגמה במבנה הבעלות בישראל. בראש ובראשונה, קדם לשינוי המגמה, שינוי רגולטורי. בסוף שנת 2013 עבר בכנסת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.¹⁶ מטרת החוק היו חיזוק המבנה התחרותי של המשק, שיפור יעילותו, איתנותו והגדלת רווחת הציבור.¹⁷ כדי להגשים מטרת אלו, נקבעו בחוק מספר הסדרים הנוגעים לשלושה תחומים עיקריים: הסדרת השליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידלי,¹⁸ הסדרת החזקות ריאליות ופיננסיות¹⁹ ובחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים.²⁰

החוק שאמץ את מסקנותיה של הוועדה להגברת התחרותיות במשק קבע בין היתר שתי החלטות משמעותיות לעניין מבנה הבעלות בשוק הישראלי. ההחלטה הראשונה עסקה בפירוק המבנה הפירמידלי שאפיין קבוצות חברות רבות במשק. מבנה זה אפשר לבעלי הון לשלוט בחברות ציבוריות רבות בהשקעת הונית מצומצמת, באמצעות החזקת מספר שכבות של חברות בנות.²¹ החוק קבע שחברה ציבורית יכולה להחזיק בחברת בת, אך זו, מוגבלת ואינה יכולה להחזיק בחברת בת בעצמה, כך הצטמצמו הפירמידות והוגבלו לשתי שכבות בלבד.²² ההחלטה השניה עסקה בהפרדה בין אחזקות של תאגידים ריאליים משמעותיים

¹⁶ חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013. להלן - חוק הריכוזיות.

¹⁷ הוועדה להגברת התחרותיות במשק, לעיל ה"ש 7.

¹⁸ פרק ג' לחוק הריכוזיות.

¹⁹ פרק ד' לחוק הריכוזיות.

²⁰ פרק ב' לחוק הריכוזיות.

²¹ שם, בס' 21.

²² במניין השכבות נלקחות בחשבון רק חברות ציבוריות וחברות פרטיות המנפיקות אג"ח לציבור (חברות אג"ח).

לאחזקות של תאגידים פיננסיים משמעותיים.²³ למעשה, בשל הסיכון ליציבות המשק, היקפי האשראי הגבוהים והפגיעה בתחרותיות, בעלי שליטה הוגבלו באחזקותיהם ואינם יכולים להחזיק עוד גם בתאגיד פיננסי משמעותי וגם תאגיד ריאלי משמעותי.²⁴

שתי החלטות אלו לא הותירו ברירה לבעלי שליטה רבים וחיבו אותם למכור את אחזקותיהם בחלק מהחברות שהיו בבעלותם ערב החוק, כדי לעמוד בתנאי החוק ובמגבלותיו. בחלק מהמקרים, גרעין השליטה נמכר בעסקה פרטית לרוכש פרטי או לקבוצת רוכשים מאורגנת. במקרים אלו נשמר מבנה הבעלות בחברות הנרכשות. בחלק אחר מהמקרים, האחזקה נמכרה לציבור הרחב באופן מבוזר²⁵ ולא לרוכש פרטי. בחברות אלו, השתנה מבנה הבעלות והן עברו מחברות בעלות גרעין שליטה לחברות בבעלות מבוזרת. חשוב לציין בהקשר זה כי בעוד בכל החברות, שהיו כפופות לחוק, השתנה מבנה הבעלות והפך למבוזר יותר, ישנם לא מעט מקרים בהם בעל השליטה הקודם נשאר כבעל מניות מיעוט וממשיך להשפיע באופן מהותי על פעילות החברה.

סיבה נוספת למגמת שינוי מבנה הבעלות בישראל היא הצמיחה המשמעותית בהיקף ההון המנוהל בקרנות ובקופות המנהלות כאספי ציבור, בעיקר לחסכונות ארוכי טווח. החל משנת 2008, מונהגת בישראל חובת חיסכון פנסיוני.²⁶ רפורמה זו הביאה לצמיחה משמעותית בהיקף ההון המנוהל בידי הגופים המוסדיים וכתוצאה מכך, לעלייה בהיקף השקעתם בבורסה המקומית.²⁷ כשחוק הריכוזיות הוביל בעלי שליטה למכור את אחזקותיהם בחלק מהחברות הציבוריות, היו אלו אותם משקיעים מוסדיים שרכשו חלקים משמעותיים מאותן החברות באמצעות הכסף שהוזרם אליהם מציבור החוסכים. כך לשם השוואה, בשנת 2013 עם כניסתו לתוקף של חוק הריכוזיות, אחזקות המוסדיים בבורסה הסתכמו בכ-15.3% ואילו בשנת 2019 אחזקות אלו עמדו על 22.7%, מדובר בצמיחה של יותר מ-48.28% נוסף על כך, בשנים אלו חלו שינויים בתנאי הסף לכניסה למאגר רימון, המכיל מניות שעומדות בקריטריונים מחמירים, היכולות לשמש כנכסי בסיס לנגזרים פיננסיים והדרישה המינימלית לשיעור אחזקות הציבור עלתה מ-25% ל-29.35%.

היקף הכספים המנוהלים בידי המשקיעים המוסדיים בארץ, צפוי להמשיך לגדול גם בעתיד הנראה לעין. ציפייה זו מבוססת הן על הריבוי הטבעי הגבוה במדינת ישראל (ביחס למדינות המפותחות בעולם), הן על קיומה של חובת הפרשה לפנסיה והן על שיעורי הצמיחה הצפויים של הכלכלה.³⁰ כל עוד ציפייה זו תתממש בפועל, אנו נמשיך לראות עלייה בהיקף השקעות המוסדיים בחברות ציבוריות ובהתאם לכך גם עלייה בשיעור הבעלות של משקיעים אלו.

²³ פרק ד' לחוק הריכוזיות.

²⁴ להגדרת "תאגיד משמעותי" ראו נועם בוטוש תיאור וניתוח של יישום חוק הריכוזיות והשפעותיו הכלכליות על המשק בעמוד 10 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע, 2020).

²⁵ דוגמא לכך היא חברת פז שהיתה בשליטתו של צדיק בינו ערב חקיקת חוק הריכוזיות.

²⁶ צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים התשי"ז-1957.

²⁷ Entropy, לעיל ה"ש 10.

²⁸ הכנסת, מרכז מחקר ומידע, לעיל ה"ש 24, בעמ' 2.

²⁹ את תנאי הסף למאגר רימון ניתן למצוא באתר הבורסה לניירות ערך בקישור הבא: https://info.tase.co.il/Heb/knowledge_center/faq/Pages/faq_ind.aspx

³⁰ Entropy, לעיל ה"ש 10.

נתון נוסף מעניין, בהקשר זה, הוא תמהיל החברות הנסחרות ללא גרעין שליטה בבורסה הישראלית. כיום, כ-40% מחברות אלו משתייכות לסקטור ההיי-טק.³¹ הסיבות לשיעורן המשמעותי של חברות מסקטור זה יכולות להיות מגוונות: סיבה אפשרית אחת היא המסחר הדואלי במניות של חלק מהחברות הללו, סיבה נוספת היא העובדה כי מדובר בחברות צעירות וחדשות, באופן יחסי ליתר החברות הנסחרות בבורסה, אשר מגייסות כספים בתחילת דרכן מקרנות השקעה תוך שימת דגש על שימור הגמישות והעצמאות החיוניות לחברות צעירות, זאת ללא קיומו של בעל שליטה דומיננטי. עם זאת, חשוב לציין כי גם בסקטור זה מזהה בעולם תופעה לפיה משקיעים, בעלי שיעור אחזקות נמוך, מבקשים לשריין לעצמם עמדות השפעה בחברות בהן השקיעו בין השאר באמצעות מניות המקנות זכויות הצבעה עודפות או זכויות וטו חוזיות.³²

גם על בסיס היבט זה, של תמהיל החברות, ניתן לבסס ציפייה להמשך המגמה הנוכחית של פיזור מבנה הבעלות במשק הישראלי. ציפייה זו מתבססת הן על קצב הצמיחה של סקטור ההיי-טק בישראל והן על הגידול במספר החברות בסקטור זה הפונות לנתיב של הנפקת ניירות ערך בבורסה המקומית. נכון לסוף שנת 2021³³ סקטור הטכנולוגיה הוא הסקטור הגדול ביותר מבין החברות הבורסאיות, הוא מונה 144 חברות המהוות 26.6% מכלל החברות הנסחרות בבורסה. לשם השוואה, בסוף שנת 2020 החברות המשתייכות לסקטור זה היוו 18.9% מכלל החברות הבורסאיות.³⁴ ככל שחברות היי-טק רבות יותר ינפיקו ניירות ערך בבורסה המקומית, כך גם צפוי לגדול הן מספר החברות ללא גרעין שליטה והן שיעורן של חברות אלו מתוך סך הנכסים הנסחרים.

ב. חובת ההגיונות של בעלי שליטה מול בעלי כוח הכרעה

חובת בעל שליטה וכוח הכרעה לפעול בהגיונות קבועה בסעיף 193 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.³⁵ החובה מטילה על בעלי מניות אלו סטנדרט התנהגות מחמיר ביחס לסטנדרט החל על יתר בעלי המניות לפי סעיף 192 המטיל חובה כללית להפעלת זכויות ולמילוי חובות בתום לב ובדרך מקובלת. מלשונו של סעיף 193 ניתן להסיק כי הוא חל הן על בעל שליטה והן על בעל כוח הכרעה. עם זאת, בעוד שבדברי החקיקה נוכל למצוא את הגדרת המונח "שליטה",³⁶ הגדרת "כוח הכרעה" חסרה.

³¹ שם, בעמ' 6

³² ראו: Ann M. Lipton, After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole, 72 VAND. L. REV. 2977 (2019); R. Montgomery Donaldson, Inside Funding Rounds in Venture-Backed Companies, The Perils of Effective Control, 43 DEL. J. CORP. L. 419 (2019).

³³ מתוך נתוני הבורסה לניירות ערך ליום 31.12.2021.

³⁴ מתוך נתוני הבורסה לניירות ערך ליום 31.12.2020.

³⁵ להלן - **חוק החברות**.

³⁶ להגדרת "שליטה" ראו ס' 1 לחוק החברות וכן ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. חוק החברות מפנה לחוק ניירות ערך להגדרת "שליטה". הגדרה זו כוללת שני תנאים חלופיים - רף כמותי או מבחן מהותי. לפי הרף הכמותי החזקה שעולה על 50% באחד מאמצעי השליטה בחברה מהווה חזקה לקיומה של שליטה. לפי הרף המהותי, יכולת לכוון את עסקי החברה מהווה שליטה. בהקשר זה ראוי לציין כי לצורך הפרק החמישי בחוק החברות העוסק בהסדרת עסקאות בעלי עניין, ישנה הגדרת "שליטה" מיוחדת ורחבה יותר המופיעה בסעיף

לפי לשון הסעיף ופסיקת בית המשפט,³⁷ החובה מוטלת על בעלי שליטה וכוח הכרעה במסגרת מערכת היחסים שלהם עם החברה בלבד.³⁸ אולם, בעסקאות מיזוג נקבע כי החובה תורחב, בנסיבות מסוימות, גם כלפי בעלי מניות המיעוט בחברה.³⁹ את חשיבות הטלת חובת ההגיינות הן על בעלי שליטה והן על בעלי מניות להם מיוחס "כוח הכרעה", הגדיר המחוקק במסגרת דברי ההסבר לחוק החברות:

"כלל רחב בדיני האמון (Law of Fiduciary Relationship) הוא, כי כאשר מפקידים את השליטה ברכושו של אדם אחד בידי אדם אחר, חייב האחר להפעיל את שליטתו בנאמנות: כוח ללא אחריות משול להפקרות."⁴⁰

עם זאת, ומאז כניסתו לתוקף של חוק החברות חלוקות העמדות בספרות המשפטית הן ביחס להיקף החובה הקבועה בסעיף 193⁴¹ והן ביחס להטלת חובה זו על בעלי מניות בעלי כוח הכרעה. לפי דברי ההסבר לחוק, חובת ההגיינות חלה גם על בעלי מניות שאינם דומיננטיים, כשנסיבות מסוימות מזמנות להם יכולת לשלוט בנעשה בחברה ולהשפיע על החלטות משמעותיות הניצבות בפניה.⁴² כך לדוגמא, במצבים בהם בעלי מניות מהווים לשון מאזניים בין שתי קבוצות המתחרות על השליטה בחברה או לחלופין כשתמיכתם נדרשת לקבלת החלטה. דוגמא נוספת להפעלת כוח על ידי בעלי מניות שאינם דומיננטיים היא כאשר התקנון מייחד להם זכויות מיוחדות, כגון דרישת אישור החלטות שונות כגון החלטות לגיוס הון או חוב. בחלק מהמקרים, תמיכה נדרשת זו, היכולה לעלות כדי זכות וטו, נגזרת מחקיקה המחייבת תמיכתו של רוב מקרב המיעוט, כך לדוגמא באישור עסקה בניגוד עניינים עם בעל השליטה,⁴³ באישור מדיניות תגמול לנושאי משרה⁴⁴ ועוד.

1. ספרות

שני טיעונים מרכזיים שעלו בעבר נגד הטלת חובה על בעלי מניות שאינם בעלי שליטה בחברה עוסקים הן בכך שהטלת חובה זו תביא לריבוי תביעות בשל חשיפה תיאורטית של כלל בעלי המניות לחובת ההגיינות, והן בכך שהטלת חובה זו תרתיע משקיעים רבים מפני השקעה בחברות בשל החשיפה המשפטית האמורה. שני טיעונים אלו אף נדחו בעבר על ידי

268 לחוק, לפיה, כל בעל מניה המחזיק ב-25% או יותר מזכויות ההצבעה בחברה יחשב בעל שליטה אם אין אדם אחר המחזיק למעלה מ-50% מזכויות אלו.

ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס"כ 53 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).
דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 70. ס' 227 היווה את הבסיס לס' 193 שהתקבל בחוק בסופו של דבר.

ת"צ (כלכלית) 11-01-26809 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011). החידוש בפסק דין כהנא, בו נקבע כי חובת ההגיינות חלה גם ביחס לבעלי מניות אחרים ולא רק בקשר עם החברה, על אף לשונו הברורה של הסעיף.

ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 37.
בהקשר זה יש לציין כי במסגרת תיקון מס' 3 לחוק החברות שנכנס לתוקף בשנת 2005 תוקן נוסחו של סעיף 193 לחוק אך חילוקי הדעות ביחס לפרשנות הסעיף נותרו בעינם.

אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה, 371 (1989).

ס' 275 (א) (3) לחוק החברות.

שם, ס' 267 א (ב) (1).

37

38

39

40

41

42

43

44

גרוס, אשר לפי עמדתו נכון להטיל את חובת ההגינות על בעלי כוח הכרעה או בעלי "שליטה אפקטיבית".⁴⁵ לטענתו, מקרים בהם ישנו בעל מניות מיעוט שנחשב לבעל כוח הכרעה וחשוף לתביעה בגין הפרת חובת ההגינות הינם נדירים בנוף החברות הישראלי, ועל כן, אין חשש מפני ריבוי תביעות והצפת מערכת המשפט.⁴⁶ יש לציין בהקשר זה שלאור המגמה שהוצגה בפרק הקודם במאמר זה, של עליה במספר החברות המתנהלות ללא גרעין שליטה, טיעון זה נחלש בצורה משמעותית. בנוסף, לדעת גרוס, הדבר לא יביא להרתעת יתר של משקיעים קטנים בשל יכולתם של משקיעים אלו להחליט האם להפעיל את כוחם בחברה או שלא. לדבריו: "כדי לחוב חובת הגינות, על 'המשקיע הקטן' להפעיל שליטה בתאגיד, דבר שביכולתו להימנע מלעשות".⁴⁷

חביב-סגל התייחסה בספרה להסדר הכפפת בעלי כוח הכרעה לחובת ההגינות כאחת מ"המהפכות המשמעותיות ביותר שחולל החוק".⁴⁸ מדובר לדבריה בשינוי תפיסתי חשוב, ושבירת הדיכוטומיה בין בעלי מניות הרב שנתפסו כבעלי הכוח אותו יש להגביל לבין בעלי מניות המיעוט שנתפסו כצד החלש, עליו צריך להגן. היא מציגה שני יסודות שונים להבנת הסדר זה. ראשית, יסוד הכוח, לפיו כל עוד בעלי מניות המיעוט נהנים מהכוח להשפיע על פעילות החברה יש להחיל עליהם את חובת ההגינות, שכן מן הכוח ויכולת ההשפעה על נכסי האחר, נגזרת גם החובה לנהוג בהגינות.⁴⁹ שנית, מערכת יחסי הקרבה, לפיה, עוצמת חובת ההגינות שתחול על בעלי המניות שאינם בעלי שליטה תיקבע לפי מידת הקרבה בין בעלי המניות בחברה. לדבריה, "לא דומה חובת האמון החלה על בעלי מניות מיעוט בחברה פרטית, המעורה בענייני החברה ונוטל חלק פעיל בקבלת החלטות בה, לחובות האמון החלות על בעל מניות מן הציבור בחברה הנסחרת".⁵⁰

לדברי חביב-סגל, ישנה אבחנה בין החובה המשפטית המוטלת על בעל שליטה לבין חובת ההגינות של בעל כוח הכרעה. לדבריה, בבחינת השפעה ושליטה יש להבחין בין הפן החיובי לשלילי. באנלוגיה מדינית המקרקעין, בידי בעל כוח הכרעה כמו בידי בעל הערת אזהרה, עומדת זכות שלילית בלבד.⁵¹ בעל שליטה נהנה הן מן היכולת לכוון את עסקי החברה (הפן החיובי), והן מחסינות מפני רצון יתר בעלי המניות לכפות עליו את עמדותיהם (הפן השלילי). לעומת זאת, בעל כוח הכרעה מוגבל בכוחו. הוא נהנה לרוב רק מהפן השלילי של השליטה – היכולת למנוע את כפיית עמדת הרוב בניגוד לרצונו. אך המקרים בהם בעל כוח הכרעה מהווה לשון המאזניים בין שתי דבוקות שליטה, ויכול לשלוט בקביעת מדיניות ובצעדי החברה, נדירים. לדבריה.⁵² חביב-סגל טוענת שביסודה של חובת ההגינות עומד העקרון לפיו יש להגביל את כוחו של בעל מניה בעת קבלת החלטות שישפיעו על צדדים

⁴⁵ יוסף גרוס "מגמות בחובות של בעלי שליטה בחברה" משפט ועסקים א 272, 293 (2004).

⁴⁶ שם, בעמ' 294. ראו גם יוסף גרוס ואמיתי אבירם "חובת האמון של בעל-מניות" עיוני משפט יט 309, 347 (1995).

⁴⁷ גרוס, לעיל ה"ש 44, בעמ' 294.

⁴⁸ אירית חביב-סגל דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש כרך א 637 (2007)

⁴⁹ ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 37.

⁵⁰ חביב-סגל, לעיל ה"ש 47, בעמ' 638.

⁵¹ אוריאל רייכמן "הערת האזהרה – מהות, יצירה והגנה כנגד עסקאות נוגדות" עיוני משפט י 297 (1984).

⁵² חביב-סגל, לעיל ה"ש 47, בעמ' 638-639.

שלישיים. לכן, הפן החיובי הוא הקריטי בבחינת תחולת חובות ההגיינות.⁵³ בנוסף, לטענתה, בעל כוח ההכרעה מוגבל לא רק באופי השפעתו אלא גם בהיקפה. פרקטיקה של הטלת וטו מתמשך על צעדי החברה תוביל לסטגנציה ולכן הכוח השליילי הנתון לבעל כוח הכרעה מוגבל למקרים נקודתיים. לבסוף, מדגישה, יש לבעל כוח ההכרעה גם תמריץ שלילי לנקוט באופורטוניזם כשמדובר ביחסים ארוכים.⁵⁴

גישה זו חשופה למספר ביקורות אפשריות. ראשית, השאלה האם המצבים בהם בעלי מניות להם כוח הכרעה מהווים לשון מאזנים הם מצבים נדירים ונקודתיים היא שאלה אמפירית התלויה במבנה הבעלות בשוק החברות הישראלי. יתכן שבעת כתיבת גישה זו, זו היתה נקודת הנחה המבוססת על מבנה הבעלות שהיה קיים באותה עת אך גישה זו חשופה לשינויים במבנה הבעלות החלים בעת הזו ויכולים להמשיך ולחול בעתיד. נכון יהיה לאמץ גישה המתאימה לכל מאפיין אמפירי של מבני הבעלות בשוק מסוים כדי שזו תהיה עמידה ואיתנה לאורך זמן. בנוסף, גם אם נקבל את ההנחה האמפירית שמספר המקרים האלו הוא מצומצם, הרי שגם את מספר מצומצם זה של מקרים יש להסדיר.⁵⁵ בכל מקרה בו יש לבעל מניות מיעוט יכולת להשפיע בהחלטתו על רכושו של אחר, מתעוררת בעית נציג, וללא הסדרתה עולה החשש כי החלטה זו תתקבל לטובתו של אותו בעל מניה בעל כוח הכרעה ולעיתים אף בניגוד לטובת התאגיד.

ניתן למצוא חוסר הסכמה בספרות לגבי ה"דיפרנציאליות" של חובת ההגיינות. חביב-סגל טוענת כי תוכן חובת ההגיינות המוטלת על בעלי שליטה מוחלטת יותר מזו המוטלת על יתר בעלי המניות להם מיוחס כוח הכרעה.⁵⁶ ליכט מנגד, טוען כי חובת ההגיינות המוטלת על בעלי שליטה עשויה להיות זהה בעוצמתה לזו המוטלת על בעלי כוח הכרעה.⁵⁷ ליכט מתבסס בטענתו על דברים שנאמרו בוועדת המשנה של ועדת חוקה, חוק ומשפט לעניין חוק החברות⁵⁸ לפיהם אין בחקיקת החוק כדי לשנות את הלכת קוסווי⁵⁹ ולייצר חובת ארון "מוחלשת". לפי ליכט, ניתן להציע לחובת ההגיינות פרשנות הרואה בה חובה דו מצבית אשר בנסיבות מסוימות תהיה כדי חובת ארון מלאה ובאחרות תהיה חלקית או מוחלשת.⁶⁰ לענייננו, לטענתו, קביעת חובה הומוגנית שכזו מסייעת ליצירת וודאות ותואמת את הדין

⁵³ שם, בעמ' 639.

⁵⁴ שם, בעמ' 640; ראו גם ROBERT M. AXELROD AND W.D. HAMILTON, THE EVOLUTION OF COOPERATION (1984).

⁵⁵ בדומה לכך, נשמעת טענה כי מספר המכירות החובלות, בהן בעל שליטה מוכר שליטתו לאדם שכוונתו לחבל בחברה הנרכשת, הוא מועט ואף זעום. זה לא מייתר את הצורך בטיפול משפטי במכירות אלו בכדי לצמצם את בעית הנציג העולה שם וליצר מנגנון של הפנמת ההחצנות השליליות העולות בפעולה מעין זו.

⁵⁶ חביב-סגל, לעיל ה"ש 47, בעמ' 641.

⁵⁷ עמיר ליכט "יחסי אמונאות בתאגיד – חובת הארון" משפט ועסקים יח 237, 304 (2014). עם זאת, יש לציין כי ברשימה שנכתבה בעקבות פ"ד בודיצי'ב כתב ליכט כי פסק הדין לא עסק בבעלי כוח הכרעה הכפופים לחובת ההגיינות וכי ניתן לטעון כי זו שונה מחובת ההגיינות המוטלת על בעלי שליטה. ראו עמיר ליכט, כמה דינים כבר אפשר להמציא בכלל- דמותן החדשה של חובות ההגיינות של בעל שליטה, נקודה בסוף משפט, 21.6.2020.

⁵⁸ שם, בעמ' 304.

⁵⁹ ע"א 817/79 קוסווי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח (3) 253 (1984).

⁶⁰ עמיר ליכט, כוח גדול ואחריות גדולה: קווים לאחריותו של בעל שליטה בחברה, ספר יורם דנציגר (לימור זר-גוטמן, עידו באום, עורכים) (2019), 663.

הקיים לפיו אין "דיפרנציאליות" בין חובת ההגינות החלה על בעל שליטה ועל בעל כוח הכרעה.⁶¹

ההכרעה בשאלת היחס בין חובת האמון המוטלת על דירקטורים ונושאי משרה לבין חובת ההגינות המוטלת על בעלי שליטה ובעלי כוח הכרעה היא מחוץ לתחומי הדיון בו מתמקד מאמר זה והוקדשו לה כבר מילים רבות הן בספרות האקדמית והן בפסיקה.⁶² מבלי להכריע בשאלה זו, תחולה הומוגנית של חובת ההגינות הן על בעלי שליטה והן על בעלי כוח הכרעה נכונה ואף עומדת בעינה ללא תלות במבנה הבעלות החל בעת מסוימת או בחברה אחת או אחרת. בשני המקרים, ענייננו בבעלי מניות דומיננטיים היכולים בהחלטתם להטות את הכף בין החלטה אחת או אחרת ודרך זו להשפיע בצורה משמעותית על ערכה של החברה ועל ערך מניותיהם של יתר בעלי מניותיה. השפעה חיצונית זו, מצדיקה בפני עצמה הטלת חובה אחידה לצורך יצירת מנגנון הפנמה של החצנה זו עבור כל בעלי המניות הדומיננטיים ללא תלות בהגדרתם כבעלי שליטה או בעלי כוח הכרעה.

2. פסיקה

הפסיקה הישראלית הדנה בחובת ההגינות מועטה. בעשור הראשון מאז חקיקת חוק החברות ועד להקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, פסקי דין בודדים עסקו באופן מפורש בטענות להפרת החובה⁶³ ואחרים העלו אותה באמרות אגב בלבד.⁶⁴ מבין פסקי הדין שעסקו בחובה זו בעשור זה לא נמצא אף פסק דין שדן בשאלת אחריותם של בעלי כוח הכרעה בחברה להבדיל מאחריותם של בעלי השליטה והמקרים הבודדים שנדונו עסקו בחובת ההגינות החלה על בעלי השליטה המפעילים שליטתם בחברה.

בעשור השני המתחיל עם הקמת המחלקה הכלכלית ומסתיים בימינו אנו חלה עלייה משמעותית במספר פסקי הדין שעסקו באופן ישיר בחובת ההגינות.⁶⁵ עם העלייה בדיון בחובה עצמה, ניתן למצוא פסקי דין בודדים בהם עלתה גם שאלת אחריותם של בעלי מניות בעלי כוח הכרעה. הדיון המועט בשאלת כוח הכרעה בשני עשורים אלו אינו מפתיע. במרבית השנים על פני שני העשורים מרביתן המוחלטת של החברות בישראל פעלו תחת מבנה בעלות הכולל בעלי גרעין שליטה משמעותי כמפורט בחלקו הראשון של מאמר זה. שאלת כוחם של בעלי מניות מיעוט דומיננטיים כמעט ולא באה לידי ביטוי במציאות העסקית ועל כן גם לא הגיעה אל כתליו של בית המשפט.

⁶¹ ליכט, לעיל ה"ש 56, בעמ' 306.

⁶² ראו פרוקציה, לעיל ה"ש 41, בעמ' 352-353; עמיר ליכט, דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי, 100-110 (2013); יוסף גרוס, חוק החברות החדש 325 (מהדורה רביעית, 2007); מיכל אגמון-גונן, הטוב (בעלי מניות המיעוט)?! הרע (בעלי מניות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה, ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 47 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

⁶³ ראו נספח א' לרשימת פסקי הדין שעסקו בהפרת חובת ההגינות בין השנים 1999-2010.

⁶⁴ ראו ע"א 345/03 רייכרט נ' עזבון שמש, פ"ד סב(2), 437 (2007); בש"א (מחוזי ת"א) 5804/09 מרכז הקונגרסים הבינלאומי אי.סי.טי ירושלים בנייני האומה בע"מ נ' שמיר (פורסם בנבו, 8.6.2009).

⁶⁵ ראו נספח ב' לרשימה לא ממצה של פסקי הדין שעסקו בהפרת חובת ההגינות בין השנים 2011-2020.

הסנונית הראשונה בדיון בשאלת חבותם של בעלי מניות מיעוט היתה בפסק הדין בעניין *Magnus Technologies*.⁶⁶ פסק הדין ניתן על ידי השופט כבוב במחלקה הכלכלית שבבית המשפט המחוזי בתל אביב. באותו מקרה היה מדובר בחברה פרטית שהתנהלה כ"מעין שותפות" לה היה בעל שליטה שהחזיק ב-70% מהון החברה ובעל מניות מיעוט שהחזיק ב-30% מהון החברה. בית המשפט קבע כי אין להטיל חובת הגינות על בעל מניות המיעוט "בשל שיעור אחזקותיו הנמוך אשר לא היה די בו בכדי למנוע קבלת החלטות בחברה".⁶⁷ כאמור, שיעור אחזקות נמוך זה או אחר, אינו מעיד בפני עצמו על העדרו של כוח הכרעה בהחלטה מסוימת ואכן שני פסקי הדין הנוספים שדנו בנושא מאוחר יותר הכריעו באופן שונה בשאלה.

בפסק הדין האמה נ' מולר⁶⁸ שניתן על ידי בית המשפט העליון, נדונה תניה חוזית שעסקה בהגנה מפני דילול אחזקות, אשר עוגנה בסעיף בהסכם מייסדים, שנתן זכות וטו לבעלת מניות מיעוט למנוע גיוסי הון נוספים שיביאו לדילול אחזקותיה בחברה. באותו מקרה דובר על קבוצת חברות שנכנסו להליך של פירוק אשר במסגרתו הושג הסדר הבראה שקבע כי חברה פרטית מסוימת תרכוש את פעילות החברות האמורות. על רקע ההחלטה שהתקבלה בישיבת הדירקטוריון של החברה, המחייבת את בעלי המניות להשקיע כספים לצורך ייעול החברה, שאם לא יעשו כן ידולל שיעור אחזקותיהם, הגישה בעלת מניות המיעוט בעלת זכות הוטו תביעה שבה היא מבקשת להורות כי החלטה זו סותרת את הסכם המייסדים שהעניק לה חסינות מחובת השקעת כספים בחברה שמשמעותה חסינות מפני דילול אחזקותיה. בית המשפט המחוזי קיבל את טענת בעלת מניות המיעוט בחברה וקבע כי החלטת הדירקטוריון בדבר האפשרות לדלל את אחזקותיה בחברה עומדת בסתירה להסכם המייסדים, שמשחרר אותה מחובת השקעת הכספים בחברה וממילא לא מאפשר את דילול אחזקותיה בחברה. בית המשפט העליון הפך את החלטת המחוזי וקבע כי חובת ההגינות חלה על בעלת המניות שכן זכות הוטו שהוענקה לה בתנית ה"אנטי דילול" מעניקה לה כוח הכרעה. חובה זו דורשת ממנה לראות לנגד עיניה את טובת החברה וטובתה באותו הקשר היתה מימוש הסכם ההבראה אשר דרש הזרמת הון נוסף.

פסק הדין הנ"ל לא דרש דיון מעמיק בשאלת הגדרתו של בעל מניות מיעוט כבעל כוח הכרעה שכן כוח ההכרעה נבע מזכות וטו שהוענקה לבעלת מניות המיעוט בהסכם המייסדים. עם זאת, קבע השופט דנציגר קביעה עקרונית לפיה גם בעלת מניות המחזיקה ב-25% מהון החברה חבה בחובת ההגינות שכן "חובת ההגינות יכולה לחול גם על בעל מניות מיעוט המשריין לעצמו זכות וטו בצורה כזו או אחרת, העשוי בנסיבות אותו עניין להיתפס כ"בעל הכרעה" ומשכך להיות כפוף לחובת ההגינות".⁶⁹ קריאה קפדנית של אמרה זו מפסק הדין מעידה גם על האפשרות להכיר בבעל מניות מיעוט כבעל כוח הכרעה לצורך עניין מסוים ושלא להכיר בו לצורך עניין אחר, לגביו, למשל, הוא אינו מחזיק בזכות וטו.

תא (ת"א) 15048-07-12 *Magnus Technologies AB* נ' אפרים מנשה (פורסם בנוב, 2015.10.21).

שם, בעמ' 29.

עא 6041/15 האמה בע"מ נ' אורנה מולר (פורסם בנוב, 2016.9.25).

שם, בעמ' 3.

66

67

68

69

פסק דין נוסף שעסק אף הוא בזכות וטו שהוענקה לבעל מניות מיעוט והעניקה לו זכות סירוב לגיוסי הון נוספים הוא *מנ' אלקון*.⁷⁰ פסק דין זה שניתן במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב על ידי השופט ככוב, אמץ את הכרעת בית המשפט העליון בעניין *האמה נ' מולר* וקבע כי על הפעלת זכות הוטו שניתנה לבעל מניות המיעוט חלה חובת ההגינות. ראוי לציין כי במקרה זה בעל מניות המיעוט שהחזיק בזכות הוטו למניעת דילולו היה בעלים של 6.18% בלבד מהון המניות של החברה. הון מניות מצומצם זה, לא מנע מבית המשפט מלהטיל את חובת ההגינות, גם כאן, בשל קיומה של זכות וטו. עם זאת, אימוץ החלטה זו גם בהקשר הזה מעידה על כך שבקיומה של זכות וטו, שיעור האחזקות של בעל מניות המיעוט אינו מוריד או מעלה לקביעת קיומו של כוח הכרעה.

חשוב לציין כי בעת האחרונה נדרש בית המשפט העליון לדיון מעמיק ונרחב בהיקפה ובמהותה של חובת ההגינות הקבועה בסעיף 193 לחוק החברות במסגרת פסק הדין בעניין *כרדיצ'ב*.⁷¹ העוסק במכירה חובלת. במקרה שנדון רכשה קבוצה של אנשי עסקים אחזקות בכמה חברות ציבוריות ובהן פויכטונגר תעשיות בע"מ. לצורך הרכישה, נטלו אנשי העסקים הלואות בהיקף של עשרות מיליוני שקלים באמצעות חברות פרטיות שהיו בשליטתם. עם רכישת האחזקות בחברות הציבוריות, פעלו אנשי העסקים להעברתם של כספים מתוכן, מבלי שעסקאות אלה לוו בהליכי הדיווח והאישורים הנדרשים על פי דין. בסופו של יום, קרסו מרביתן של החברות הציבוריות ומונו להן מנהלים מיוחדים. השאלה העיקרית אשר עמדה במוקד הדיון בערעור היא מהו תוכנה של חובת ההגינות המוטלת על בעל שליטה המוכר את שליטתו בחברה, ומהו היקף הביקורת השיפוטית אשר תופעל בגין הפרה נטענת של חובה זו. שאלה זו לא נדונה בבית המשפט העליון לעומקה מאז שנת 1984 (הלכת קוסוי). ברוב דעות נקבע כי האחזקות בגין הפרת חובת ההגינות במקרים של מכירה חובלת תוטל על בעל שליטה אם ידע או עצם עיניו מלדעת על קיומן של נסיבות אשר אדם סביר שהיה יודע על קיומן היה צופה ברמת ודאות גבוהה כי כתוצאה מהמכירה תתמוטט החברה. עם זאת, ועל אף שנעשה בפסק הדין דיון ארוך ומקיף בהיקפה של חובת ההגינות, חשוב לציין כי דיון זה נעשה בנוגע לבעל מניות שהוגדר כבעל שליטה בעוד מאמר זה עוסק בבעלי מניות מיעוט דומיננטיים שאחזקותיהם בחברה לא עולות כדי הגדרת שליטה.

בעוד הדיון בפסיקה המקומית בשאלת אחריותם של בעלי מניות בעלי כוח הכרעה דל, בעיקר בשל מיעוט המקרים שהגיעו עד כה לכתלי בית המשפט העוסקים בשאלה. במקומות אחרים בעולם, בעיקר במקומות בהם הבעלות בחברות היא בעיקרה מבוזרת, שאלה זו עלתה פעמים רבות יותר בפסיקה וכן העסיקה את המחקר האקדמי כתוצאה מכך. בפרק הבא אסקור את הכתיבה הדנה באחריותם של בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה בעולם. עם זאת, ועל אף הדיון הרחב יותר שקיים ברחבי העולם בשאלה, טרם הוצע מבחן קוהרנטי להגדרת קיומו של כוח הכרעה כפי שיודגם בהמשך.

הפ (ת"א) 17782-12-15 מירון מן נ' אלקון מרכז מחזור (2003) בע"מ.

ע"א 7657/17 רוח חן כרדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (נבו 19.6.2020).

70

71

ג. אחריותם של בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה בעולם

הדיון בבעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה אינו ייחודי למשפט הישראלי. בעלי מניות אלו מעסיקים בשנים האחרונות הן חוקרים,⁷² הן רגולטורים והן את בתי המשפט ברחבי העולם ונראה כי השינוי במיחות בעלי מניות המיעוט בחברות ציבוריות, הבא לידי ביטוי בירידה באחזקות המשקיעים הפרטיים ובהגדלת אחזקותיהם של הגופים המוסדיים ובפרט קרנות הגידור,⁷³ הוא הסיבה המרכזית לשבירת הפרדיגמה המשפטית שגרסה כי אין צורך להטיל חובות על בעלי מניות מיעוט ולשינוי הרגולטורי המוצע בהטלת חובות שכאלה בתצורות שונות.⁷⁴

בתת פרק זה, אסקור את הכתיבה הזרה, המתייחסת לאבחנה בין בעלי שליטה לבעלי מניות מיעוט להם מיוחס כוח הכרעה. הכתיבה בנושא מתייחסת הן לתופעת כוח ההכרעה הנתון לבעלי מניות מיעוט, הן לבעית הנציג הנוצרת בשל קיומו של כוח ההכרעה והן בפתרונות שהוצעו לצמצום בעית נציג זו. מרבית הכתיבה מגיעה מארה"ב בה מתנהל בשנים האחרונות דיון ציבורי ענף בעלית כוחם של המשקיעים המוסדיים, של קרנות הגידור ושל חברות ההשקעה הגדולות ובהתנהלות אקטיביסטית של חלק ממשקיעים אלו.⁷⁵

1. ספרות

במאמרן, שנכתב כבר בשנת 2008, ענבתווי וסטאוט הביעו עמדה התומכת בהטלת חובות אמוץ על משקיעים אקטיביסטים מקרבם של בעלי מניות המיעוט בחברה. לדבריהן, שינויים בשוק ההון, בעולם העסקים ובדיני החברות הובילו לכוח רב שהצטבר בידי בעלי מניות מיעוט בחברות הציבוריות בארה"ב. משקיעים אקטיביסטים אלו, בעיקר קרנות הגידור, מנצלים את הכוח הנתון בידם כדי לכוון את עסקי החברה. הכוונה עסקי החברה על ידי בעלי מניות מיעוט אקטיביסטים נוגעת לשורה ארוכה של החלטות המתקבלות בחברה, החל מהחלטות על חלוקת דיבידנד ורכישה חוזרת של מניות וכלה במכירת נכסים או במכירת החברה כולה. במקרים רבים, לטענתן, החלטות אלו מיטיבות רק עם אותם בעלי מניות מיעוט

⁷² לסקירה אמפירית של היקף התופעה בארה"ב ועמידה על השלכותיה ראו Lucian A. Bebchuck and Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, 107 GEO. L.J. 1453 (2019).

⁷³ J.P. Morgan, *The Activist Revolution: Understanding and Navigating a New World of Heightened Investor Scrutiny*, 6 (2015) <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320693986586.pdf>

⁷⁴ Nicole Stracar, *Applying a New Regulatory Framework to Interested Transactions by Minority Shareholders*, 20 U. PENN. J. BUS. L. 993. 1018 (2018)

⁷⁵ חשוב לציין בהקשר זה כי לשוק הישראלי והאמריקאי היסטוריה שונה מבחינת מבנה הבעלות. בעוד מבנה הבעלות הדומיננטי בשוק האמריקאי הוא מבוזר והשאלה הנדונה עלתה בהקשר של בעלי מניות מיעוט אקטיביסטים, מבנה הבעלות הדומיננטי בשוק הישראלי הוא ריכוזי והשאלה הנדונה עלתה בהקשר של מגמת שינוי במבנה הבעלות שהובילה ליצירת כח אפקטיבי הנבדל מהכח הפורמלי לבעלי מניות מיעוט בחלק מהחברות שעברו שינוי מבני. להרחבה על השלכותיו של השינוי ראו: Assaf Hamdani and Sharon Hanes, *The Future of Shareholders Activism*, Boston University Law Review, vol 99, p.972, 2019, Assaf Hamdani and Sharon Hanes, *Institutional Investors, Activist Funds, and Ownership Structure*, Research Handbook on Comparative Corporate Governance, forthcoming. הדין במגמות אלו בהקשר העולמי.

ואינן מיטיבות עם יתר בעלי המניות ועם החברה עצמה, לעיתים האחרונים אף נפגעים מהחלטות אלו.⁷⁶

לאור כל זאת, לתפיסתן של ענבתווי וסטאוט, בדומה לחובות החלות על נושאי המשרה בחברה, כל בעלי המניות נושאים חובות כלפי החברה וכלפי יתר בעלי מניותיה. אך ככל שמדובר בבעלי מניות, חובות אלו הן חובות "סמויות" המחייבות את בעלי המניות רק כשאלו יכולים להשפיע בפועל על החלטות המתקבלות בחברה, כלומר כאשר מדובר בבעלי מניות שהם בעלי שליטה או בעלי כוח הכרעה.⁷⁷

המבחן עליו מתבססות ענבתווי וסטאוט כדי לייצר נקודת איזון בה יופעלו אותן חובות "סמויות" הוא מבחן של שליטה פונקציונלית. קרי, חובות האמון יוטלו על בעל מניה ככל שהוא, בפעולותיו, יוכל להכווין את החלטות החברה ולהשפיע על נכסיה ועל נכסי יתר בעלי המניות. אך בעוד מבחן זה נותן קריאת כיוון כללית לעקרונות המובילים להטלת חובות על בעלי מניות מיעוט עם כוח הכרעה הוא אינו נותן כלים לבחינת התקיימותה של שליטה פונקציונלית זו ובהעדר כלים מעין אלו נוצרת עמימות סביב המקרים בהם יוטלו החובות בפועל.

עם זאת, גישתן של ענבתאווי וסטאוט היתה תקדימית בעיתה בשל מספר מובנים. ראשית, התפיסה אינה עוד של "הכל או כלום", כלומר או שיש לבעל מניה שליטה בחברה או שאין לו שליטה כלל. אלא מדובר בבחינה תלויה הקשר ובהתייחס לפעולה קונקרטית.⁷⁸ שנית, הגישה מגמישה את הגדרת השליטה לצורך הטלת חובות על בעלי מניות. התפיסה שהיתה רווחת היא כי בעל מניה ייחשב כשולט רק כשהיה לו רב אפקטיבי באסיפה הכללית (לא נדרש רב פורמלי של יותר מ-50% מזכויות ההצבעה בחברה לאור האדישות הרציונלית המאפיינת בעלי מניות מיעוט רבים, אלא נדרש רב מקרב המשתתפים באסיפה).⁷⁹ לגישתן של ענבתאווי וסטאוט, כל בעל מניה שיכול להשפיע על התוצאה שתתקבל באסיפה, יחשב כבעל שליטה לעניין אותה החלטה.⁸⁰ לפיכך, גם בעל מניות מיעוט שמסוגל להשפיע על החלטה שתתקבל לרבות באמצעים שאינם הצבעה באסיפה הכללית (מסעות יח"צ, לחץ תקשורתי ועוד), ייחשב לבעל שליטה לעניין אותה החלטה.⁸¹

לסיכום, ענבתאווי וסטאוט מבצעות שני מהלכים מרכזיים במחקרן. ראשית, הן קובעות כי מוטלות חובות אמון "סמויות" על כל בעלי המניות. חובות אלו יחייבו את בעלי המניות ככל והם יוגדרו כ"בעלי יכולת השפעה אפקטיבית". שנית, הן מרחיבות את הגדרת יכולת

Iman Anabtawi & Lynn A. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008).

⁷⁶ שם, בעמ' 1295.

⁷⁷ שם, בעמ' 1296-1297.

⁷⁸ *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987).

⁷⁹ שם, בעמ' 1298.

⁸⁰ שם, ראו גם J.P. Morgan, לעיל ה"ש 71, בעמ' 6; וגם Martin Lipton, *Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors*, HARV. L. SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE AND FIN. REG. (2017),

⁸¹ <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/26/dealing-with-activist-hedge-funds-and-Marcel-Kahan-&Edward-B-Rock-Hedge-Funds-in-Corporate-Governance-and-Corporate-Control>, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1029 (2007).

ההשפעה כך שכל בעל מניה שיכול להוביל להחלטה כלשהי בחברה, אם באמצעות כוחו באסיפה הכללית או בכל אמצעי אחר, ייחשב כבעל יכולת השפעה אפקטיבית לעניין אותה החלטה. במקרים אלו, לטענתן, ניתן להטיל את אותן חובות אמון "סמויות" על בעלי מניות מיעוט בעלי יכולת השפעה אפקטיבית.

כעשור אחריהן, מציעה סטרק, במאמרה, דרך אחרת לצמצום בעית הנציג הנוצרת כתוצאה מהתחזקות השפעתם של בעלי מניות המיעוט אקטיביסטים. לטענתה, יש להטיל מגבלות על עסקאות בניגוד עניינים של בעלי מניות מיעוט בחברה, בדומה למגבלות החלות על עסקאות של נושאי משרה ובעלי שליטה אך לטענתה, אין להרחיב את חובות האמון החלות על בעלי מניות מיעוט גם אם מדובר בכאלו בעלי כוח השפעה.

הצעתה של סטרק מתמקדת בתיקון של סעיף 144 לחוק החברות הכללי של דלוור⁸² העוסק בעסקאות בניגוד עניינים והרחבת תחולתו גם לבעלי מניות מיעוט בחברה.⁸³ בפרט, היא מציעה להכפיף עסקאות בניגוד עניינים בהן מעורב בעל מניות מיעוט לביקורת שיפוטית מחמירה בהתאם לכלל ההגנות המלאה (Entire Fairness Review) עם אפשרות לריכוך הביקורת השיפוטית אם העסקה תעמוד בתנאי סעיף 144 כך שזו תהא תוצאה של משא ומתן מדמה שוק שנערך על ידי ועדת דירקטורים בלתי תלויה וכן תזכה לתמיכתו של רוב מקרב המיעוט בהצבעה באסיפה הכללית.⁸⁴

הבעיה המרכזית בהצעתה זו, היא שההצעה מסדירה את בעית הנציג רק ככל שמדובר בעסקאות בהן יש לבעלי מניות המיעוט עניין אישי אך היא אינה מביאה לצמצום בעית הנציג בכל מקרה אחר בו לבעלי מניות מיעוט יש כוח הכרעה אך הם אינם נגועים בו בעניין אישי. ניתן לטעון, כטענתה של סטרק כי העסקאות הנגועות הן אלו שצריכות להטריד את המחוקק ולא מצבים אחרים אך יחכנו מצבים בהם בעלי מניות המיעוט אינם נגועים בעניין אישי אך בהחלט יכולים להטות את הכף בהחלטות באסיפה הכללית מהחלטה אחת לאחרת. מכיוון שבעית הנציג עוסקת במצבים בהם החלטתו של אחד משפיעה על רכישו של האחר, ולא רק כאשר האחד נגוע בעניין אישי, יש לדון בהסדרתם של כל המצבים האלו.

נוסף על כך, סטרק מציעה את התפיסה הנוהגת בארה"ב לגבי הרף המינימלי של שיעור האחזקה של בעל מניות מיעוט בחברה בו הדין מתייחס אל בעל המניות כאל בעל מניות מהותי שלו כוח השפעה.⁸⁵ הרף עומד על 5% ומקורו בדיני ניירות הערך האמריקאיים, לפיהם בעל מניות הרוכש מעל ל-5% ממניות החברה מחויב להגיש דו"ח המטיל עליו חובת גילוי בדבר הסכמים, חוזים וקשרים נוספים עם החברה.⁸⁶ אולם לטענתה, השאלת הרף מדיני ניירות הערך האמריקאי שגויה, שכן רף זה אינו מייצג את יחסי הכוחות האמיתיים בין בעלי המניות בחברה. במקרים רבים בעלי מניות מיעוט המחזיקים פחות מ-5% ממניות החברה, מצליחים להוביל לשינוי ולהטות את הכף בהכרעות המתקבלות באסיפה, ולכן יש לשנות את התפיסה המתבססת על רף זה לבחינת כוח ההשפעה של בעל מניות מיעוט.⁸⁷ סטרק דוחה

⁸² Delaware General Corporate Law (DGCL).

⁸³ ראו Nicole Stracar, לעיל ה"ש 72.

⁸⁴ שם, בעמ' 1023.

⁸⁵ שם, בעמ' 1019.

⁸⁶ 17 C.F.R. § 240.13(d) – 101 – Schedule 13D.

⁸⁷ Nicole Stracar, לעיל ה"ש 72, בעמ' 1020; ראו גם J.P Morgan, לעיל ה"ש 71, בעמ' 6.

את הכלל הנוהג אך לא מציעה במקביל מבחן חלופי לאמידת כוח ההשפעה של בעלי מניות המיעוט בחברה.

הדיון בשאלה חוצה את גבולות ארה"ב ומתרחש גם במקומות אחרים ברחבי העולם. דוגמא אחת לכך היא מאמרו של *וודטיל*.⁸⁸ לטענתו, הגישה לפיה בעלי מניות המיעוט הם הומוגניים היא שגויה. לדבריו בעלי מניות מיעוט בחברות הם הטרוגניים, בעלי אינטרסים שונים ומטרות מגוונות דבר היוצר, בפני עצמו, בעית נציג בין בעלי מניות מיעוט מסוימים לבעלי מניות אחרים.⁸⁸ השוני במיהות בעלי מניות המיעוט ועליית כוחם של גורמים מוסדיים רבים,⁸⁹ שוברת את הפרדיגמה הקיימת לגבי הומוגניות האינטרסים של בעלי מניות המיעוט ומחייבת שינוי חקיקתי. לכן, הוא מציע שינוי פרדיגמטי בדיני החברות העוסקים בבעלי מניות המיעוט והחובות המוטלות עליהם, ומציע להטיל על בעלי מניות מיעוט, להם נתונה היכולת להכווין החלטות בחברה, חובות אופן כלפי החברה וכלפי יתר בעלי מניותיה.⁹⁰ לדבריו, השינוי המרכזי שגרם להטרוגניות המתוארת בקרב בעלי מניות המיעוט הוא ריבוי הגופים המוסדיים, לא רק במדינות בהן רווחת הבעלות המבוזרת (ארה"ב ובריטניה) אלא גם במדינות בהן המודל השכיח הוא חברות להן בעלי שליטה משמעותיים (כדוגמת מדינות המשפט הקונטיננטלי באירופה- גרמניה וצרפת וכן מדינות אסיה המושפעות מהמשפט המקובל הבריטי כמו הונג קונג, מלזיה, סינגפור והודו). אותם גופים מוסדיים מתחלקים לגופים אקטיביסטים המעורבים בהתנהלות החברה ושואפים להכווין את פעילותה כמו קרנות הגידור ולגופים פאסיביים שנמנעים מלהשתתף בהכוונת פעולות החברה כמו קרנות הסל, קרנות הפנסיה וקרנות השקעה נוספות.⁹¹

2. פסיקה

הפסיקה, במרבית מדינות העולם, מכירה בכך שבעלי השליטה בחברה, חבים חובות אמונים כלפי המיעוט, כאשר בעלי השליטה מעוניינים למכור את שליטתם לרוכש חיצוני.⁹² במקרים כאלה, דיני האמונים, בארה"ב למשל, זיהו חובות מיוחדות שיש לבעל השליטה המוכר, כלפי המיעוט, שלא לפגוע בשווי אחזקותיו, או זכויותיו האחרות הנובעות מן האחזקה, במסגרת רצונו למכור את השליטה לרוכש פוטנציאלי.⁹³ ההכרה הנרחבת הזו נובעת מכך שמכירת שליטה מהווה סיטואציה בה עלול בעל השליטה, ללא התערבות הדין, ליצור פער בין טובתו לבין טובת החברה וכך להחריף את בעית הנציג. כאשר בעל השליטה מוכר את האינטרסים שלו בחברה לאחר, הוא רואה לנגד עיניו את טובתו שלו בדמות השאת מכיר המכירה, וזו עשויה לגבור על שיקולים של טובת החברה שיובילו לבחירה ברוכש שעשוי

⁸⁸ Umakanth Varottil, *Minority Shareholders' Rights, Powers and Duties: The Market for Corporate Influence*, 2-3 NUS Law Working Paper 2020/006, February 2020, <http://www.law.nus.edu.sg/wps>.

⁸⁹ J.P Morgan, לעיל ה"ש 71, בעמ' 1.

⁹⁰ Umakanth Varottil, לעיל ה"ש 86, בעמ' 3.

⁹¹ Ivanhoe Partners, לעיל ה"ש 77.

⁹² David Kershaw, *Delaware's Fiduciary Imagination: Going-Privates and Lord Eldon's Reprise*, 98 Wash. U. L. Rev. 1669 (2021).

⁹³ ראו לדוגמא: *In re MFW Shareholders Litigation*, C.A. No. 6566-CS (Del. Ch., 2013).

להשביח את ערכה של החברה לאחר הרכישה. במצבים כאלו הדין מתערב ומטיל על בעל השליטה המוכר חובות אמון המביאות להפנמת העלות הזו.

אחד המצבים הבולטים של הפרת חובות אמון זו על ידי בעל שליטה בעת מכירת שליטתו, הוא האירוע של מכירת שליטה ל"חלבן" (looter), המכונה גם מכירה חובלת. במכירה זו, מיד לאחר רכישת השליטה, הרוכש נוקט במספר פעולות פוגעניות כלפי החברה מבחינה פיננסית, ולעיתים מביא אותה למצב של חדלות פירעון, תוך פגיעה ישירה בשווי אחזקות המיעוט. על מנת להוכיח את ההפרה, נדרשת הוכחת ידיעתו של בעל השליטה כי הוא מוכר את החברה לחלבן, ומבחן הידיעה נוקט בתנאים מיטיבים מבחינת בעלי מניות המיעוט הנדרשים להוכיחה.⁹⁴

לצד ההכרה הנרחבת בהטלת חובות אמון על בעלי השליטה בחברה, המקבלות בולטות, כאמור, במצבים של מכירת שליטה, בתי המשפט טרם הכירו באופן מלא ומפורש בהטלת חובות דומות על בעלי מניות המיעוט, בחברות בהן יש בעל שליטה. עם זאת, שאלה משפטית זו חוזרת ועולה בשנים האחרונות, בייחוד בבתי המשפט בארה"ב, ומספר החלטות מצביעות על תחילתו של שינוי מגמה הבא לידי ביטוי בנכונותם של בתי המשפט להכיר באפשרות להטלת חובות דומות על בעלי מניות המיעוט כשאלו בעלי כוח הכרעה.

פסק דין שניתן רק לאחרונה בבית המשפט הצינזרי בדלוור בעניין *Skye Mineral Investors*⁹⁵ עסק ב"דבוקת מיעוט" בחברה פרטית שהביאה בשורה ארוכה וסבוכה של פעולות לכך שהחברה תאלץ למכור לה נכס מרכזי שהיה בבעלותה במחיר השווה ל-5% מערכו בלבד. "דבוקת מיעוט" זו כללה מספר בעלי מניות שהחזיקו בשיעורים נמוכים מאוד מהון החברה אשר היו בני משפחה שפעלו יחד. בביצוע מהלכי השונים, נעזרה "דבוקת המיעוט" בזכויות חוזיות שהוענקו לה וקבעו את הצורך באישורה לביצוע כל גיוס הון נוסף או נטילת הלוואה על ידי החברה. זכויות חוזיות אלו, למעשה, העניקו לה כוח הכרעה ככל שמדובר בפעולה לגיוס כספים בין אם בדרך של גיוס הון או חוב.

בעוד שלבית המשפט היה קל להטיל חובות על הדירקטור שמונה מטעם "דבוקת המיעוט" לדירקטוריון ופעל במרץ לקידום המהלכים הנ"ל, הוא התקשה בהטלת חובות אמון על בעלי המניות שהרכיבו את "דבוקת המיעוט". לדברי בית המשפט עדין אין בדלוור קביעה משפטית מפורשת, בחוק או בפסיקה, לפיה בעלי מניות המיעוט חבים בחובות אמון ישירות, כלפי החברה או כלפי בעל השליטה בה, בדומה לחובות החלות על בעל השליטה בחברה בעת מכירת השליטה לרוכש חיצוני. עם זאת, הסכים בית המשפט להטיל על חלק מבעלי המניות שהרכיבו את "דבוקת המיעוט" חובות אמון חוזיות, שמקורן בהסדרה החוזית של זכותם לחסום כל גיוס הון או חוב.

⁹⁴ ראו לדוגמא:

Insuranshares Corp. of Delaware v. Northern Fiscal Corp., 35 F. Supp. 25 (E.D Pa., 1940)

Abraham v. Emerson Radio Corp., 901 A.2d 751 (Del. Ch 2006)

⁹⁵ *Skye Mineral Investors, LLC, Plaintiffs, v. DXS Capital (U.S.) Limited and others, Defendants, and Skye Mineral Partners LLC, Nominal Defendant*, C.A. No. 2018-0059-JRS (24.2.2020)

כשנתיים מוקדם יותר, עלתה סוגית הטלת חובות אמון על בעלי מניות מיעוט בפסק הדין בעניין *PLX*.⁹⁶ באותו מקרה, קרן השקעות אקטיביסטית, שיוצגה גם בדירקטוריון, הצליחה להוביל, תוך זמן קצר, לעסקת מיזוג במסגרתה נמכרה החברה המושקעת לרוכש חיצוני. הובלה זו נעשתה בעזרת פעילותו הנמרצת של נציג הקרן בדירקטוריון והונעה מאינטרסים של קרן ההשקעות שלא עלו בקנה אחד עם טובת החברה. בבחינת חבותה של קרן ההשקעות האקטיביסטית קבע בית המשפט כי בעלת מניות מיעוט אינה חייבת בחובות אמון כלפי החברה או כלפי שאר בעלי מניותיה. אך מרגע שהקרן האקטיביסטית הציבה דירקטור מטעמה בדירקטוריון, ודרכו היא קידמה את המיזוג שהוביל למכירת החברה, על מנת לקדם אינטרסים אישיים שלה וכדי להיפטר מאחזקותיה בחברה, באופן שמיטיב עימה ופוגע בחברה, הרי שהדירקטורים הפרו את חובת האמונים שלהם כלפי החברה וכלפי יתר בעלי מניותיה, ואילו הקרן, סייעה לכך ולכן אחראית רק לסיוע להפרת חובת אמונים. גם במקרה זה ניתן לראות כי בעוד שקל לבית המשפט להטיל חובות אמון על דירקטורים, הוא מתקשה להטיל חובות דומות על בעלי מניות המיעוט ולמעשה מכיר בחבותם רק כסיוע להפרת חבותם של הדירקטורים.

שאלה נוספת שנדונה בפסיקה הקשורה בקשר הדוק לענייננו נוגעת להגדרת שליטה לצורך הפעלת החובות המוטלות על בעלי השליטה. בעוד שהדיון בפסיקה הישראלית בשאלה זו דל מאוד, בשל מבנה הבעלות ששרר בשוק ההון הישראלי עד לאחרונה וכלל בעיקר חברות עם גרעיני שליטה משמעותיים בשיעור אחזקותיהם, ניתן למצוא דיון רב יותר בפסיקה במדינות כדוגמת ארה"ב וקנדה, בהן מבנה הבעלות מבוזר.⁹⁷

גם שאלה זו נדונה סמוך למועד כתיבת שורות אלו, בפסק הדין בעניין חברת *Tesla*.⁹⁸ בפסק הדין נדונה שליטתו של אילון מאסק, מיסד החברה, בחברה על אף שמבחינה פורמלית הוא כבר אינו מחזיק במרבית זכויות ההצבעה בחברה. לפיכך, השאלה שנדונה היא האם, בהעדר שליטה פורמלית, למאסק יש שליטה אפקטיבית בחברה, אילון מאסק, אשר ייסד חברת טסלה והיה בעל שליטה בה, מכר את אחזקותיו בחברה עד לשיעור של כ-22%. על כן, עלתה השאלה האם מאסק עודנו בעל שליטה בחברת טסלה. מאסק כיהן כמנכ"ל החברה וכדירקטור. בית המשפט הדגיש, בפסק דינו, את ההשפעה האישית שיש למאסק על יתר חברי הדירקטוריון, הן מתוקף מעמדו כמיסד החברה והן לאור קשריו עמם. בית המשפט מצא גם כי עסקי החברה תלויים במומחיותו של מאסק כמהנדס הראשי של החברה, ומשכך השפעתו על מהליכיה העסקיים מקנה לו כוח שליטה בחברה. לפיכך, קבע בית המשפט בעניין זה, כי למאסק יש "השפעה אינהרנטית" אשר מביאה ליכולתו לכוון את עסקי החברה ואשר בגינה יש לראותו כמחזיק בשליטה אפקטיבית. יש לציין כי מדובר במבחן עמום שלא ברור מהם

In Re PLX Technology Inc. Stockholders Litigation, consolidated, C.A. No. 9880-VCL (16.10.2018) ⁹⁶

ראו לדוגמא: ⁹⁷

In Re KKR Financial Holdings LLC, Shareholders Litigation, Consolidated, C.A. No. 9210-CB; *In Re Crimson Exploration INC, Stockholder Litigation*, C.A. No. 8541-VCP (14.10.2014)

(24.10.2014)

In Re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litigation, Consolidated, C.A. No. 12711-VCS (4.2.2020) ⁹⁸

הקריטריונים להפעלתו. במקרה הנדון ההפעלה היא "קלה" שכן השפעתו האדירה של מאסק על החברה ניכרת בצורה מובהקת ומשתקפת באופנים שונים כלפי חוץ. השאלה העולה היא האם וכיצד יהיה עלינו להפעיל מבחן זה כאשר מדובר בבעלי מניות עם השפעה מובהקת פחות מזוהה, ואשר הם נעדרי שליטה פורמלית בחברה.

מבחן "ההשפעה האינהרנטית" לא הוזכר לראשונה בפרשת *Tesla* והוא נדון בעבר גם בפסק הדין *Kahn v. Lynch*.⁹⁹ שם נקבע כי די להצביע על התקיימותו של פוטנציאל להשפעה, בכדי להכריע שלבעל השליטה היתה השפעה אינהרנטית ולפיכך ניתן לראותו כבעל שליטה אפקטיבית בחברה. פוטנציאל להשפעה זה עשוי להופיע בדמותו של הפעלת לחץ על ידי בעל מניות על בעלי מניות המיעוט כך שעולה חשש מפגיעה בעניינם במידה ולא יקדמו מהלכים אותם מעוניין לקדם בעל המניה. לפי בית המשפט, גם אם בעל מניה מחזיק בפחות ממחצית מזכויות ההצבעה בחברה, ניתן לראותו כבעל שליטה אם זה מיישם שליטה אפקטיבית על עסקי התאגיד.

פרשת *Corwin*¹⁰⁰ שהכתה גלים רבים, עסקה בשאלה דומה כאשר העניין נדון בבית המשפט הצינסי בדלוור.¹⁰¹ השאלה שנדונה בערכאה זו היתה האם ניתן לראות בבעל מניה המחזיק בפחות מ-1% מהונה המונפק והנפרע של החברה כבעל שליטה אפקטיבית. להבדיל מפסקי הדין הקודמים שדנו בשאלות דומות, במקרה זה היה מדובר בבעל מניות מיעוט המחזיק בשיעור נמוך במיוחד מערכה של החברה. בעניין זה נקבע כי לא הוכחה קיומה של שליטה אפקטיבית וכי החלטה בשאלה זו, מחייבת את בית המשפט לבחון את כוחו ואת יכולתו של בעל המניות שאיננו מחזיק בשליטה פורמלית בדמות רב זכויות ההצבעה בחברה, לכוון בכל זאת, את עסקי התאגיד. בנוסף, נקבע כי קשה לראות בבעל מניה שאחזקותיו נמוכות מ-1% מסך המניות בחברה, ככזה המסוגל לכוון את עסקי התאגיד.

במקרה אחר, בעניין *Basho Techs*¹⁰², נדונה חברת היי-טק שעברה כמה סבבי השקעות והיתה זקוקה לגיוס משמעותי נוסף לצורך המשך פיתוח המוצר. בעל מניות מיעוט בחברה, שהיה בעל זכויות וטו חוזיות שאפשרו לו למנוע גיוסי הון נוספים באמצעות הנפקת מניות, עשה שימוש בכוח הוטו- מנע הנפקת מניות נוספת וכך אלץ את החברה ללוות ממנו כספים. במקביל לכך, הוא השפיע על הדירקטוריון בקבלת החלטות פיננסיות שונות. בבית המשפט נטען כי בעל מניות המיעוט היה בפועל בעל שליטה בחברה ובהתנהלותו הפר את חובת האמון כלפיה. בית המשפט קבע כי מכלול הנסיבות מצביע על כך שבעל מניות המיעוט היה בעל שליטה אפקטיבית בפועל אך בקביעתו זו ציין כי לא ניתן להגדיר מראש את כל הדרכים באמצעותן בעל מניות מיעוט יכול להשפיע על פעילות החברה ולכן לא ניתן לדבר על מבחן בהיר וסגור לבחינת התקיימותה של שליטה אפקטיבית. לצד זאת, מנה בית המשפט מספר דוגמאות או אינדיקציות שיכולות להצביע על כך:

⁹⁹ *Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110, 1113-14 (Del. 1994)

¹⁰⁰ *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015)

¹⁰¹ *KKR Financial Holdings*, לעיל ה"ש 87.

¹⁰² *Basho Techs. Holdco B, LLC v. Georgetown Basho Invs., LLC*, 2018 WL 3326693 (Del. Ch. July 6, 2018), *aff'd sub nom.*, *Davenport v. Basho Techs. Holdco B, LLC*, 221 A.3d 100 (Del. 2019)

It is impossible to identify or foresee all of the possible sources of influence that could contribute to a finding of actual control over a particular decision. Examples include, but are not limited, to: (i) relationships with particular directors that compromise their disinterestedness or independence, (ii) relationships with key managers or advisors who play a critical role in presenting options, providing information, and making recommendations, (iii) the exercise of contractual rights to channel the corporation into a particular outcome by blocking or restricting other paths, and (iv) the existence of commercial relationships that provide the defendant with leverage over the corporation, such as status as a key customer or supplier.¹⁰³

באופן דומה, בפסק הדין בעניין Voigt¹⁰⁴, שאף הוא עסק בבעל מניות מיעוט שהיו בידיו זכויות וטו חוזיות באשר למספר פעולות מהותיות בחברה כדוגמת: הנפקת מניות, חלוקת דיבידנד, אישור עסקאות מהותיות, שינוי תקנון ומתן בטוחות להלוואות, נקבע כי אין "נוסחת קסם" באשר להוכחתה של שליטה אפקטיבית והדבר צריך להיקבע בכל מקרה לגופו.¹⁰⁵ לשם כך, נקבע, כי על בית המשפט להיות קשוב למגוון המצבים אשר יכולים לבסס מסקנה בדבר שליטה בפועל וכי יש להעריך את המשקל המצרפי של מצבים אלו ושל הנסיבות השונות של המקרה באופן "הוליסטי".¹⁰⁶

פסקי הדין מעמתים את סוגית שיעור האחזקה בחברה עם סוגית השליטה האפקטיבית אך יחד עם זאת לא מצליחים לגבש מבחן אחיד וודאי לקביעת קיומה של האחרונה. הכרעות אלו ממחישות את נחיצותו של מבחן עקרוני שיסייע בבחינת שאלת התקיימותה של שליטה אפקטיבית או כוח הכרעה תוך התחשבות הן בשיעור האחזקות והן ביכולת ההשפעה על קבלת ההחלטות. גם בעל מניה שמחזיק בשיעור מינימלי, עשוי לעיתים להיות בעל כוח הכרעה וזאת כאשר הוא בעל המניה המטה את הכף מהחלטה אחת לאחרת. עם זאת, לא בכל מצב דברים, אותו בעל מניות מיעוט יהווה לשון מאזנים כך שניתן יהיה לייחס לו כוח הכרעה. בפרק הבא אציע מבחן כזה, המתבסס על מושגים מתחום תורת המשחקים השיטופיים המאפשר לנו לאמוד את כוח הכרעתו של בעל מניות מיעוט בחברה בכדי לבסס הטלת חבות מתאימה.

חשוב לציין, כי כפי שעולה מהדיון בפסיקה הן המקומית ובייחוד הזרה, יש ביכולתם של בעלי מניות דומיננטיים ואקטיביסטיים להשפיע על החלטות המתקבלות בחברה ואף להכווין את עסקיה, על אף שיעור בעלותם הנמוך, ויכולת זו יכולה לבוא לידי ביטוי במגוון היבטים. חלק מההיבטים, ויש שיטענו החשובים שבהם, מוצאים את ביטויים בכוח הכרעה בהצבעות,

¹⁰³ פסק הדין בעניין Basha Techs, עמ' 67-66.

¹⁰⁴ Voight v. Metcalf, 2020 WL 614999 (Del. Ch. Feb. 10, 2020)

¹⁰⁵ פסק הדין בעניין Voight, עמ' 24-23.

¹⁰⁶ שם, בעמ' 26.

בין אלו העוסקות בקבלת החלטות אופרטיביות בחברה ובין אלו העוסקות במינוי דירקטורים וועדות מיוחדות וכן בהצבעות לאישור עסקאות בניגוד עניינים. עם זאת, קיימים היבטים נוספים שאינם מוצאים את ביטויים בכוח הכרעה בהצבעות, להיבטים אלו מאפיינים "רכים" ו"סובייקטיביים" יותר והם יכולים לבוא לידי ביטוי במערכות יחסים קרובות עם הדירקטוריון, עם הנהלת החברה או עם יועציה ובקיומם של יחסים מסחריים או אחרים שמאפשרים לבעלי מניות המיעוט הדומיננטיים להפעיל לחץ על קברניטי החברה. בעיות אלו אינן ייחודיות למבנה בעלות הכולל בעלי מניות מיעוט דומיננטיים ומוכרות וקיימות גם במבני בעלות ריכוזיים יותר. הפתרון המוצע במאמר מתמקד ביכולת להכווין את עסקיה של החברה על ידי כוח הכרעה בהצבעות, לרבות בהצבעות למינוי דירקטורים ולאישור עסקאות בניגוד עניינים. הטיפול בהיבטים "רכים" יותר של הפעלת כוח הכרעה מצדיק, בפני עצמו, דיון במאמר נפרד.

ד. מיהו בעל כוח הכרעה - ערך שפלי ומדד הכוח של שפלי ושוביק

ערך שפלי¹⁰⁷ (Shapley Value), הקרוי על שם ממציאו, המתמטיקאי לוי שפלי, מאפשר למדוד את כוחם היחסי של יחידים ושל קואליציות¹⁰⁸ במסגרת הצבעה. העקרון העומד בבסיס ערך שפלי הוא כי כוח ההצבעה גדל ככל שעולה התדירות שבה יחיד או קואליציה מהווים לשון מאזנים ולמעשה יכולים להטות את הכף מהחלטה אחת לאחרת. מכיוון שכוח ההצבעה, עשוי להיות שונה מהכוח הפורמלי שנתון ליחיד או לקואליציה לאור חלקם היחסי בקבוצה, ערך שפלי משמש מדד לכוח שיש לכל שחקן בתהליך קבלת ההחלטות. יישום זה לערך שפלי פותח על ידי שפלי ושוביק¹⁰⁹ והוא ידוע כמדד הכוח של שפלי ושוביק (Shapley and Shubik's Power Index). מאוחר יותר, הארט ומס-כולל¹¹⁰ הראו כי ערך שפלי, למעשה, מודד את התרומה השולית של כל שחקן לקבלת ההחלטה. בערך שפלי נעשים שימושים רבים ונרחבים. הוא שמש בעבר למדידת כוחן היחסי של החברות הקבועות במועצת הביטחון של האו"ם לעומת החברות המתחלפות. נעשה בו שימוש תדיר לאחר התבהרות תוצאות הבחירות לאמידת כוחן היחסי של המפלגות השונות, להבדיל מכוון האלקטורלי העולה מתוצאות הבחירות עצמן. כמו כן, לאחרונה נעשה בו שימוש לבחינת כוחם היחסי של בני משפחה שונים בניהולם את החברה המשפחתית.¹¹¹ כמדד הכוח של שפלי ושוביק נעשה שימוש לאחרונה לבחינת כוחם של המשקיעים המוסדיים בהצבעה באסיפה הכללית על אישור עסקאות בניגוד עניינים לאחר שינוי דרישת הרב הבלתי נגוע באסיפה משליש לחצי.¹¹²

¹⁰⁷ שפלי 1953, זמיר משלר וסולן, תורת המשחקים, הוצאת מאגנס (2008), פרק 19.

¹⁰⁸ קואליציה, בהקשרנו, היא קבוצת בעלי מניות שמצביעה באותה צורה לעניין החלטה מסוימת.

¹⁰⁹ שפלי ושוביק 1954.

¹¹⁰ הארט ומס-כולל, 1989.

¹¹¹ Ben-Shahar, Carmeli, Sulganik and Weiss, The Confluence of Soft and Hard Powers in the Formation of Dominant Coalitions among Shareholders in Family Firms, Working Paper, 2020.

¹¹² Dressler, Efrat, Voice and Power: Do Institutional Shareholders Make Use of Their Voting Power? Journal of Corporate Finance, 65 (2020).

כדי להמחיש כיצד פועל ערך שפלי, נתאר לעצמנו מצב בו כל בעלי המניות נכנסים לחדר בזה אחר זה. כל בעל מניה הנכנס לחדר מקבל ערך השווה לתרומה השולית שלו לקבוצת בעלי המנות שהגיעו לפניו. כלומר, אם S היא קבוצת בעלי המניות שכבר נמצאים בחדר לפני שבעל מניה i נכנס, הערך לבעל מניה i יהיה ההפרש בין הערך של קבוצת בעלי המניות שהיתה בחדר הכוללת גם את בעל מניה i לבין הערך של הקבוצה S בלעדיו. אם הסדר שבו נכנסים בעלי המניות לחדר הוא מקרי, ולכל הסדרים השונים יש את אותה ההסתברות, אזי תוחלת הערך לשחקן i שווה לממוצע הערך שלו בכל אחד מהסדרים האפשריים.

אדגים זאת בעזרת דוגמא מספרית פשוטה. נניח שבחברה יש שלושה בעלי מניות- 1,2,3 המחזיקים ב-25%, 25% ו-50% ממניות החברה בהתאמה. ניתן לראות שכל אחד מבעלי המניות, לברו, לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת ולכן הערך v של כל אחד מבעלי המניות בנפרד יהיה 0:

$$v(1)=v(2)=v(3)=0$$

בשל מבנה הבעלות, גם בעל מניות 1 ו-2 יחד לא יכולים להטות את הכף בהחלטה מסוימת ולכן גם ערכם יחד $v(1,2)$ הוא 0:

$$v(1,2)=0, v(1,2,3)=0$$

לעומת זאת, בעלי מניות 1 ו-3 יכולים יחד להטות את הכף וכך גם בעלי מניות 2 ו-3 וכמובן שבמידה ושלושת בעלי המניות יצביעו יחד, גם אז הם יטו את הכף. ערכה של קואליציה המטה את הכף בהחלטה מסוימת תהיה 1 ולכן:

$$v(1,3)=v(2,3)=v(1,2,3)=1$$

הטבלה הבאה מציגה כיצד ניתן בפשטות לחשב ערך שפלי לכל בעל מניה בהחלטה זו. הטור הימני יציג את הסדר שבו בעלי המניות "נכנסים אל החדר" בקבלת ההחלטה ושלושת הטורים הנוספים יציגו את התרומה השולית של כל בעל מניה בכל אחד מהסדרים בהתאמה:

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	$v(1)=0$	$v(1,2)-v(1)=0$	$v(1,2,3)-v(1,2)=1$
(1,3,2)	$v(1)=0$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(1,3)-v(1)=1$
(2,1,3)	$v(1,2)-v(2)=0$	$v(2)=0$	$v(1,2,3)-v(1,2)=1$
(2,3,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2)=0$	$v(2,3)-v(2)=1$
(3,1,2)	$v(1,3)-v(3)=1$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(3)=0$
(3,2,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2,3)-v(3)=1$	$v(3)=0$

עבור כל בעל מניה, נחשב מעין ממוצע משוקלל על ידי סכימת סכום התרומות השוליות וחלוקה במספר הסדרים ונקבל כי ערך שפלי של בעל מניה 1 הוא $\frac{1}{6}$, ערך שפלי עבור בעל מניה 2 הוא גם $\frac{1}{6}$ ולבסוף, ערך שפלי עבור בעל מניה 3 הוא $\frac{2}{3}$. במילים אחרות, כוח ההכרעה

של בעל מניה 3 גבוה פי ארבעה מכוח ההכרעה של כל אחד מבעלי מניות האחרים, על אף שכוחו הפורמלי גבוה רק פי שנים מכוחם.

בכדי לחשב את המדד הכללי יש לבחון את כל הסדרים האפשריים בהתבסס על כל בעלי המניות בחברה. מקרה מיוחד הוא חברה שבה יש לבעלי המניות השונים עמדות ברורות לגבי הנושאים העולים לסדר היום באסיפה. במקרה כזה, סדר לצורך נושא מסוים שעומד להצבעה יכול גם לבטא את עצמת התייחסותם של בעלי המניות לנושא- הראשון ש"נכנס" הוא התומך הנלהב ביותר, האחרון ש"נכנס" הוא המתנגד ביותר וביניהם מסודרים יתר בעלי המניות בסדר תמיכה יורד. התומך הנלהב ביותר והמתנגד החריף ביותר ינסו לקבל את תמיכת יתר בעלי המניות. ההכרעה תיפול בהתאם לזה שיצליח לגייס לצידו יותר בעלי מניות.

מדד הכוח של שפלי ושוביק הוא פונקציה המתאימה לכל משחק פשוט את ערך שפלי שלו.¹¹³ משחק פשוט הוא משחק שבו השווי של כל קואליציה הוא 0 או 1 (כפי שמופיע בדוגמא המספרית). משחק מסוג זה ממדל את היכולת להעביר החלטה בקבוצה של מספר מקבלי החלטה. ערכה של קואליציה שווה ל 1 אם חברי הקואליציה יכולים לגרום לקבלת החלטה בכוחות עצמם, אפילו אם שאר השחקנים מתנגדים להצעה. במקרה זה קואליציה זו תיקרא *קואליציה מנצחת*. ערכה של קואליציה יהיה 0 אם חברה אינם יכולים לכפות את דעתם על שאר מקבלי החלטות. במקרה זה הקואליציה תיקרא *קואליציה מפסידה*. משחק פשוט יהיה גם מונוטוני אם כל תת קואליציה של קואליציה מפסידה היא קואליציה מפסידה וכן כל קואליציה המכילה קואליציה מנצחת אף היא מנצחת.

רב מנגנוני קבלת ההחלטות בקבוצה המוכרים לנו הם משחקים פשוטים ומונוטונים. שלוש הדוגמאות הטיפוסיות למנגנוני קבלת החלטות העונים להגדרה הזו הם: משחקי רב, בהם ההחלטה מתקבלת אם רב מקבלי ההחלטות מסכימים לה; משחקי פה אחד, בהם ההחלטה מתקבלת רק אם כל מקבלי ההחלטות מסכימים לה ומשחקי דיקטטור, בהם יש מקבל החלטות יחיד המחליט אם לקבל את ההחלטה או לדחותה. השימוש בערך שפלי ובמדד הכוח של שפלי ושוביק מתאים לכל אחד ממנגנוני קבלת החלטות אלו, המכסים את מרביתם המוחלטת של המצבים שנרצה לאמוד בהם את כוחם האפקטיבי של מקבלי ההחלטות.

מושג נוסף שחשוב להגדיר לצורך יישומו של מדד הכוח של שפלי ושוביק על קבלת החלטות בקרב בעלי המניות הוא *שחקן ציר* (pivot). אם קבוצת בעלי מניות N מקבלת החלטות באמצעות הצבעות באסיפה הכללית, אזי לכל סדר שבו מסתדרים בעלי המניות (בהתאם לתמיכה שלהם בהחלטה) יש בדיוק בעל מניה אחד שקבוצת כל בעלי המניות שלפניו היא קואליציה מפסיקה, והצטרפותו הופכת את הקואליציה ממפסידה למנצחת- זהו שחקן הציר. אם שחקן הציר יצביע בעד ההחלטה, מכיוון שכל קודמיו בסדר תומכים בהחלטה אף יותר ממנו, גם הם יצביעו בעד, ולכן ההצעה תתקבל. אם שחקן הציר יצביע נגד, מכיוון שכל בעלי המניות הבאים אחריו נלהבים עוד פחות ממנו, הם יצביעו נגד, וההצעה לא תתקבל. שחקן הציר, הוא השחקן המטה את הכף בהחלטה מסוימת ומכאן כוחו.

כאשר כל הסדרים האפשריים מתקבלים בהסתברויות שוות, מדד הכוח של שפלי ושוביק של בעל מניה מסוים הוא ההסתברות שאותו בעל מניה יהיה שחקן ציר. בדוגמא המתוארת בטבלה לעיל, בעל מניה 3 הוא שחקן ציר בארבעה מתוך ששת הסדרים האפשריים. כל אחד

¹¹³ זמיר, משלר וסולן, לעיל ה"ש 104, בעמ' 801.

מבעלי המניות 1 ו-2 הוא שחקן ציר בסדר אחד בלבד. מכאן, שכוח ההכרעה של בעלי מניה גדול פי ארבעה מכוחם של כל אחד מבעלי המניות 1 ו-2.

דוגמא מספרית נוספת למערך כוחות שונה בין בעלי המניות בחברה יכולה להתרחש במצב בו יש גם כן שלושה בעלי מניות- 1,2,3 המחזיקים ב%45,45%, 10% בהתאמה. גם במצב זה ניתן לראות שכל אחד מבעלי המניות, לבדו, לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת ולכן הערך v של כל אחד מבעלי המניות בנפרד יהיה 0:

$$v(1)=v(2)=v(3)=0$$

אך בניגוד לדוגמא הקודמת, כל זוג בעלי מניות יכול להטות יחד את הכף ולכן:

$$v(1,2)=v(1,3)=v(2,3)=1$$

נבחן בטבלה את תרומתו השולית של כל בעל מניה בדוגמא זו על פי הסדרים השונים האפשריים:

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	$v(1)=0$	$v(1,2)-v(1)=1$	$v(1,2,3)-v(1,2)=0$
(1,3,2)	$v(1)=0$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(1,3)-v(1)=1$
(2,1,3)	$v(1,2)-v(2)=1$	$v(2)=0$	$v(1,2,3)-v(1,2)=0$
(2,3,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2)=0$	$v(2,3)-v(2)=1$
(3,1,2)	$v(1,3)-v(3)=1$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(3)=0$
(3,2,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2,3)-v(3)=1$	$v(3)=0$

ניתן לראות כי על אף שקיים פער משמעותי באחזקות בין בעלי מניות 1 ו-2 המחזיקים כל אחד בנפרד ב%45 ממניות החברה לבין בעל מניות 3 המחזיק רק ב%10 ממניות החברה, ערך שפלי של כל שלושת בעלי המניות במקרה הזה הוא זהה ועומד על $\frac{2}{3}$ או $\frac{1}{3}$. לפיכך, על אף שבמצב זה מדובר בבעלי מניות שכוחם הפורמלי הוא שונה, כוחם האפקטיבי הוא זהה ועל כן היקפן של החובות המשפטיות המוטלות עליהם צריך להיות זהה גם כן. בנוסף, ניתן גם להטמיע במדד הסכמי הצבעה בין בעלי מניות ואף סכסוכים קיימים¹¹⁴ מן הצד השני, כך שתוצאת המדד תיקח זאת גם כן בחשבון. נניח בדוגמא האחרונה שבעלי מניות 1 ו-2 מסוכסכים זה עם זה ומצביעים באופן אסטרטגי הפוך אחד מן השני, כלומר-

¹¹⁴ הן הסכמי הצבעה והן סכסוכים בין בעלי מניות הם מצבים נפוצים ותדירים המגיעים מעת לעת לבתי המשפט. מבין הסכסוכים ניתן למנות גם מצבים שזכו לכינוי "עניין אישי שלילי" שבהן בעל מניות מצביע בעקביות כנגד עמדתו של בעל מניות יריב (ראו לדוגמא: ה"פ 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (ניתן ביום 10.1.2012)). בנוסף, ניתן לעשות שימוש במדד גם במקרים בהם הסכסוך אינן בינארי ועל עניינים מסוימים מצביעים בעלי המניות יחד ואילו על אחרים מצביעים זה נגד האחר. הדרך לעשות זאת, היא בעזרת חישוב ערך שפלי עבור כל החלטה. כך יתכן וסביר שיתקבל, בנתוני הדוגמא המוצגת במאמר, שבהחלטות בהן יש יריבות כוחו האפקטיבי של בעל מניות מיעוט עולה ואילו בהחלטות בהן אין יריבות כוחו האפקטיבי של בעל מניות המיעוט יורד (מכיוון שבהחלטות אלו הוא אינו משמש עוד כלשון מאזנים).

אם בעל מניות 1 מצביע בעד החלטה מסוימת, בעל מניות 2 יצביע נגד וההפך אזי, מערך הכוחות יראה אחרת.

גם במצב זה, כל אחד מבעלי המניות, לבדו, לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת ולכן הערך v של כל אחד מבעלי המניות בנפרד יהיה 0:

$$v(1)=v(2)=v(3)=0$$

אך הפעם, בעלי מניות 1 ו-2 יחד לא מצליחים לקבל החלטה בשל הסכסוך החל ביניהם ולכן:

$$v(1,2)=0$$

אבל בעל מניות 3 יכול להטות את הכף בכל פעם שיחבור לאחר משני בעלי המניות האחרים:

$$v(1,3)=v(2,3)=1$$

נבחן גם במקרה זה בטבלה את תרומתו השולית של כל בעל מניה בדוגמא זו על פי הסדרים השונים האפשריים:

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	$v(1)=0$	$v(1,2)-v(1)=0$	$v(1,2,3)-v(1,2)=1$
(1,3,2)	$v(1)=0$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(1,3)-v(1)=1$
(2,1,3)	$v(1,2)-v(2)=0$	$v(2)=0$	$v(1,2,3)-v(1,2)=1$
(2,3,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2)=0$	$v(2,3)-v(2)=1$
(3,1,2)	$v(1,3)-v(3)=1$	$v(1,2,3)-v(1,3)=0$	$v(3)=0$
(3,2,1)	$v(1,2,3)-v(2,3)=0$	$v(2,3)-v(3)=1$	$v(3)=0$

במקרה זה מתקבלת תוצאה מפתיעה, בעוד שבעל מניות 3 הוא בעל הכח הפורמלי הנמוך ביותר שכן מחזיק רק ב-10% ממניות החברה, כוחו האפקטיבי הוא הגדול ביותר ולמעשה הוא גדול פי ארבעה מכוחם של כל אחד משני בעלי המניות האחרים המחזיקים כל אחד ב-45% ממניות החברה. מכיוון ששני בעלי מניות אלו מסוכסכים זה עם זה, בעל מניות 3 מהווה "שחקן ציר" שמטה את הכף בהחלטות המתקבלות באסיפת בעלי המניות בחברה במספר רב יותר של מקרים.

כפי שהודגם לעיל, ניתן לקחת בחשבון בהפעלת המדד הסכמי הצבעה וכן סכסוכי בעלי מניות. בצורה דומה, ניתן להפנים בשימוש במדד בעלי מניות המשמשים כמובילי דעה בקרב אסיפת בעלי המניות, כדוגמת משקיעים מוסדיים ומשקיעים מתוחכמים אחרים¹¹⁵ וכן בעלי מניות מיעוט הזוכים לכינוי "תפוחים רקובים" בשל השפעתם השלילית על הטיית ההחלטה של יתר בעלי זכויות ההצבעה. במידה וניתן להבחין בבעלי מניות אלו המהווים מובילי דעה, הדרך לקחת זאת בחשבון ביישום המדד נעשה בדומה ליישום הסכמי הצבעה תוך הסתמכות על הנחת יסוד שקבוצה מסוימת של בעלי מניות מצביעים בעקבותיהם וכמוהם. לאחר

כך גרוס, מצביע בספרו על האפשרות שבעלי מניות מוסדיים ישפיעו על הצבעתם של בעלי מניות קטנים, יוסף גרוס, **חוק החברות**, 318 (מהדורה חמישית 2016).

ההסתמכות על הנחת היסוד הזו שוקלים שוב כל סדר אפשרי כפי שנעשה בדוגמאות האחרונות ובוחנים את תרומתם השולית של כל השחקנים בצורה דומה.

ה. הערות יישומיות

יתרונו המרכזי של מדד הכוח של שפלי ושוביק הוא בפשטות הפעלתו. על אף שמדובר במדד המבוסס על תיאוריה מתמטית מופשטת,¹¹⁶ יישומו והפעלתו על מקבלי החלטות בדעת רב במקרים ספציפיים אינה דורשת הרבה יותר מחישובים מספריים פשוטים של המקרים בהם כל אחד מבעלי המניות מהווה שחקן ציר לצורך החלטה מסוימת וסכימתם של מצבים אלו בנוגע לכל מקבלי החלטות הרלוונטיות. לבסוף, נדרשת השוואה בין מספר המקרים בהם כל מקבל החלטות מהווה שחקן ציר ועל ידי כך אמידת כוח ההכרעה של כל אחד ואחת מבעלי המניות בחברה המגיעים להצבעה. קיימים כיום מספר מחשבוני אינטרנטיים זמינים לחישוב ערך שפלי בהם ניתן להזין את שיעור אחזקותיהם של בעלי המניות השונים ולקבל את תוצאת המדד לכוחם האפקטיבי.¹¹⁷

מוצע לעשות שימוש במדד זה כמבחן שיפוטי שיהווה כלי עזר לבתי המשפט הדנים בהיקפי אחריותם של בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה. כך, ניתן יהיה לסטות בהחלטה השיפוטית מהאינדקס הניתנת באמצעות השימוש במדד רק במידה שיהיו שיקולים לגופו של עניין המצדיקים את הסטייה הזו. שימוש במבחן זה עשוי לסייע בעמידת העולה כיום מתוך הניסיונות של בתי המשפט בארץ ובעולם לאמוד קיומה של "השפעה אינהרנטית" או "שליטה אפקטיבית" על סמך מכלול נסיבות מגוון ושקילה סובייקטיבית של מכלול זה, כפי שתואר בחלקו הקודמים מאמר זה. לצד השימוש במדד ככלי עזר שיפוטי מוצע לאפשר קיומו של מנגנון Pre-ruling שירכז על ידי הרגולטור הרלוונטי באמצעותו יוכלו בעלי מניות לפנות בטרם קבלת החלטות מהותיות באסיפת בעלי המניות לצורך הכרזה עליהם ככאלו שאינם מחזיקים בכח הכרעה ובהתאם להחלטת הרגולטור, יגור היקף החובות המשפטיות החל עליהם בעת קבלת החלטה. מנגנון Pre-ruling זה צפוי להגביר את הודאות המשפטית ולהפחית את ההתדיינות המשפטיות בשאלת אחריותם של בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה.

¹¹⁶ חשוב לציין כי השימוש במדד מתימטי בהחלטות משפטיות אינו עניין שכיח אך עם זאת לא מדובר בפעם הראשונה ששימוש במדד מעין זה מוצע ואף ישנם מדדים מבוססי תיאוריה מתימטית שנעשה בהם שימוש משפטי תדיר. דוגמא לכך היא השימוש במדד Hirschman-Herfindahl Index (HHI) בו נעשה שימוש בהקשר של אישור מיזוגים ורכישות במסגרת דיני התחרות. מדד זה משמש לבחינת השינוי ברמת הריכוזיות בשוק אם המיזוג או הרכישה יאושרו ויצאו לפועל, ולספק בסיס לקבלת החלטות לרשות התחרות ולבית הדין לתחרות בבואם לדון באישור העסקה. ניתן ללמוד מניסיון השימוש במדד זה לצורך החלת המדד המוצע במאמר זה. בעוד השימוש במדד HHI הוא נרחב, נערכים דיונים נרחבים לגבי אופן החישוב ואופן השימוש בו ומתקבלות במסגרתם מגוון החלטות. לפיכך, ניתן ללמוד שהשימוש במדד מתימטי ככלי עזר שיפוטי עשוי להפחית את רמת חוסר הודאות אך לא באופן מלא בשל מרחב הטיעון שעדיין נותר ביישום השימוש בו. לניתוח השימוש במדד HHI ראו לדוגמא: בחינת השינוי ברמות הריכוזיות והתחרות בענפי כלכלה, דו"ח של מרכז המחקר והמידע של הכנסת,

https://fs.knesset.gov.il/24/Committees/24_cs_mmm_614313.pdf

ראו לדוגמא: <http://shapleyvalue.com>.

בנוסף, צפוי כי השימוש במדד הן על ידי בתי המשפט בדיעבד והן מראש באמצעות מנגנון Pre-ruling יוביל לשינוי בהתנהגותם של בעלי מניות מיעוט אקטיביסטים שכן כיום שוררת רמת אי ודאות גבוהה באשר לאפשרות להטיל עליהם אחריות משפטית בגין שימוש בכוחם האפקטיבי בעת שהם מנצלים זאת. השימוש במדד יביא להטלת אחריות במקרים בהם ראוי יהיה להטיל אחריות שכן הם יאופיינו ברמת השפעה אפקטיבית גבוהה ובכח להטות החלטה מצד אחד לאחר. האפשרות להטלת אחריות במקרים אלו יכולה להוביל להתנהגות מושכלת יותר של בעלי מניות מיעוט דומיננטיים מראש תוך שקילת טובת החברה לנגד עיניהם.

המדד מתאים לשימוש ולאמידת כוח הכרעתו של בעל מניות מיעוט גם בקיומו וגם בהעדרו של בעל שליטה בחברה והשימוש בו יעשה באופן זהה בשני מצבים אלו. לפיכך, על אף שהצעת השימוש במדד מגיעה על רקע שינוי המגמה במבנה הבעלות בשוק החברות הישראלי יישומו אינו תלוי בכך שחברה אחת או אחרת מתנהלת ללא גרעין שליטה והוא ניתן ליישום אחיד לכל הסוגים של מבני הבעלות. לפיכך, השימוש במדד אינו מתאים רק לתקופה זו אלא הוא ניתן לשימוש עתידי ללא תלות במגמות שיחולו בעתיד במבנה הבעלות בשוק. כמו כן, השימוש בו אינו תלוי שוק ספציפי וניתן, מאותה הסיבה לעשות שימוש במדד גם במדינות נוספות המתאפיינות במבני בעלות שונים.

סוגיה נוספת שיש לדון בה בהקשר זה היא מועד השימוש במדד. ניתן לחשוב על שני מועדים רלוונטיים שהצדדים המעורבים עשויים להדרש לבחינת כוח ההכרעה. מועד אחד יהיה לאחר מעשה, כאשר החלטה מסוימת תגיע לבחינתו של בית המשפט. מועד אחר אפשרי, יהיה בזמן אמת, לקראת קבלת החלטה, כאשר בעל מניות מיעוט ירצה לכלכל צעדיו מראש ולאמוד את היקף האחריות הצפוי להיות מוטל עליו בגין השפעתו לקבלת החלטה או לדחייתה. חשוב לציין כי בשני המצבים, הן מראש והן בדיעבד, הפעלת המדד צריכה להיות זהה ובהתאם למודגם בפרק הקודם. לצורך כך, אין גם כל חשיבות להחלטה שהתקבלה בפועל במקרה מסוים אלא רק למספר המקרים בהם בעל מניות מיעוט מסוים היווה שחקן ציר בהחלטה הנבחנת. לפיכך, גם אין כל פער בין בחינה בדיעבד לבחינה מראש של קיומו של כוח הכרעה וכל החלטה שיפוטית שתתקבל בהתאם אליו לא תהיה פגיעה וחשופה להשפעתה של הטית הידיעה בדיעבד.

בהמשך לכך, יש להדגיש כי המדד אינו בוחן אופן הצבעה בפועל בהחלטה כזו או אחרת אלא בוחן כוח הכרעה פוטנציאלי שהיה באמתחתו של בעל מניות בעת קבלת ההחלטה. לאחר קביעה בהתאם למדד על קיומו של כוח הכרעה יוכל בית המשפט לבחון האם כוח הכרעה זה הופעל בהתאם לקביעות בדין ולהלכות הפסוקות ובהתבסס על כך לקבוע האם הופרה חבות מסוימת בהפעלת כוח הכרעה זה. כמובן שבמידה ויוכרע על פי המבחן שלבעל מניות מיעוט לא היה כוח הכרעה בהחלטה הרלוונטית, הרי שהחבות שתוטל עליו היא אותה חבות כללית החלה על כל בעל מניה בחברה באשר הוא בהתאם לסעיף 192 לחוק החברות. יתרון מובהק נוסף של המדד הוא בהיותו מדד אובייקטיבי המבוסס על מצב עובדתי החל בעת קבלת החלטה באסיפת בעלי המניות ואינו דורש הערכות סובייקטיביות כפי שדורשים מבחנים שהופעלו בפסיקה ונדונו בפרקים הקודמים כדוגמת מבחן ה"השפעה האינהרנטית" או מבחן ה"שליטה האפקטיבית". שני מבחנים אלו, שהופעלו בעבר דורשים חוות דעת סובייקטיבית של בתי המשפט הנעשית בדיעבד תוך ידיעת תוצאות ההחלטה הנדונה ובכך

מאפשרים לבית המשפט ליצוק תוכן תלוי הקשר בבחינת השאלה. אובייקטיביות המדד המוצע תורמת לודאות המשפטית בכך שמאפשר לבעלי המניות השונים להעריך מראש, בעת קבלת ההחלטה, את היקף אחריותם בהתאם לרמת כוח ההכרעה שלהם.

המצבים שהוכרעו עד כה בפסיקה המקומית, ככאלו שבהם לבעל מניות מיעוט היה כוח הכרעה היו מצבים בהם הוענקה זכות וטו חוזית לאותו בעל מניה. מצבים אלו קלים להכרעה וכמובן אינם דורשים שימוש בכל מבחן שהוא לאמידת כוח הכרעתו של בעל מניה. השימוש במדד הכוח של מפלי ושוביק אינו מוגבל למצבים בהם מוקצת במפורש זכות וטו לבעל מניות מיעוט וצפוי לאפשר לבתי המשפט להעריך בכל אחד מהמצבים הרבים והמגוונים בהם לבעל מניות מיעוט יש כוח הכרעה שאינו נובע מקיומה של זכות וטו. הדבר יאפשר לבתי המשפט להפעיל באופן אחיד ומלא את הוראותיו של סעיף 193 לחוק החברות מבלי להפלות בין טכניקות שונות המביאות ליצירת כוח ההכרעה ובין מצבים בהם הוא הוענק בזכות חוזית מפורשת או שזה נוצר באמצעות מבנה הבעלות בחברה או על ידי הסכמי הצבעה קיימים בין בעלי מניות. מן הצד השני, חשוב לציין כי ישנן דרכים שונות ומגוונות ליצירת כוח הכרעה שאינן באות לידי ביטוי בהצבעה באסיפה.¹¹⁸ הצעה זו אינה נועדה להוציא מקרים אלו מתחולתו של סעיף 193 לחוק החברות אלא מקרים אלו ימשיכו להיבחן בצורה מהותית על פי נסיבות כל מקרה כפי שפורט בחלקים קודמים של מאמר זה.

ניתן להדגים את השימוש במדד המוצע על כוחם של בעלי מניות המיעוט בחברה, המתאפיינת בבעלות מבוזרת- כלל ביטוח. לאחרונה, בחברה זו, שלושה בעלי מניות שהחזיקו יחד בכ-15% ממניות החברה, פנו ליו"ר הדירקטוריון בבקשה להביא לפיטורי מנכ"ל החברה וזה בתגובה הודיע למנכ"ל על סיום כהונתו. עלתה השאלה כיצד בעלי מניות המחזיקים כל אחד בכ-5% בממוצע ממניות החברה ויחד בכ-15% בלבד, מצליחים להשפיע באופן אפקטיבי ולהביא להחלטה כה גורלית בחייה של חברה ציבורית. בהינתן מבנה הבעלות של כלל, המורכב מבעלי מניות מיעוט רבים המחזיקים בנתחים קטנים, בעל מניות (או קבוצת בעלי מניות) המחזיקים (יחד) ב-15% הם בעלי כח אפקטיבי גבוה. בפרט, חושב במצב זה מדד הכוח של מפלי ושוביק עבור בעל המניות המחזיק ב-15% (בהתבסס על נתוני נוכחות ממוצעים באסיפות הכלליות של 45% ממניות החברה) ונמצא שערכו של מדד זה הוא 51%, בעל המניות הבא אחריו, חברת הראל, מחזיק ב-5% וערך מדד הכוח של מפלי ושוביק עבורו הוא 11% בלבד. לפיכך, לבעל מניות המיעוט יש כח השפעה הדומה בעוצמתו לכוחו של בעל שליטה ובכוחו, לבדו, להטות את הכף בהחלטות מרכזיות המתקבלות בחברה.¹¹⁹ הדוגמא הזו ממחישה איך מדד, המתמקד בעיקרו בכח השפעה בהצבעה באסיפה הכללית, יכול להוות אינדיקטור גם לכח השפעה שמוצא ביטויו בדרכים אחרות כדוגמת דרישה לפיטורי מנכ"ל החברה.

¹¹⁸ ראו לדוגמא: Fried, Jesse M. and Kamar, Ehud, Alibaba: A Case Study of Synthetic Control, Harvard Business Law Review 11, (2021), 279.

הגבוה מהכוח הפורמלי שלא דרך הצבעה באסיפת בעלי המניות.

¹¹⁹ להרחבה על דוגמת חברת כלל ביטוח ראו: <https://www.themarket.com/markets/2021-07-29/ty-> article/premium/0000017f-e773-df5f-a17f-ffff33cf0000

בנוסף, מאמר זה מתמקד בחובות המוטלות על בעלי המניות מכח סעיפים 192 ו-193 לחוק החברות המבחינים בין היקף החבות שחלה על בעלי שליטה ובעלי כח הכרעה לבין זו החלה על בעלי מניות אחרים שאינם דומיננטיים. עם זאת, השימוש במדד המוצע במאמר מתאים לכל מקרה בו הדין החל מבחין בין בעלי מניות דומיננטיים לבין כאלו שאינם דומיננטיים. מקרה בולט לכך הוא ההסדר הקבוע בפרק החמישי של חוק החברות העוסק בעסקאות עם בעלי עניין הקובע פרוצדורת אישור שונה לעסקאות בהן בעניין האישי נגוע בעל מניות דומיננטי להבדיל מבעל מניות שאינו דומיננטי.¹²⁰ יש לציין בהקשר זה כי תזכיר חוק החברות העוסק בממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה¹²¹ מציע כי בחברה שאין בה בעל שליטה עסקה חריגה עם "בעל ענין מהותי", המוגדר כבעל מניה המחזיק בשיעור של 10% או יותר מסוג מסוים של אמצעי שליטה, תהיה טעונה אישור ועדת הביקורת והדירקטוריון. גם במקרה זה ניתן לעשות שימוש במדד ולהבחין בין בעלי מניות שונים על בסיס כוחם האפקטיבי להבדיל מהפורמלי כחלופה לבחירת שיעור אחזקות שרירותי כזה או אחר.

לבסוף, להבדיל מהדוגמאות המספריות הפשוטות שניתנו במאמר להדגמת אופן חישוב המדד במבני אחזקות שונים, המציאות מורכבת יותר וכוללת מספר רב וגדול של בעלי מניות המחזיקים בחברות הציבוריות השונות. ככל שעולה מספר בעלי המניות השונים כך עולה מורכבות חישוב המדד. עם זאת ועל אף קיומם של בעלי מניות רבים בחברות הציבוריות, חלקם הארי לא מגיע לאסיפות בעלי המניות ולא משתתף באופן אקטיבי בהצבעות, תופעה המכונה "אדישות רציונלית" וזוכה לדיון רב בספרות.¹²² לכן, על מנת לפשט את חישוב המדד וכן כדי לייצג נכונה את כח ההכרעה בהתחשב בבעלי המניות המגיעים לאסיפות ומשפיעים על ההחלטות באמצעות הצבעתם, מוצע לחשב את המדד בהתבסס על ממוצע האחזקות של בעלי המניות שמגיעים להצבעות בשנים שלפני חישוב המדד. כך, במידה ובחברה מסוימת מגיעים בממוצע כ-40% מבעלי המניות לכל אסיפה כללית, יש לקחת בחשבון בחישוב המדד רק את בעלי מניות אלו. הצעה זו תהא נכונה כל עוד יהיה מדובר באסיפה כללית, או באסיפת בעלי מניות אחרת, כדוגמת אסיפה מיוחדת לאישור עסקאות בעלי עניין, שהנוכחות בה דומה לממוצע. במידה ואסיפה כללית או מיוחדת מסוימת, מושכת אליה מספר גבוה או נמוך במיוחד של בעלי המניות, כדוגמת האסיפות למינוי דירקטורים, יהיה נכון לחשב את המדד בהתאם לבעלי המניות הנוכחים בפועל באסיפה. חשוב לציין כי במצב זה, לא ניתן יהיה לחשב את המדד מראש, וכפועל יוצא מכך לא ניתן יהיה להשתמש במנגנון pre ruling המוצע במאמר זה, עם זאת, עצם האפשרות שבעל מניות מיעוט עשוי להימצא בדיעבד כבעל שליטה אפקטיבית צריכה להרתיע מראש את בעלי המניות מפני הפרה פוטנציאלית של החובות העשויות לחול עליהם במצב זה.

¹²⁰ חשוב לציין בהקשר זה כי סעיף 268 לחוק החברות קובע הגדרה רחבה יותר למונח "בעל שליטה" לצורך הפרק החמישי לחוק, אך גם הגדרה זו מבוססת על כח פורמלי להבדיל מכח אפקטיבי.

¹²¹ תזכיר החוק, עמ' 19-20, לעיל בה"ש 1.

¹²² לסקירה של הספרות הזו ראו: דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי-מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו" עיוני משפט לט 317 (2016).

סיכום

שינוי המגמה שחל בשנים האחרונות במבנה הבעלות בשוק הישראלי מוביל לכך שמספר רב וגדל של חברות מתנהלות כיום ללא גרעין שליטה. בהעדרם של בעלי שליטה עולה כוחם של בעלי מניות דומיננטיים ואלו עושים שימוש בכוחם בכדי להשפיע ולהכווין את פעולות החברה. פועלם הנמרץ של בעלי מניות מיעוט אקטיביסטיים מעלה בעית נציג לפיה בעל מניות מיעוט משפיע בהחלטותיו על רווחת הקהילות הרבות הקשורות בחברה ובשל כך, חוק החברות הישראלי, מטיל חובת הגינות על בעלי מניות להם נתון כוח הכרעה.

חבות זו קיימת אך לצידה חסרה הגדרתו של כוח הכרעה זה ולמעשה כיום, נדרשים בתי המשפט להכריע האם לבעל מניה זה או אחר היה כוח הכרעה מבלי שהונחו בפניהם קווים מנחים מפורשים המסייעים להכרעה זו. המאמר מציע מבחן השאלו מתחום תורת המשחקים השיתופיים המסייע לבחינת קיומו של כוח הכרעה בקרב בעלי מניות מיעוט. מבחן זה, כמפורט במאמר, פשוט להפעלה, נבחן בצורה אובייקטיבית המבוססת על המערכת העובדתית שהתקיימה בעת קבלת ההחלטה הנבחנת ואינו מוגבל למבני בעלות ספציפיים, לשווקים מסוימים ולזמנים הנוכחיים.

חשוב לציין כי המבחן המוצע מתבסס על כוחם האפקטיבי של בעלי המניות השונים להבדיל מכוחם הפורמלי בהתבסס על כך שיתכנו מצבים, כפי שהודגם במאמר, בהם יתקיימו פערים בין כח פורמלי לאפקטיבי וכי הכח האפקטיבי הוא זה היוצר את בעית הנציג. תזכיר חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל-שליטה) התשפ"א-2021 מנסה להתאים את כללי הממשל התאגידי הקבועים בחוק החברות למבני הבעלות המבוזרת אך גם הוא נשען על הגדרת כח פורמלי התלויה בגובה האחזקה של בעל המניות בלבד וקובע רף אחזקות של 25% כחזקה כללית ורף נמוך אף יותר של 10% בהגדרת "בעל עניין מהותי" לצורך הפרק העוסק באישור עסקאות עם בעלי עניין.

לבסוף, אימוץ המבחן צפוי להוביל להגדלת הודאות המשפטית באשר למצבים בהם תופעל חובת ההגינות על בעלי מניות מיעוט ובכך לסייע לצמצום בעית הנציג העולה מעליית כוחם של בעלי מניות מיעוט אקטיביסטיים ולהבטחת פועלם של בעלי מניות אלו כאשר טובת החברה עומדת לנגד עיניהם. מהלך זה עשוי להביא עם הזמן, וככל שיותר חברות יעברו למבנה בעלות מבוזר, להשאת ערכן של החברות המנווטות על ידי בעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה.

נספח א'- פסקי דין שעסקו בחובת ההגינות בין השנים 1999-2010			
תאריך	ערכאה	פסק הדין	תמצית
27/03/08	עליון	עא 8817/02 קליר כימיקלים שווק (1994) בע"מ נ' צבי עצמון ז"ל	ערעור שעוסק בהחלטת מחוזי לבטל את האופציה שניתנה לקליר לרכוש מניות בחברה. בשל התקנון (הדורש רוב מיוחד לאופציה זו) וכן הפרת חובת ההגינות של סער (בעלת השליטה) לחברה הנובע מס' 193 וכן מהלכת קוסוי.
26/08/10	מחוזי ת"א	תא (ת"א) 2102-06 אילן בר נ' איתן עפרון	דיון בחובותיהם של יזמים שהקימו מיזם והקצו מניות (לפני הקמת החברה עצמה). בין יתר החובות, חלה עליהם חובת ההגינות כבעלי מניות שליטה בחברה.
06/06/10	מחוזי ת"א	ה"פ 41120-12-09 אנגל משאבים ופיתוח בע"מ נ' אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובכניין בע"מ ואח'	הפרת חובתה של אזורים לנהוג בהגינות כלפי החברה המבקשת במסגרת תביעה נגזרת (אנגל משאבים ופיתוח בע"מ) בה יש לה שליטה. הטענה היא כי אזורים העבירה את השליטה בחברה ללא תמורה לטובת שיפור דוחותיה הכספיים, מהלך שעשוי להוביל לפרעון מידי של הלוואות שיש לחברה ולחיסולה דה פקטו.
18/11/03	מחוזי ת"א	הפ (ת"א) 10820/99 עצמון צבי נ' סער שיאון החזקות בע"מ	פסק הדין שהוביל לערעור 8817/02 המצויין מעלה. צבי עצמון טוען כי סער שיאון הפרה את חובת ההגינות המוטלת עליה כבעלת השליטה כשמכרה מניות/אופציות לחברה מתחרה (קליר) בחברת "גורי עצמון-שניר בע"מ" (המבקשת 2 כתביעה נגזרת). המכירה למתחרה פוגעת בחברה ובבעל מניות המיעוט (צבי עצמון).

נספח ב'- פסקי דין שעסקו בחובת ההגינות בין השנים 2011-2020			
תאריך	ערכאה	שם	דיון בכוח הכרעה
18/06/20	עליון	עא 7657/17 רו"ח חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' עזריאל פויכטונגר נקבע מבחן להפרת חובת ההגינות ב"מכירה חובלת" של בעל שליטה. בכפוף לתוספת של ברק ארוז (פזיזות).	-
28/12/16	עליון	עא 7735/14 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ טענה להפרת חובת ההגינות של בעל השליטה – משיכת דיבידנדים גבוהים בשל מצבו המימוני. חובת ההגינות חלה רק כלפי החברה - לעומת חובת תום הלב (ס' 192).	-
25/09/16	עליון	עא 6041/15 האמה בע"מ נ' אורנה מולר סכסוך על סעיף בהסכם מייסדים של חברה בשם "מוליתן" לפיו (לדברי האמה) יש לה הגנת דילול. נקבע כי הגנת הדילול מתוחמת בזמן. בנוסף נקבע שחובת ההגינות החלה על בעלי שליטה ו/או בעלי כוח הכרעה, מחייבת לשקול את טובת החברה (שהיא הזרמת הון – לא מתאפשרת בשל הגנת האנטי דילול).	+
02/08/18	מחלקה כלכלית	תא (ת"א) 33657-05-17 יריין שגב נ' דניאל אזוגי טענה של אחד משלושת בעלי החברה על שני הבעלים האחרים כי הפרו את חובת ההגינות שלהם כבעלי מניות ושליטה, וכן את חובת תום הלב שלהם לפי ס' 192.	-
04/07/18	מחלקה כלכלית	הפ (ת"א) 37888-02-16 פלוני ושות', עו"ד נ' אלמוני פסק דין שעוסק בחובות בעלי המניות בחברה כלפי החברה וכלפי יתר בעלי המניות	-

-	<p>תא (ת"א) 43013-03-17 פולינה חסין נ' מקס בלובבנר</p> <p>דיון על תביעת בעל שליטה על ידי החברה. מובן כי עניינו האישיים סותרים את טובת החברה (לא רוצה להיתבע), לכן קבלת החלטה למשיכת התביעה כנגדו באסיפה הכללית, ללא צידוק של טובת החברה, תוך עקיפת הדירקטוריון, היא בניגוד עניינים ואינה תקפה.</p>	מחלקה כלכלית	19/06/18
-	<p>תא (ת"א) 34250-09-14 עדי פרי נ' נקסט גין ביומד בע"מ</p> <p>אחת מטענות עדי פרי היא הפרת חובת ההגיונות (נוסף על מצג שווא בתשקיף ועשיית עושר שלא במשפט). עילה זו לא התקבלה:</p> <p>חובת ההגיונות תקפה כלפי החברה ויתר בעלי המניות (לא כלפי בעלי אופציות). ב. לא הוכח כי מדובר בבעלי שליטה. לא הוכחה אחריות הנתבעים על העובדה שהחברה נותרה ללא מנכ"ל.</p>	מחלקה כלכלית	30/01/18
	<p>תצ (ת"א) 37908-11-12 ברוך פרילוק נ' קול החזקה בע"מ</p> <p>אישור הסכם פשרה בתובענה ייצוגית. הבסיס לתובענה היה טענות על הפרות מצד בעלי המניות והדירקטורים בקבוצת פישמן וידיעות אחרונות. בין היתר הפרת חובת ההגיונות במסגרת הצעת המיזוג.</p>	מחלקה כלכלית	08/12/15
+	<p>תא (ת"א) 15048-07-12 Magnus Technologies AB נ' אפרים מנשה</p> <p>תביעה של 2 חברות את אפרים מנשה. לפי השופט לא חלה חובת ההגיונות בשל אחזקותיו הנמוכות (30%) שלא איפשרו לו במצבת חלוקת המניות בחברה להשפיע ולקבל החלטות.</p>	מחלקה כלכלית	21/10/15
-	<p>פרק (מרכז) 25351-01-12 התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995</p> <p>דיון לגבי הפרת חובת ההגיונות של נצבא כלפי חברת הבת שלה (התחנה המרכזית</p>	מחוזי-מרכז-לוד	22/08/17

	החדשה). נקבע כי אכן הפרה את חובת ההגינות שלה, דבר שגרם בסופו של דבר להדחיית חוב של חברת הבת לנצבא.		
+	הפ (ת"א) 17782-12-15 מירון מן נ' אלקון מרכז מחזור (2003) בע"מ פסק הדין ניתן במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, אמץ את הכרעת בית המשפט העליון בעניין האמה נ' מולד וקבע כי על הפעלת זכות הוטו שהוענקה לבעל מניות מיעוט והעניקה לו זכות סירוב לגיוסי הון נוספים חלה חובת ההגינות. בעל מניות המיעוט שהחזיק בזכות הוטו למניעת דילולו היה בעלים של 6.18% בלבד מהון המניות של החברה.	מחוזי תל אביב	06/06/17
-	פרק (ת"א) 5084-03-13 פולאר השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי ההבדל בין ס' 3-192 שחל על בעלי מניות/בעלי שליטה בעת הפעלת החברה, לס' 350 (תוקן ב-2018 עם חקיקת חוק חדלות פרעון ושיקום כלכלי) שמתייחס לחובות בעת פירוק.	מחוזי תל אביב	28/10/13
-	תא (ת"א) 2290-07 טומי סלע נ' ניסים ארבל החלת חובת ההגינות על בעל שליטה בחברה שהיא "מעין שותפות" (שני שותפים-בעלים) ביחס לבעל המניה השני ולא רק ביחס לחברה. ע"א 1753/12 סלע נ' ארבל – פס"ד עליון שאישר את פסק הדין לפיו יש לראות בחברה פרטית שהתנהלה בניהול משותף במשך שנים על בסיס יחסי אמון ולה שני בעלי מניות בעלי אחזקה שווה במניות כ"מעין שותפות" ולהטיל על בעלי המניות חובת הגינות זה כלפי זה.	מחוזי תל אביב	12/01/12