

אוריאל פרוקצ'יה*

הנחות היסוד של חוק החברות במבט לאחור¹

מלאכת הכנתו של חוק החברות ללבוש סטטוטורי מחייב התפרשה על פני כשבע עשרה שנים. במהלכה של תקופה ארוכה זו העושים במלאכה הסתמכו על כמה הנחות יסוד שלאורך ניתן היה להתכנס לפתרונות ספציפיים. חלקן של הנחות יסוד אלה הוכיחו את עצמן במהלך השנים. החשובות שבהן הן ההפרדה הברורה בין חברות ציבוריות לפרטיות וייחודן של מרב ההוראות האסדרתיות במגרשן של החברות הציבוריות; והטמעה שיטתית של התובנה כי גם במגזר זה יש להתיר התערבות אסדרתית רק כאשר ניתן לזהות כשל שוק וכאשר ניתן להתאים תרופה מתאימה לאותו כשל. מצד שני, בסוגיות שבהן לא ניתן לאתר קיומו של כשל שוק, הנחת העבודה הייתה שאין כל צורך בהתערבות אסדרתית. בצד הנחות יסוד אלה ניתן במבט לאחור להודות בקיומן של הנחות שלא הוכיחו את עצמן. בין היתר העושים במלאכה כשלו במאמץ מופרז ליצור מעין "הרמוניה חקיקתית" שבה דיני החברות משתלבים באופן הדוק אל תוך התשתית של המשפט הפרטי בישראל. ייחודם של דיני החברות מחייב היפרדות מעקרונותיו של המשפט הפרטי, כאשר למשפט הפרטי ולדיני החברות יש תכליות שונות, ולעיתים מנוגדות.

א. מבוא. **ב. הנחות שעמדו במבחן הזמן;** 1. על איזו חברה אמור החוק לחול? 2. שוק חופשי או רגולציה? **ג. הנחות (שאוילי) קרסו במבחן הזמן;** 1. "הרמוניה" בין דיני החברות לבין חלקים אחרים של המשפט האזרחי; 2. כללים סטנדרטים בחוק החברות. **ד. סיכום.**

א. מבוא

כאשר התקין חכם המשפט טריבוניאנוס עבור הקיסר הביזנטי יוסטיניאנוס, בתחילת המאה השישית לספירה, את הקודקס המשפטי המפורסם שלו, הוחלט בחצר הקיסרית שהקודקס יעמוד בתוקפו לנצח, בהיותו השיקוף הצלול ביותר של "האמת המשפטית". כדי להגן על טוהר הקודקס מפני רוח הזמן, נאסר בחקיקה לחבר לו פירושים, פן אלה ימהלו את מסריו במסרים מקבילים, פרי רוחם של הפרשנים.² זו אולי דרכם של כמה מחברי חוקים חשובים, שכמו פיגמליון בשעתו התאהבו במעשה ידיהם. מסורת זו נמתחה עד לתחילת המאה התשע עשרה, כאשר מחברי הקודקס האזרחי הצרפתי משנת 1804, הקוד נפוליאון, קבעו בסעיף 4, העומד בתוקפו עד היום, כי שופט שאינו מוצא תשובה בגוף הקוד לסוגיה שהוא אמור להכריע בה, עובר בכך עבירה פלילית.

ואולם "הכול זורם".³

הדין הנוהג אינו אלא ניסיון להתאים פתרונות משפטיים לצורכי התקופה, וציר הזמן אינו שוקט על שמריו. ככל שחלות בו תמורות, גם הדרכים המיטביות להתמודד עם אתגריו משנות את צורתן. זו אחת הסיבות לאי-התאמתו של המשפט העברי לחייה של חברה מודרנית. אך אותו לקח מתקיים, גם אם במידה פחותה, בכל מערכת דינים, ודיני החברות אינם יוצאים מן הכלל. בצד החשיבה המחודשת המתחייבת משינויי הנסיבות, יש להביא בחשבון גם שינויים הנדרשים בשל לקחי העבר. מה שנחשב כפתרון מוצלח בשעת התקנתו של הדין, עלול להתברר כשגגה, ושגגה יש לתקן.

*פרופסור אמריטוס לדיני תאגידיים ע"ש ווכטל, ליפטון, רוזן וכץ וחבר מרכז פדרמן לחקר הרציונליות באוניברסיטה העברית בירושלים ופרופסור מחקר בפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן באוניברסיטת תל אביב.

¹ אני מודה לזהר דיין על עזרתה במחקר ובהכנת מאמר זה לדפוס.
² המעוניינים בפרטים על דבר חקיקה קולוסלי זה ועל מפעלו של טריבוניאנוס בהתקנתו מופנים ל- TONY HONORÉ, TRIBONIAN (1978).

³ ביטוי זה שאול, כמובן, מאחת מאמרותיו המפורסמות ביותר של הפילוסוף היווני "הזועם" הרקליטוס (475-535 לפנה"ס) ומבטא את השקפתו שהחיים אינם סטטיים, אלא משתנים ללא הרף.

כאשר ניסחתי את טיוטת חוק החברות, מלאכה שהחלה בשנת 1982 ביוזמת שר המשפטים משה נסים והיועץ המשפטי לממשלה יצחק זמיר, ונמתחה על פני שבע עשרה שנים תמימות, נתתי דעתי לכמה הנחות יסוד שצריכות לעמוד לנגד עיני מחוקקיו של החוק. חלק מהנחות יסוד אלה התקבלו על דעת חברי הוועדה הציבורית שדנה בהצעותיי, שבראשה כיהן שופט בית המשפט העליון, ולאחר מכן נשיאו, מורי ורבי פרופסור אהרן ברק. הנחות אחרות מותנו או שינו את צורתן בעבודתה של הוועדה או בהליכי החקיקה המאוחרים יותר בוועדת השרים לחקיקה ובוועדת חוק, חוקה ומשפט של הכנסת. כמה שינויים משמעותיים חלו ב"תפריט" המקורי עקב למעלה משלושים תיקוני חקיקה מאז ועד היום.

ההיסטוריה החקיקתית של חוק החברות ותשומת הלב המודעת להנחות היסוד שבבסיסן מחייבות בעת הזאת לחשוב מחדש על הנחות יסוד אלה ולהרהר על מידת הצדקתן כיום. בפרק הראשון של רשימה זו אציין הנחות יסוד שלפני דעתי עמדו היטב במבחן הזמן. בפרק השני של הרשימה אציין הנחות יסוד שבחלקן קרסו ובחלקן מחייבות מחשבה נוספת. הפרק השלישי מסכם.

ב. הנחות שעמדו במבחן הזמן

1. על איזו חברה אמור החוק לחול?

פקודת החברות נחקקה בשנת 1929 ושיקפה העתק כמעט מדויק של חוק החברות האנגלי מאותה שנה. לאור גילה המופלג של הפקודה וההכרה כי כבר מלאו ימיה, נעשו בעבר כמה ניסיונות להחליף את הפקודה בחוק ישראלי מקורי. לפחות שניים ממהלכים אלה זכו לניסוח סטטוטורי,⁴ אלא שאף אחד מן השניים לא נחל הצלחה ושניהם נזנחו עוד בטרם הגיעו לדיון פרלמנטרי. המשותף לשני המסמכים האלה היה התמקדותם בעולמן של החברות הפרטיות, בעוד הבעייתיות העיקרית של חברות ציבוריות נדחקה בהם אל קרן זוית. יש לשער כי בחירה זו נעשתה, מדעת או שלא מדעת, בהמשך למסורת המשפטית האנגלית מסוף המאה התשע עשרה ותחילת המאה העשרים, לטפל בראש ובראשונה במרבית החברות שפעלו באותה תקופה, דהיינו כאלה המאגדות עסקים קטנים. עוד בטרם מינויו של אהרן ברק כיועץ המשפטי לממשלה, בהיותו המורה הראשי לדיני חברות באוניברסיטה העברית, הוטל עליו התפקיד (שבגין מינויו לתפקיד היועץ לא הספיק להשלימו) לכוון בישראל חוק חברות חדש. ברק הספיק לערוך דו"ח ביניים ובו אימץ את ההשקפה של קודמיו כי חוק החברות אמור להתמקד בחברות פרטיות, וזאת לאור מספרן הרב, העולה מאות מונים על מספר החברות הציבוריות בישראל.⁵

בעניין זה הרהבתי עוז בנפשי לחלוק על דעת מורי. זאת עשיתי לא רק בשל העובדה שתרומתן של החברות הציבוריות לחברה ולמשק, למרות מספרן הזעום, היא דומיננטית. הרעיון שהחוק צריך להתמקד דווקא בהן נבע מסיבה הרבה יותר עמוקה: החברה הציבורית הטיפוסית נבדלת מן החברה הפרטית במה שמתאר אותה יותר מכל – הפרדת הבעלות מן השליטה. שלא כמו סוכנים כלכליים הפועלים ברכושם הפרטי והמכוונים את החלטותיהם להשאת רווחיהם, רווחים המתורגמים ב"יד נעלמה" (למי שמאמין בכך) לרווחה חברתית מצרפית, מקבלי החלטות בחברות

⁴ הניסיון הראשון שהבשיל לכלל הצעה בנוסח סטטוטורי אך לא הגיע לכלל הליכי חקיקה נעשה על ידי ועדה שכונתה "וועדת צלטנר השנייה", שבראשה עמד נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב, השופט זאב צלטנר ז"ל. ניסיון נוסף נעשה על ידי מי שהיה בזמנו הממונה על החקיקה במשרד המשפטים, פרופ' אורי ידן ז"ל, אשר נודעה כ"הצעת משרד המשפטים".

⁵ אהרן ברק דוח ביניים זמני לקראת הכנתו של חוק חברות חדש (1975).

ציבוריות משפיעים גם על רווחתו של הזולת, ו"השפעות חיכוניות" אלה מצריכות רגולציה מפורטת. לכן היחסים בתוך החברה הפרטית ובינה לבין הזולת הם בעיקרו של דבר יחסים חוזיים, שיפה להם להישלט על ידי דיני החוזים הכלליים, ואולי גם על ידי דיני הנזיקין, אך היחסים בין בעלי השליטה לבין הנשלטים על ידם בחברות ציבוריות מחייבים הוראות מפורטות בחוק החברות.

אכן, דיני החברות הציבוריות בישראל, כפי שאני מבין אותם, אינם אלא תשובה לשאלה. השאלה היא: "כיצד ניתן לקיים שותפות בת קיימא בין שולטים לנשלטים בחברה הציבורית תוך מזעור עלויותיה של בעיית הנציג?".⁶ בהיעדר תשובה מניחה את הדעת לשאלת מפתח זו, משקיעים צפויים להדיר את רגליהם מחברות ציבוריות ובכך לשים לאל את הטעם לעצם קיומן. אך החוק נותן תשובה מסועפת לאותה שאלה. במישור הארגוני החוק מציב שורה של שומרי סף המשגיחים על בעלי השליטה ומפקדים על שמירת ענייניהם של הנשלטים. שומרי סף אלה כוללים את הדירקטוריון, בו יושבים גם דירקטורים שאינם מטעמם של בעלי השליטה, ועדות ביקורת, ועדות תגמול, רואי חשבון עצמאיים ומבקרים פנימיים. על אלה יש להוסיף את רשות ניירות הערך, שתפקידה לשמור על יושרה וסקיפות כהגנה על זכויות המשקיעים. במישור המשפטי התשובה לשאלה כוללת הוראות מפורטות על חובות של בעלי שליטה, שהפרתן מלווה בסנקציות חריפות שיש בהן כדי להרתיע את מקבלי ההחלטות מהטיית הספינה אל מים בוגדניים, ואף מתווה דרכים דיוניות יעילות (תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות) לאכיפתן של אותן חובות. במישור השוקי החוק מעודד עסקאות (כמו, למשל, הצעות רכש עוינות) שתכליתן להעמיד את בעלי השליטה על בהונות רגליהם, ובמקביל מונע עסקאות (כגון תשלומי שכר מופרז והטבות עושקות אחרות) העלולות להעמיד את המשקיעים בפני שוקת שבורה. כל אלה אינם נחוצים, או נחוצים ברמה שולית בלבד, בעולמן של החברות הפרטיות, שיכולות להסתפק בהגנה על צדדים לחוזה בחוקי החוזים ועל נפגעים פוטנציאליים בדיני הנזיקין.⁷

הבחירה בחברה הציבורית כמושא העיקרי של החוק באה לידי ביטוי גם בעצם ההגדרה של חברות פרטיות וציבוריות. בפקודת החברות שקדמה לחוק, "חברה פרטית" הוגדרה כחברה הממלאת שלושה תנאים המעוגנים בתקנונה – הגבלה על מספר בעלי המניות, האיסור להציע ניירות ערך לציבור וקיום הגבלה כלשהי על יכולתם של בעלי המניות הקיימים בחברה להעביר את אחזקותיהם לזולת.⁸ מספר בעלי המניות המזערי בכל חברה פרטית היה שניים. כל חברה שלא מילאה אחרי תנאים אלה נחשבה לחברה "ציבורית" שהמספר המזערי של בעלי מניותיה היה שבעה. הגדרות אלה, אין צריך לומר, לא התייחסו אל "הפיל שבחדר", קרי, להפרדת הבעלות מן השליטה, שהרי חברות שכונן "ציבוריות" היו במרב המקרים כאלה שהבעלות והשליטה בהן רוכזו בידי אותם שחקנים – מה שקרוי בלע"ז "closely held corporations". בהתאם לאמור לעיל, ההגדרה בחוק החברות שונתה באופן יסודי, כך שחברה נחשבת ל"ציבורית" אם מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך, בעוד כל חברה שאינה כזו, יהיה גודלה, או מספר בעלי מניותיה, אשר יהיה, נחשבת לחברה פרטית.

⁶ ראו: זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים **ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה** (1996) 239.
⁷ על הייחוד בצורך לרסן את בעיית הנציג בעולמן של החברות הציבוריות עמדת, למשל, אוריאל פרוקציה "תאגידים" **הגישה הכלכלית למשפט** 751, 760–813 (אוריאל פרוקציה עורך, 2012).
⁸ ראו: ס' 39(א) לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983.

באותה נשימה ראוי להזכיר תקלה שקרתה בהליך ניסוח העקרונות בשפה סטטוטורית, תקלה המלמדת עד כמה קשה להיפטר מטעויות לאחר שאלה כבר התקבעו. כאמור, החברה הציבורית הוגדרה ככזו שמניותיה רשומות למסחר, שהוא המקרה הברור ביותר שבו מתקיימת הפרדה בין הבעלות לבין השליטה. אך הפרדה זו קיימת, אם כי אולי בצורה פחותה משהו⁹, כאשר חברה מנפיקה לציבור ניירות ערך שאינם מניות, כגון איגרות חוב או ניירות ערך נגזרים. לכן ההיגיון היה מחייב כי גם חברות כאלה תיחשבנה לציבוריות, אך חוסר תשומת לב מצד הנסחים הוביל להתעלמות מאותו היגיון ולהותרתן של חברות המנפיקות ניירות ערך שאינם מניות במעגל החברות הפרטיות. ניתן היה בקלות יחסית לתקן את החוק ולהרחיב את ההגדרה גם על חברות כאלה, אך תחת זאת המחוקק בחר ליצור יצור סטטוטורי חדש, "חברות מדווחות" או "חברות איגרות חוב" והחיל על אלה מקצת מהוראותיו של החוק החלות על חברות ציבוריות על פי הגדרתן המקורית. יש לציין כי שווי השוק של חוב שהונפק בבורסה בישראל אינו נופל משווי השוק של המניות המונפקות,¹⁰ אם כי חלק גדול מן החוב המונפק הוא חוב ריבוני (קרי, איגרות חוב של הממשלה), אשר לגביו החשש מקיומם של מהלכים פוגעניים מצד בעלי השליטה ולקיום השפעות חיצוניות, לפחות בעיני האופטימיים שבינינו, הוא חשש יותר ממותן. מכל מקום, בשל התקלות הרבות שנרשמו בישראל עקב התנהלות קלוקלת של חברות מדווחות, בעיקר (אך לא רק) של כאלה שהנפיקו חוב קונצרני, מן הראוי להתייחס גם אל חברות אלה באותה דרך שבה החוק מתייחס לחברות ציבוריות שהנפיקו מניות, ולכל היותר לקבוע חריגים מעטים במקרים שהדבר ימצא מוצדק.

לפני שאעבור לדון בהנחת היסוד הבאה, יש עוד נושא אחד שאין לעבור עליו לסדר היום שקשור אף הוא לאופייה של החברה הציבורית כמושג הסובב סביב בעיית הנציג ופתרונותיה. דומני שכיום כל העוסקים המיומנים במלאכה מכירים במרכזיותה של בעיית הנציג ובהשלכותיה על הדינים הפרטניים שבחוק. אך לעיתים מרוב להיטות לתת לה מענה, יש המוצאים בה יותר ממה שנדרש ומוצאים בה פנים שלא כהלכה. יש לכך כמה דוגמאות, אך אסתפק באחת בלבד. כידוע, עסקאות בין החברה לבין בעלי השליטה בה, או בין החברה לבין צד שלישי שלבעלי השליטה יש בה עניין אישי, הן "חשודות" במיוחד. החוק תובע כי מלבד התנאי ("האובייקטיבי") המאפשר לבית המשפט שלא להכיר בתוקפה של כל עסקה אם אינה "לטובת החברה", העסקה חייבת לעבור מה שמכונה "אישורים משולשים" הכוללים אישור העסקה בידי ועדת הביקורת, בידי הדירקטוריון ובידי האספה הכללית. בהצבעה הנערכת באספה מביאים בחשבון, לצורך אישור העסקה, לא רק את רוב כוח ההצבעה של כל בעלי המניות, אלא גם את רוב כוח ההצבעה של בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. דרישה סטטוטורית זו הניבה מחלוקות רבות, ואחת מהן נוגעת לסוגיה הידועה כ"עניין אישי שלילי". השאלה מתעוררת כאשר מלבד בעל השליטה, שעניינו האישי מובן מאליו, קיים עוד בעל מניות שהחלטת האספה תלויה בקולו (הוא שולט ב"רוב מתוך המיעוט") והוא מצביע נגד אישור העסקה, כי בעל השליטה ואותו מצביע צהובים זה לזה, ובכך הוא מעלה את

⁹ הסיבה מדוע יש הטוענים שמידת ההגנה המיטבית על בעלי איגרות חוב היא פחותה ממידת ההגנה המיטבית על בעלי מניות היא שלנושים — בעלי האג"ח — ישנן דרכים חוזיות להגן על עצמם, כגון, למשל, קביעת יחסים פיננסיים בשטר הנאמנות המתלווה להנפקה ובצידם הגבלות נוספות החלות על שיקול הדעת של החברה ("קובנטיס"). הסיבה שלמרות כל זאת גם הנושים ראויים להגנה רגולטורית היא שכפי שמוכח פעם אחר פעם, תניות חוזיות אלה הן חלשות מדי, ולעיתים קרובות הן מופעלות מאוחר מדי מכדי לספק לנושים הגנה נאותה מפני תחבולותיהם של בעלי השליטה.

¹⁰ הנתונים המספריים אינם קבועים, כמובן, והם משתנים מעת לעת. ראו באופן כללי את סקירת: Uriel Procaccia, *The Protection of Minority Investors and the Compensation of their Losses*, in GLOBAL SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT 775 (Pierre-Henri Conac & Martin Gelter ed., 2019).

אישור העסקה על שרטון. מאחר שבעיית הנציג מתעוררת כל אימת שמצביע פלוני אינו רואה לנגד עיניו את טובת החברה ומוכן לשעבד את השגת היעד של השאת רווחיה לטובת אינטרס אישי שלו, ברי שאותו בעל מניות מיעוט אינו יכול להיחשב כמי שאין לו עניין אישי, שהרי לפי ההנחה, הצבעתו מודרכת על ידי רגשי טינה כנגד בעל השליטה, ולא על ידי חתירה להשאת רווחי החברה. אך תובנה פשוטה זו נעלמה מעיני פרשנים אחדים של החוק. כך, למשל, רשות ניירות ערך פירשה את הדרישה לאישורים משולשים כאילו ביטאה את רצון המחוקק להקשות על אישור עסקאות עם בעלי שליטה, וכך להתמודד עם כוחם העדיף ביחס לבעלי מניות המיעוט.¹¹ אין צריך לומר כי המחוקק לא חפץ להקשות על איש, וכל כוונתו לא הייתה אלא להבטיח כי בעלי מניות המיעוט, שבקולם תלוי אישור העסקה, יצביעו מטעמים ענייניים, ולא מתוך שאיפת נקם כלפי זולתם. כיוצא בזה נפסק במחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב כי מטרת הדרישה לאישורים משולשים הייתה להעתיק את כוח ההכרעה מן הרוב אל המיעוט, ובהיותו של בעל המניות שיש לו עניין אישי שלילי חלק מן המיעוט, יש לפרש את החוק באופן המיטיב עם עמדתו.¹² גם כאן פשיטא שהמחוקק כלל לא התכוון להעביר את כוח ההכרעה אל המיעוט או להעצים את כוחו בשל עצם היותו "מיעוט", אלא רצונו היה להעתיק את כוח ההכרעה ממי שיש לו עניין אישי אל מי שאין לו עניין אישי. על כך נאמר: "חכמים, היזהרו בדבריכם",¹³ כדי שלא תציבו מכשלה בפני הרבים.

2. שוק חופשי או רגולציה?

השאלה אימתית ובאילו תנאים ראוי למחוקק לסמוך על כוחות השוק כ"מתכננים" ראויים של הקצאת המקורות במשק ומתי עליו "להרים ידיים" ולהסתמך על אסדרה שלטונית היא שאלת מפתח שכל משק, מימין ומשמאל, חייב להתמודד אתה. בתחום התאגידי קיימים תקדימים מוצלחים של גישות מנוגדות, ולכן לא קל לבחור ביניהן. כך, למשל, חוק החברות המפורסם בעולם, החוק של מדינת דלוור, נחשב ל"חוק מרשה", המותיר מרחב פעולה כמעט מלא לשחקנים המרכיבים בכוחות עצמם את ה"פקעת החוזיות" המהווה את אבני הבניין של החברות הרשומות באותה מדינה.¹⁴ לעומת זאת חוק החברות הגרמני, שגם החברות המואגדות על פי הוראותיו מצליחות יפה בעולם העסקים, הוא פחות ליברלי, ומרובות בו ההוראות המצוות (קוגנטיות).

חילוקי דעות אלה חורגים לעיתים קרובות ממה שניתן להפיק מניתוח כלכלי-פוזיטיבי וגולשים אל עבר האידאולוגיה החברתית של שני הצדדים שבמחלוקת. בזמן שחברתי את טיוטת חוק החברות, עמדה לנגד עיניי השקפת עולם שלשמחתי מצאה אוזן קשבת גם אצל יושב ראש הוועדה שדנה בהצעת, השופט אהרן ברק, ולא נתקלה בהתנגדות בין רובם של יתר חברי הוועדה. אציג תחילה את עיקריה של השקפת עולם זו, אדגים היכן היא באה לידי ביטוי בחוק עצמו ולאחר מכן אדגים

¹¹ ראו לעניין זה ענת רואה "רשות ניירות ערך מעדיפה את עמדת חביב-סגל על פני עמדת פרוקציה" **TheMarker משפט** 5.11.2006 1.385368 www.themarker.com/law/1.385368

¹² ה"פ (כלכלית) 44660-12-11 א"י אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (פורסם בנבו, 10.1.2012).

¹³ הפסוק המלא במשנה, מסכת אבות א', י"א מיוחס לאבטליון, שכך אמר: "חכמים היזהרו בדבריכם שמא תחובו חובת גלות ותגלו למקום המים הרעים וישתו התלמידים הבאים אחריכם וימותו ונמצא שם שמיים מתחלל." פירוש מקובל לאזהרה זו מתמקד בהיותה מופנית אל "חכמים" [שופטי המחלקה הכלכלית:(א.פ.)] כי הם, ולא עמי הארצות, הם אלה שרבים לומדים מהם הלכה, ולכן שגיאותיהם של חכמים פגיעתם רעה מדבריהם של עמי הארצות. ראו פירושו של הפרשן בן המאה השש עשרה יום טוב ליפמן הלר לפסוק זה, פירוש הידוע כ"תוספות יום טוב".

¹⁴ ראו: 663: 83 Yale L.J. *William L. Cary, Federalism and Corporate Law: Reflection Upon Delaware*, 83 Yale L.J. 663 (1974).

מקרה קלסי שבו המחוקק בחר, בחקיקה יותר מאוחרת, לפעול בניגוד לה ואעריך את התוצאות שנבעו מכך.

השקפת עולם זו מהי? מחד גיסא, ידוע לנו, עוד מזמנו של אבי הכלכלה המודרנית, אדם סמית, כי בתנאים מסוימים, דהיינו כאשר משק נמצא במצב של תחרות משוכללת, הקצאת המקורות במשק הנעשית על ידי כוחות השוק החופשי היא הקצאה טובה, אולי אפילו הטובה ביותר האפשרית. מאידך גיסא ידוע לנו גם כי בעולם האמיתי, לא זה המדומיין כעולם של תחרות משוכללת, קיימים כשלי שוק על כל צעד ושעל, שמחייבים תרופה אסדרתית כדי למנוע הפסדי יעילות ולעיתים גם פגיעה בעקרונות הצדק. בהינתן שתי תובנות אלה סברתי כי יש לבחון בכל סוגיה בחוק החברות אם היא מועדת לכישלון שוק. אם התשובה לשאלה זו היא שלילית, יפה יעשה המחוקק אם ימשוך ידו מכל מאמץ אסדרתי, או כפי שנהוג לבטא זאת בעגה האמריקאית – "If it ain't broke, don't fix". גם אם פקידי שלטון אלה או אחרים סומכים על תבונתם יותר מאשר על תבונתם של השחקנים התאגידיים, סביר להניח כי טעות בידם, שכן לאחרונים יש תמריץ מובהק, מובהק יותר מאשר לפקידי השלטון, לעשות לביתם, ובהעדר כשלי שוק ניתן לסמוך על "היד הנעלמה" הסמיתיאנית שתדע לתרגם את האינטרסים האישיים שלהם לטובת הכלל. לעומת זאת, אם הבחינה תעלה כי הסוגיה הנבדקת עלולה לסבול מכשל שוק כלשהו, יש לזהות כשל זה מהו ולהתאים את התרופה לכשל שזוהה (שהרי לא כל תרופה יפה לכל תחלואה).

אדגים את יישומו של רעיון כפול זה בהוראותיו של חוק החברות, בסוגיה הנוגעת לרכישת דבוקת שליטה בחברה ציבורית. רכישה כזו יכול שתיעשה באחת משתי הסיטואציות הבאות: ראשית, יכול שתיעשה כאשר הרוכש קונה את מניותיו של אדם שהיה בעל דבוקת שליטה בחברה עוד בטרם היעשות העסקה. רכישה כזו מכונה רכישה "פרטית" של שליטה, שכן היא מתבצעת כרגיל מחוץ לבורסה, כפרי של הסכם פרטי בין שני צדדים. שנית, ניתן להשתלט על דבוקת שליטה בחברה שאין בה בעל דבוקת שליטה קודם באמצעות פרסום הצעת רכש "מיוחדת" (כלשון החוק) המופנה למכלול בעלי המניות של חברת המטרה.

בימים שקדמו לכניסתו לתוקף של החוק הבורסה לניירות ערך בתל אביב נהגה לאסדר רכישות פרטיות באופן שחייב רוכשים של דבוקות שליטה להציע למכלול בעלי המניות בחברה לרכוש גם את מניותיהם, באותו מחיר למניה ששולם בעסקה הפרטית לבעל דבוקת השליטה הקודם. אסדרה דומה קיימת עד היום ברבות ממדינות אירופה,¹⁵ אך לא בארצות הברית.¹⁶ מטרת האסדרה הייתה להציב את כל בעלי המניות בחברת המטרה על בסיס שוויוני, ובאופן שהפרמיה בעד דבוקת השליטה תשולם לא רק לבעל השליטה הקודם, אלא גם ליתר בעלי המניות בחברה. מאחר שלא אובחן בנושא זה כל כישלון שוק, המחוקק הישראלי ביטל צורה זו של אסדרה ואף קבע הוראה מפורשת השוללת את תחולת הרגולציה במקרים של רכישות פרטיות.¹⁷ ומדוע? מאחר שמטרת האסדרה הייתה להיטיב עם בעלי מניות המיעוט, המחוקק השכיל להבחין בכך שהאסדרה עלולה להשיג בדיוק את

¹⁶ כך, למשל, סעיף 9 לקוד הצעות הרכש (takeover code) המחייב בבריטניה חושף כל מי שרכש, בכל דרך שהיא, 30 אחוזים או יותר מכוח ההצבעה בחברה ציבורית, לדרישה של "פנל" מיוחד שהוקם לצורך כך שיציע ליתר בעלי המניות בחברה לרכוש גם את מניותיהם באותו מחיר. ראו: The City Code on Takeovers and Mergers, § 9 (1985) (UK).

¹⁵ בארצות הברית נהג בעבר כלל דומה (אך לא זהה) מכוח הפסיקה, ראו: *Perlman v. Feldmann*, 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955). ואולם כלל זה בוטל ועבר מן העולם, גם שם מכוחה של הפסיקה, ראו: *Clagett v. Hutchison*, 583 F.2d 1259 (4th Cir. 1978).

¹⁷ ראו: סי' 328(ב)(2) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

המטרה ההפוכה. חיובו של הרוכש לקנות לא רק את דבוקת השליטה, אלא את כל מניותיה של חברת המטרה במחיר (המשקף את הפרמיה בעד השליטה) שהוצע לבעל השליטה הקודם, מייקר את עסקת רכישתה של השליטה עבור הרוכש ולכן צפוי להקטין את מספר הרכישות בשיווי משקל. מאחר שהעברת שליטה מבעל דבוקת השליטה הקודם עשויה להשביח את ערכן של כל מניותיה של חברת המטרה,¹⁸ צמצום במספר העסקאות צפוי לפגוע בציפיותיהם של בעלי מניות המיעוט שערך מניותיהם יישאר ללא שינוי. ובאופן כללי יותר, מאחר שרכישה פרטית היא הסכם בין שני צדדים הדואגים לטובת עצמם, וככל שניתן להבחין בקיומן של השפעות חיזוניות הריהן מן הזן החיובי, בטל הטעם להתערבות אסדרתית, וניתן להניח לכוחות השוק לעשות את שלהם.

יש להודות, כמובן, כי תיתכנה נסיבות שבהן המניע של הרוכש אינו להשביח את ערך החברה, אלא דווקא "לחלוב" אותה, כפי שאכן התרחש בסיפור המעשה של אחד התקדימים המפורסמים בדיני החברות בישראל, הוא פרשת קוסוי.¹⁹ אך יש לזכור כי ה"חלבן" הוא עבריין הצפוי ליתן את הדין על מעשה הגנבה שביצע, כפי שאכן קרה באותו תקדים, וגם מי שמכר לו את המניות צפוי ליתן את הדין על הפרת חובותיו כלפי החברה, וגם זה התרחש באותו תקדים. בהסתכלות כוללת, סביר להניח כי רכישות שמטרתן חיובית עולות במספרן עשרת מונים על רכישות "חלבניות", ולכן מן הראוי להותיר את כל הסוגיה מחוץ למעגל האסדרה.

שונים הם פני הדברים כאשר מדובר בהצעת רכש מיוחדת, שבה הניצעים אינם, כמו בדוגמה דלעיל, מי שכבר מחזיקים בדבוקת שליטה, אלא מכלול בעלי מניות בחברה "עצמאית" שאין בה דבוקת שליטה כלל. דווקא במקרה זה הדין שקדם לחוק החברות הותיר את העסקה ללא אסדרה מתוך הסתמכות על כוחות השוק, ודווקא במקרה זה המחוקק הבחין בקיומו של כשל שוק חמור הטעון אסדרה.

כאשר נוצרת לראשונה דבוקת שליטה בחברה שעד לאותה עת נהנתה ממעמד "עצמאית", בעלי מניות מיעוט שאינם שותפים באחזקותיו של בעל דבוקת השליטה החדש סובלים ירידה בערך אחזקותיהם. בין הסיבות לתוצאה זו יש למנות את היווצרותה של בעיית נציג חדשה, בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. מצב דברים חדש זה מזמן לבעל השליטה הזדמנויות לרוב לנצל את שליטתו בדרכים "דיפרנציאליות", דהיינו, כאלה המאפשרות לו לזכות בהטבות על חשבון החברה מבלי לחלק אותן באופן שוויוני עם בעלי מניות המיעוט. על כך יש להוסיף שבעוד בעלי מניות המיעוט היו יכולים לצפות ליהנות מפרמיה כלשהי במקרים של רכישה עוינת של השליטה, ציפיה זו אינה יכולה להתממש עוד כאשר השליטה מרוכזת בידי אדם אחד – רוכש דבוקת השליטה (או קבוצת בני אדם הפועלים בעצה אחת). שלא כמו במקרה של רכישה פרטית, שבה לאקט הרכישה צפויות להתלוות השפעות חיזוניות חיוביות (עלייה בערך מניות המיעוט), במקרה זה צפויות דווקא השפעות חיזוניות שליליות (ירידה בערך מניות המיעוט). בהנחה שקיימת בעניין זה ידיעה משותפת (common knowledge) של כל השחקנים הרלוונטיים, אילו התחום היה

¹⁸ בעניין זה יש לשאול שאלה פשוטה: על שום מה מוכן הרוכש לשלם פרמיה מעבר למחיר השוק לבעל השליטה הקודם? התשובה הפשוטה היא שהרוכש סבור שהרכישה כדאית לו, דהיינו ערך מניותיה עתיד להיות גבוה יותר מן המחיר ששילם בעדן חרף העובדה שהמחיר ששילם כולל מרכיב של פרמיה. ייתכן כמובן שציפיותיו של הרוכש תתבדנה והעסקה לא תשתלם לו. אך יש לזכור כי הוא ערב בכיסו להצלחת ההימור, וכמי שטובת עצמו לנגד עיניו הרוכש הוא בעל התמריץ הגבוה ביותר להעריך נכונה את סיכויי ההימור. עוד יש לזכור כי בכל המקרים שבהם ההימור יעלה יפה תהיה זו הצלחתם של כל בעלי המניות בחברה.

¹⁹ ע"א 817/79 קוסוי נ' י.ל. פויכטונגר בע"מ, לח"מ (3) 253 (1984) וד"נ 29/84 קוסוי נ' י.ל. פויכטונגר בע"מ, לח"מ (4) 505 (1984).

נותן פרוץ לכוחות השוק הדבר היה נותן תמריץ לרוכש להגדיל את הפוזיציה שלו במניות החברה טיפין טיפין (לבצע מה שמכונה בעגה האמריקאית "street sweep") ולהציע בעד המניות הנרכשות מחירים נמוכים, מתוך הסתמכות על הערכתם של הניצעים שאם לא ייענו להצעה, חרף היותה נמוכה מדי מבחינתם, הרכישה תתבצע עם זולתם ותותיר אותם באזור "הכפור", כלומר, כבעלי מניות מיעוט מדוללות ערך בחברה מטרה שדבוקת שליטה בה עברה לידי הרוכש.²⁰

במבט על הצופה על שני סוגי הרכישות הפילוסופיה החקיקתית מוארת בצורה ברורה. החוק אינו בעד או נגד אסדרה באופן כללי, אלא הכול תלוי באיתורו או אי-איתורו של כישלון שוק. במקרה של רכישה פרטית, השוק היה מאוסדר לפני חקיקת החוק, אך בשל אי-היכולת להצביע על כישלון שוק, האסדרה בוטלה. לעומת זאת, במקרה של הצעת רכש מיוחדת, השוק היה פרוץ ערב כניסתו לתוקף של החוק, אך בשל איתורו של כישלון שוק רלוונטי, התעורר הצורך לאסדרו.

אעבור עתה לסקירת סוגיה אחרת, שבה החוק כמתכונתו המקורית רחק מן הצורך לאסדרה, אך המחוקק התערב בשלב יותר מאוחר ויצר אסדרה מפורטת, ובכך, לפי דעתי, הקדיח את התבשיל.

ערב כניסתו לתוקף של החוק, כל סוגי החברות, לרבות חברות ציבוריות, היו בנות חורין לגוון את הון מניותיהן לסוגים שונים, הנבדלים אלה מאלה בזכויות ההצבעה הצמודות להם. מרבית החברות הציבוריות אכן גיוונו את הון מניותיהן, כאשר דפוס ה"אפליה" השכיח ביותר היה ביחס של חמש לאחת, כאשר מי שהשתייכו למעגל הפנימי של בעלי השליטה הותירו בידיהם את המניות בעלות כוח ההצבעה הגבוה יותר ("מניות עדיפות") ושיווקו לציבור בעיקר, אך לא דווקא רק, את המניות בעלות כוח ההצבעה היותר מדולל ("מניות נחותות"). השוק תמחר את ההבדלים בזכויות ההצבעה, כך שרוכשי המניות הנחותות שילמו מחירים נמוכים משמעותית ממחירן בשוק של מניות עדיפות של אותם תאגידים.²¹

מניות נחותות מקנות למחזיקיהן זכויות פחותות ממה שהיה להם אילו רכשו מניות עדיפות. הסיבה אינה שמחזיקי המניות הנחותות מקרב הציבור כמהים להפעיל את זכויות ההצבעה שלהם, אלא שהאפליה בזכויות ההצבעה, בהעמיקה את הפער בין הבעלות לבין השליטה, מחריפה את בעיית הנציג, הפוגעת בעיקרה בבעלי המניות הנחותות. בנוסף על כך, ביצור שליטתם של בעלי המניות העדיפות סותם את הגולל על אפשרות חשיפתה של החברה להצעת רכש עוינת וכך שולל מבעלי המניות הנחותות את סיכוייהם לקבל נתח משווי השליטה בעת העברת הבעלות בחברה. ואולם מוצרים אינם משווקים לבדם, אלא כחלק מסל איכות-מחיר, ובהיות המניות הנחותות זולות יותר, מתערערת האינטואיציה שיש לאסור את שיווקן. זו גם הסיבה שגם אם נשתכנעו שדירות בנות חדר אחד נחותות, מבחינת איכותן, בהשוואה לדירות פאר, לא נוכל להסיק מכך, בהינתן הבדלי המחירים בין הדירות, כי רשויות האסדרה צריכות לאסור את שיווקן של דירות צנועות. בניגוד לתבונה פשוטה זו, ישראל נסחפה אל מערבולת הכופרת בזכות קיומן של מניות נחותות. הגל התחיל בעתירה לבג"ץ, שאומנם לא הבשילה לכלל ניצחון, שבה נטען כי שוויון בזכויות ההצבעה מתחייב

²⁰ האסדרה הנדרשת נקבעה בס' 328–335 לחוק החברות.

²¹ במאמר מוביל שחובר בידי פרופסור חיים לוי בשנת 1983, דהיינו לפני שהאיסור על אפליה בזכויות ההצבעה נכנס לתוקפו, הוכח אמפירית ששיעור הדיסקאונט (discount) על מניות נחותות בישראל היה מהגבוהים בעולם, כאשר הממוצע עמד על למעלה מארבעים וחמישה אחוזים. בכמה מקרים קיצוניים הוא עבר את מאה האחוזים. כמובן שאין להתגאות בתוצאות אלה, שכן הן מרמזות על שבעלי השליטה בישראל ששמרו לעצמם את המניות העדיפות ניכסו לעצמם הטבות פרטיות רבות שלא חולקו גם לבעלי המניות הנחותות. ראו: Haim Levi, *Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock*, 38 J. FINANCE 79 (1983).

מרעיון "הדמוקרטיה התאגידית"²², צבר גובה בעקבות רפורמות חקיקתיות במדינות שונות והתקבע לבסוף בסעיף 46 לחוק ניירות ערך שקבע באופן קוגנטי את הכלל של "קול אחד לכל מניה", כלל העומד בתוקפו עד היום. סעיף 46 זה עומד בסתירה חזיתית לאיזון העדין בין שוק לרגולציה שהיווה אחת מהנחות היסוד העיקריות בחוק החברות.

כדי להבליט את השגגה שיצאה מתחת ידו של המחוקק, אניח לבחינתם של הקוראים שלוש טענות שונות. האחת היא שאפליה בזכויות ההצבעה אינה מזהה כל כשל שוק. השנייה היא שאיסור האפליה אינו ניתן לאכיפה והוא פותח פתח לתקלות חמורות. השלישית מתעדת התפתחויות שונות בשוקי ההון העולמיים שמסמנים קו של נסיגה מן התפיסה האסדרתית.

בעניין כשל השוק תחילה: לכאורה, אם צד אחד לעסקה (בדרך כלל החוג הפנימי בחברה) חפץ לשווק מניות נחותות לציבור במחיר מוזל, והציבור חפץ לקנותן במחיר זה, העסקה אינה שונה מכל עסקת מכר אחרת עליה נאמר בפשטות בסעיף 24 לחוק החוזים (חלק כללי) כי "תכנו של חוזה יכול שיהיה ככל אשר הסכימו הצדדים". היו שהבחינו בכל זאת בכישלון שוק גם בעניין זה, אלא שאבחנתם, המוצדקת כשלעצמה, מתקיימת רק במצבים שבהם חברה הונפקה עם סוג יחיד של מניות, ורק לאחר שהונפקה מוצע לבעלי מניותיה להמיר את מניותיהם (השוויניות) למניות נחותות תמורת פיצוי. במצב דברים זה קיים חשש כי בעלי מניות המיעוט ייאותו להיעתר להצעה אף אם הם סבורים שאין די בשיעורו של הפיצוי כדי לפצות אותם על הדילול בשווי מניותיהם. כל בעל מניות רשאי להניח כי הסכמתו או אי-הסכמתו להצעה לא תשנה את אופייה של החברה, אופי התלוי בדרך שבה מרבית עמיתיו צפויים להגיב להצעה. אם מרבית בעלי המניות האחרים יסכימו לקבל את הפיצוי, החברה תעבור לשליטתם המוחלטת של המציעים ללא קשר להצעתו של בעל מניות יחיד, ולכן כל יחיד כזה יעדיף לקבל גם הוא את הפיצוי. אם מרבית בעלי המניות האחרים יעמדו על שלהם ויסרבו להצעה, כדאי לכל בעל מניות יחיד לקבל את ההצעה, שכן אף שהוא עצמו יאבד מכוח הצבעתו, החברה לא תעבור לשלטון ללא מצרים של איש. זהו כישלון שוק מובהק כי תוצאתו עלולה להיות שכל בעלי מניות המיעוט, או למצער מרביתם, ימירו מניות עדיפות למניות נחותות תמורת פיצוי שהם עצמם סבורים שאין בו די.²³

קל לראות כי חשש זה כלל אינו קיים כאשר חברה מציעה את מניותיה לראשונה לציבור עם הון מגוון, שכן מי שיבחר להשקיע בה לא יילכד במעין מלכודת דבש כמו במקרה שנסקר לעיל. גם אם מדובר בגיוון הון המניות בדיעבד, כלומר לאחר שהחברה כבר הנפיקה מניות שוויוניות, קל לפתור את הקושי על ידי דרישה בחוק להעמיד את הצעת הגיוון להצבעה באספה הכללית (עם דרישה של רוב מקרב המיעוט), שהרי כשל השוק הרלוונטי הוא של חוסר תיאום (קואורדינציה) בין בעלי המניות, וכשל זה קל להסיר על ידי יצירת דרישה להצבעה קולקטיבית.

הדרישה הקוגנטית לאכיפת הכלל של "קול אחד לכל מניה" אינה פשוטה לאכיפה והיא פרוצה מכל עבר לעקיפה הכרוכה לעיתים קרובות בעלויות מיותרות. כך, למשל, ניתן לרשום חברה פרטית עם שני סוגי מניות ולאחר מכן לכוון חברה אחרת, שהיא חברה ציבורית ("החברה האם") שרכושה היחיד הוא מניותיה הנחותות של החברה הפרטית. ניתן להנפיק לציבור מניות שוויוניות של החברה האם, אך התוצאה המתקבלת היא שבעלי מניותיה של החברה הציבורית, הלוא היא החברה האם

²² בג"ץ 522/81 אברמזון נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, לח(2) 001 (1984).

²³ ראו לעניין זה: Richard Ruback, *Coercive Dual-Class Exchange Offers*, 20 J. FIN. ECON. 153 (1988).

המחזיקה במניותיה הנחותות של חברת הבת הפרטית, שולטים בעקיפין רק בעושר המגולם במניות הנחותות.

דרך מקובלת אחרת לעקיפת הכלל המובילה לאותה תוצאה ממש הייתה יצירת מבנים תאגידיים משורשרים, שבהם מי ששולט בחברה האם שבצמרת, שולט בעקיפין במניות של החברות במורד הפירמידה, למרות שהשקעתו בהונן יכולה להיות מזערית (וכך שבה וצצה הפרדה בין הבעלות לבין השליטה, תופעה שהיה בה, כביכול, כדי לתת פשר לכלל של "קול אחד לכל מניה"). החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות משנת 2013 אומנם ניסה להתמודד עם תופעת השרשור, אך קל מהרה נמצאו מתכננים זריזים שצמצמו עד מאד את השפעתו של החוק.²⁴ לבסוף, הואיל וסעיף 46 מקפיד על שוויון בזכויות ההצבעה ככל שהוא מתייחס למניות, אך לא על שוויון המתייחס לניירות ערך אחרים, בעלי שליטה בתאגידים ישראלים הרבו בשנים האחרונות להנפיק חוב (שאינו נושא עמו זכויות הצבעה). כאשר תאגיד שוקל את מבנה מקורות המימון שלו וחלוקתם בין הון עצמי לבין חוב, עליו להביא בחשבון כמה שיקולים ענייניים. החובה לציית לסעיף 46 מטה את שיקול הדעת להרחבת המנוף הפיננסי מעבר לאופטימום שהיה מושג בתנאים רגילים, וזוהי בעיה בפני עצמה. אך בנוסף על כך יש בהחלטה להגדיל את המנוף כדי לערער את היציבות הפיננסית של תאגידים שמרכיב החוב במקורות המימון שלהם גדול מדי, וכך לעודד את תופעת ה"תספורות" שעלויותיה ידועות לכל.

ככל הנראה לפחות חלק מתובנות אלה חלחלו למדינות רבות בעולם וביניהן מדינות שאסרו בעבר על גיוון הון המניות, אך חזרו בהן והן מאפשרות כעת לחברות לגייס הון עם יותר מסוג מניות אחד.²⁵ יש לשער שתרמו לכך מחקרים אמפיריים המטילים ספק במה שפעם הוחזק כאמת שאין להרהר אחריה שערך השוק של חברות עם סוג אחד של מניות עולה בשיעורו על ערך השוק של חברות דומות עם שני סוגים או יותר. לפי מחקרים אחדים ערך השוק של חברות "מפלולות" אפילו גבוה יותר בשנים הראשונות אחרי ההנפקה, כי הן מאפשרות ליזמיהן לממש חזונות מוצלחים, אך אידיאליסטיים, שהיו יכולים להיבלם בחברות שוויוניות מפני נטייתם של משקיעים מוסדיים באותן חברות להעדיף את הטווח הקצר (תופעה הידועה כ- short-termism), ולא להאמין בחזונם של המייסדים.²⁶ הוויכוח הניטש היום בארצות הברית בסוגיה נוטה להתכנס אל פתרון של פשרה, המאפשר לתאגידים להציע סוגים שונים של מניות לציבור, תוך הגבלת הזמן שבו ניתן להותיר את האפליה בעינה (מה שמכונה בעגה "sunset provisions", דהיינו, התרת הרסן לזמן מוגבל, כאילו עד שקיעת השמש).²⁷

אני סבור שהתהליך של ההתפכחות מן המנטרה של "קול אחד לכל מניה" קיבל זריקת זירוז בשל תפוצתם הרחבה של מכשירים פיננסיים חדשים, שבלגיטימיות שלהם קשה לפקפק, שיש בהם,

²⁴ דרך אחת היא למחוק מן המסחר בבורסה הישראלית חברה מצמרת הפירמידה ורישומה במדינה אחרת, שהרי חוק הריכוזיות עוסק רק בשרשורים של חברות ישראליות. דרך אחרת היא לגייס למשימה חברה אחת של אחת החוליות שבשרשרת ולהעביר לבעלותה אחזקות במורד הפירמידה, וכך לנתק את קשר האחזקות "הישיר" שעומד בסתירה לחוק הריכוזיות.

²⁵ בארצות הברית החוק החרות אינו עוסק בסוגיה זו, אך כללי הבורסה הראשית בניו יורק אסרו בזמנו על חברות לגוון את סוגי מניותיהן, וכללים אלה אף זכו לרוח גבית מרשות ניירות הערך האמריקאית, שחוקקה את כלל 19-c-4 לכללים על פי חוק הבורסה משנת 1934, אשר אסר על גיוון מניות. אך כלל זה בוטל לאחר מכן בפסיקת בית המשפט, והבורסה בניו יורק אינה עומדת עוד על איסור הגיוון כפי שעשתה בעבר.

²⁶ ראו Zohar Goshen and Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L. J. 560 (2016).

²⁷ Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, B.U. L. REV. (forthcoming Dec. 2019).

כדבר שבהכרח, כדי להפריד בין הבעלות לבין השליטה. דוגמה אחת לכך היא הסכם נפוץ הקרוי equity swap, שהוא הסכם הנערך בין שני בעלי מניות שיש לכל אחד מהם "יותר מדי ביצים בסל אחד", כלומר אחזקות כבדות מדי במניה מסוימת (השונה מזו המוחזקת על ידי חברו). על פי ההסכם, כל אחד מבעלי המניות נותר "על הנייר" עם מלוא אחזקותיו, אך הוא מסחר לחברו את התשואה העתידה על מקצת ממניותיו תמורת פעולה הפוכה אצל חברו. תוצאת המהלך, הנחשב לגיטימי, הוא שהתשואה של כל אחד מבעלי המניות מבוזרת על פני מספר גדול יותר של מכשירים פיננסיים וכך הסיכון הכרוך בסל כולו יותר קטן עבור כל אחד מן המתקשרים.²⁸

מכל הטעמים שתוארו עד כאן דעתי היא שסעיף 46ב לחוק ניירות ערך אינו הולם עוד את התנאים שנוצרו בשוקי ההון הפיננסיים, וראוי להניח לסוגיה להגיע לשיווי משקל בעזרתם הבלעדית של כוחות השוק.

ג. הנחות (שאליו) קרסו במבחן הזמן.

בפרק זה אציין (בסעיף 1) הנחת יסוד שלדעתי קרסה במבחן הזמן, וכן אציין (בסעיף 2) הנחת יסוד נוספת שמחייבת לפחות הרהור מחדש. בזמן הכנת הטייטה לחוק החברות סברתי שיש בה הכרח, אך עתה איני בטוח בכך כלל ועיקר.

1. "הרמוניה" בין דיני החברות לבין חלקים אחרים של המשפט האזרחי.

בעת הכנתו לחקיקה של חוק החברות שררה בין העושים במלאכה הסכמה כללית כי שיטת משפט צריכה להיות "קוהרנטית", ולא להיות מורכבת, כביכול, מטלאים על גבי טלאים. דומני שמקורה של אמונה זו במסורת הקודקסים האירופים הגדולים, שהתיימרו להצפין, בין סעיפי הקודקס, מעין "מפתח מדעי" שיודעי ח"ן ידעו כיצד להשתמש בו כדי לפצח בעזרתו שאלות פרשניות סבוכות.²⁹ אכן הגרמנים, ובמידה שאינה מבוטלת גם משפטנים אקדמיים אירופים אחרים, מגדירים את עיסוקם כ"מדעני משפט", כלומר כמי שבהיכרותם עם "עקרונות השיטה", החבויים בתוך גוף הקודקס, ידעו לבחור בין פתרונות משפטיים העולים בקנה אחד עם עקרונות אלה, ולכן הם הפתרונות ה"נכונים", לבין פתרונות משפטיים הסותרים את עקרונות השיטה, ולכן הם פתרונות "שגויים". אחד הגילויים החיצוניים של השקפה זו הוא נטייתם של "מדעני המשפט" להסתמך על היקשים, כפי שכולנו מצוים לעשות, מכוח סעיף 1 לחוק יסודות המשפט משנת 1980, כאשר אנחנו נתקלים בחסרים בחוק (לקונות). יש לזכור בעניין זה שההיקש נדרש כאשר הדין המפורש שותק, אך הוראות שבדין הנוגעות לעניין אחר, לא זה הצריך פירוש, קובעות את מה שהן קובעות, ובשל הדמיון בין מה שהן מסדירות לבין השאלה הפרשנית שאין עליה מענה, הפרשן מצווה להחיל על הסוגיה, על דרך ההיקש, את ההוראות "הדומות" שחשף.

²⁸ Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Onership*, 79 S. CAL. REV. 811 (2006); Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting I: Importance and Extensions*, 156 U. PA. REV. 625 (2008)

²⁹ האמונה שקודקס שיטתי הוא פיתרון יעיל לבעיית הלקונות, דהיינו מי שמתמצא בסודותיו יכול למנף אותם כדי לחשוף את התשובה "הנכונה" לכל סוגיה בתחום חלותו של הקודקס, בוטאה על ידי אורי ידן, אבי החקיקה הישראלית המודרנית באורי ידן "הגשמת הקודיפיקציה האזרחית" עיוני משפט ו 506 (1979). על הבעייתיות הגלומה בגישה זו ועל הסיבות מדוע ראוי להותירה מאחור על מדפי ההיסטוריה עמדתי בהרחבה במאמרי Uriel Procaccia, *A Narrative of Legislative Failure: From Portalis to Picasso and Beyond*, in LAW AND THE ARTS. ELECTIVE .AFFINITIES AND RELATIONSHIPS OF TENSION 91 (Werner Gephart and Jure Leko ed., 2017)

כיום אני נוטה לצדד יותר באמרתו המפורסמת של הרקליטוס שכבר הוזכר לעיל הגורסת כי אף אדם אינו יכול להיכנס פעמיים לאותו נהר, כי אין זה אותו נהר ואף הוא אינו אותו אדם.³⁰ הפרכה העיקרית שאני מוצא בחתירה להרמוניה בתוך שיטת המשפט היא שאין אנו מצוידים בתאוריה מספקת של מושג הדמיון בין סוגיות משפטיות שונות שיש בה כדי לאפשר לנו להחיל עליהן פתרונות זהים בשל היותן "דומות". פלוני שטבל בנהר כאשר המים שזרמו בו היו כאלה וכאלה אינו בהכרח "דומה" לעצמו בנקודה אחרת על פני ציר הזמן שעה שהחליט שוב לטבול בנהר שמימיו התחלפו ושינו את צורתם. גם שתי טיפות מים אינן זהות, כי בכל אחת מהן רוחש קוסמוס שלם של חיים מורכבים ובעלי תכונות ייחודיות.

מאחר שייתכן שספקות אלה אין בהם כדי לשכנע במישור הפילוסופי, אעבור אל הדוגמאות הקונקרטיות שתשלמנה את המלאכה.

דוגמה בולטת אחת מתייחסת לסוגיה של חובות הזהירות המוטלות על נושאי המשרה בחברה. סעיף 252(א) לחוק החברות קובע כי "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש]". ניסוחו של סעיף קטן זה משקף את כוונת המנסחים לשלב את חובת הזהירות של נושאי המשרה אל תוך עולת הרשלנות כהגדרתה בפקודת הנזיקין, וזאת בהתאם להשקפה כי "רשלנות היא רשלנות" ועקרונות היסוד של השיטה המשפטית הם "הרמוניים" ואינם מדברים בכמה קולות שונים. כבר אז חשתי כי לא הרי רשלנות של נושאי משרה כהרי רשלנות של רופאי שיניים או נהגי מוניות וניסיתי, ביחד עם חברותיי דאז למלאכה, המשנה ליועץ המשפטי עו"ד דוידה לחמן-מסר והשופטת מיכל אגמון-גונן, שהייתה מועסקת אז כמשפטנית בכירה במשרד המשפטים, לשכנע את מי שהיה אז יו"ר ועדת השרים לחקיקה, השר דן מרידור, "להגניב" את הגנת שיקול הדעת העסקי אל תוך ההגדרה של חובות הזהירות של נושאי משרה, ולא עלה הדבר בידי. נימוקו של מרידור היה מעוגן כולו בתפיסה ה"אזרחית" של הגדרת הרשלנות. השר "התחפר" בעמדה שהגנת שיקול הדעת העסקי, כפי שהיא פורשה על ידו, ישימה רק כאשר נושאי משרה פעלו בתום לב והמעשה או המחדל המיוחסים להם אינו חורג באופן ברור ממתחם הסבירות. בנסיבות אלה השר סבר כי גם דיני הרשלנות הכלליים, כפי שנוסחו בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין, אינם אמורים לייחס להם אקט רשלני, ולכן הוספת ההגנה של שיקול הדעת העסקי היא מיותרת. נימוקיו של השר השתלבו יפה עם הנחת "ההרמוניה" בין דיני החברות לבין המשפט האזרחי הכללי, אך השר טעה: כפי שעולה מתוך עיון בפסיקתם של בתי המשפט, נדירים הם המקרים שבהם נושאי משרה נמצאו חייבים על הפרה של חובות זהירות שאינה מלווה גם בהפרה של חובות אמונים.³¹ הגנת שיקול הדעת העסקי נועדה לבצר את החסינות היחסית של נושאי משרה ששגו בהחלטותיהם, ולא בכדי ההכרה השיפוטית הרשמית בחלותה של ההגנה,³² שנים רבות אחרי היכנס חוק החברות לתוקף, זכתה לכותרות כחידוש הלכה חשוב.³³

אכן, "נהר" הרשלנות שבו טובלים נושאי משרה בחברה אינו אותו נהר שבו טובל זולתם. שם המשחק בניווט ענייניה של החברה הוא נטילת סיכונים, וכאשר אלה הם סיכונים יעילים, אין זה

³⁰ ראו: HERACLITUS, [wikipedia.org/wiki/Heraclitus](https://www.wikipedia.org/wiki/Heraclitus), (last visited Mar. 3, 2020).

³¹ יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 23 (אהרון ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

³² ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016).

³³ ראו: עידו באום "בפעם הראשונה: העליון קובע מתי בית משפט יתערב בהחלטות של חברה" TheMarker – משפט 1.1.2017 1.3191579 www.themarker.com/law/1.3191579.

רצוי להימנע מהם מתוך החשש שלא יעלו יפה. יש לזכור כי גם רמת הבדיקה שנושאי המשרה מסוגלים לערוך כאשר הם נדרשים לקבל החלטות עסקיות גמישות היא לעיתים קרובות מוגבלת בשל לחץ הזמן ומהירות התרחשות האירועים בזירה העסקית. שקידה רבה מדי צפויה להסתיים באובדן הזדמנויות עסקיות אל מול שעון העצר ואל מול המתחרים. יש לזכור שאילו הפעילו בתי המשפט את הכללים "הרגילים" לבירור אחריותם של נתבעים בעולות הרשלנות גם על נושאי משרה בחברה, לא היה בכוחם של השופטים להימנע מהטיות התנהגותיות המגזימות ביכולתם של נושאי המשרה להימנע מטעויות,³⁴ וכך היו מחדירים אפקטים מצננים ביחס לנכונותם של נושאי המשרה ליטול סיכונים יעילים.

קיצורו של עניין, גם אם סעיף 252 לחוק החברות וסעיפים 35 ו-36 לפקודת הניקין עוסקים ב"רשלנות", אין זו אותה רשלנות, ואין מנוס מלהזדקק לשיקולים שונים, לאו דווקא "הרמוניים", בשני המקרים.

דוגמה נוספת להתרפקות על המשפט הפרטי ניתן למצוא בסעיף 17(א) לחוק החברות, הקובע כי "דין התקנון כדין חוזה בין החברה ובין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם". דומני שסעיף זה ראוי לביקורת יותר מתונה מסעיף 252 שנסקר לעיל, אך במבט לאחור קשה למצוא בו טעם ותכלית. ההבדלים בין "החוזה" המגולם בתקנון במצוותו של סעיף 17 לבין חוזים רגילים הנשלטים על ידי המשפט הפרטי הם עצומים. בעוד החוזים הרגילים מרעיפים על המתקשרים בהם חירויות מפליגות (חירות ההתקשרות, חירות אי-ההתקשרות, חירות העיצוב), ריבוי הכללים המיוחדים לדיני החברות כובלים את ידי בעלי המניות על כל צעד ושעל. כך, למשל, בעלי המניות אינם רשאים לעצב את מבנה ההון בחברה (למשל, הכללים הכופים את הכלל של "קול אחד לכל מניה"), את כללי שמירת ההון (למשל, הגדרת מבחן הרווח או מבחן יכולת הפירעון), את התנאים שבהם יוכלו לראות פרי בהשקעתם (למשל, אימתי יש לבעלי המניות זכות לקבל דיבידנד), את הדרכים שבהם יוכלו לפקח על מקבלי החלטות בחברה (למשל, אילו אורגנים אמורים לאשר עסקאות הנגועות בניגוד עניינים ובאיזה רוב הם רשאים לקבל את החלטותיהם) וכיוצא בזה עד בלי די. בעוד הזכות החוזית "הרגילה" היא "כלל של קניין", דהיינו אין לשנותה שלא על דעת בעל הזכות ושלא ברשותו, תקנון החברה ניתן לשינויים ברוב פשוט של יתר בעלי המניות ובנסיבות המתאימות הוא הופך חברבורותיו ונעשה ל"כלל של אחריות" (למשל, כאשר החברה מתמזגת עם חברה אחרת וכופה על המתנגדים למיזוג להסתפק בפיצוי חלף מניותיהם). שתי סיבות מרכזיות חוברות יחד כדי ליחד את "החוזה" התאגידי ולעשות אותו כל כך שונה מחוזים "רגילים". הסיבה האחת היא שהפקעת המורכבת של היחסים בין בעלי המניות לבין עצמם ובינם לבין החברה (או צדדים שלישיים) סוטה מעקרון חופש החוזים בשל חשש להשפעות חיצוניות. כך, למשל, אילו בעלי המניות היו רשאים לקבוע בתקנונם את כללי שמירת ההון, היה להם תמריץ להקל את הרסן באופן הפוגע בנושי החברה שהסתמכו על

³⁴ אחת הדרכים המקובלות להגיע למסקנה שחובת הזהירות ברשלנות הופרה היא להשתמש ב"נוסחת האנד", הקובעת כי החובה הופרה אם ניתן היה למנוע את הנזק מושא התביעה בעלויות פחותות מתוחלתו. כך, למשל, אם ניתן היה למנוע את הנזק בעלות 100 ונגרם נזק בעלות 200 שההסתברות אקס-אנטה להתרחשותו מוערכת בשישים אחוזים, כלומר תוחלת הנזק הייתה 120, נוסחת האנד מחייבת להגיע לממצא של רשלנות. הבעיה היא שבעת המשפט כבר ידוע שהנזק התרחש (שאלמלא כן לא היה המשפט מתקיים), וממצאים אמפיריים מצביעים על כך שבנסיבות אלה אנו נוטים להאמין שהיה ביכולתנו לנבא את הנזק בהסתברות יותר גבוהה. ראו לעניין זה ישראל ליבליך "ועדת חקירה מן ההיבט הפסיכולוגי, או: הדלות שברטרופקטיבה" הפרקליט לז' 417 (תשמ"ז). כך, למשל, אם ההסתברות שהוערכה אקס-אנטה הייתה רק שלושים אחוזים, ולכן תוחלת הנזק הייתה רק 60, מי ששופט בדיעבד עלול לסבור שההסתברות אקס-אנטה הייתה שישים אחוזים וכך להגיע לממצא (שגוי) של רשלנות. ראו: אוריאל פרוקצ'יה "חובת הזהירות של דירקטורים ונושאי משרה: מבט פסיכולוגי וכלכלי" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 91 (אהרון ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

קיומו של הון עצמי הסוכך בין האינטרסים שלהם לבין סיכוני חדלות הפירעון. ואילו התיר הדין לבעלי המניות לפגוע בצורה כזו בציפיות הנושים, אלה היו מדירים רגליהם ממתן אשראי לתאגידים וגורמים בכך לפגיעה חמורה במקורות המימון שלהם. הסיבה השנייה, והגלויה לעין, היא כי בהיותה של החברה גוף דינמי החייב לקבל החלטות עסקיות כמעט באופן יומיומי, אילו הותיר הדין את זכויות בעלי המניות כשהן מעוגנות בכללי קניין, הדבר היה מאפשר לכל בעל מניות להטיל וטו על מהלכים שאינם נראים לו ובכך היה גוזר על החברה שיתוק עסקי.

2. כללים וסטנדרטים בחוק החברות

כידוע, כל שיטת משפט מורכבת בעיקרה משני סוגים של אבני בניין המרכיבות אותה – כללים וסטנדרטים. "כללים" הם נורמות משפטיות בעלות רזולוציה גבוהה, כמו, למשל, כלל הקובע את מהירות הנסיעה המרבית בדרך ציבורית. "סטנדרטים", לעומת זאת, הם נורמות משפטיות בעלות רזולוציה נמוכה, כגון החובה לקיים חוזים בדרך מקובלת ובתום לב. ההבדל העיקרי בין שני סוגים אלה של אבני בניין בשיטת המשפט הוא שכללים תובעים מן השופט היושב בדין רק רמה צנועה של הפעלת שיקול דעת שיפוטי, שהרי הכלל מדבר בעד עצמו וכמעט שאינו מצריך פירושים; ולעומת זאת סטנדרטים תובעים מן השופט היושב בדין רמה מוגברת של הפעלת שיקול דעת שיפוטי, שהרי הסטנדרט "שותק" ומייחל למוצא פיו של השופט. המנעד המשתרע בין הכללים המפורטים ביותר לבין הסטנדרטים הכוללניים ביותר הוא עצום, ותפקידו של המחוקק הוא לבחור לו מתוך המנעד הזה את רמת הרזולוציה המיטבית של הנורמות היוצאות מבית היוצר שלו. הנושא הוא מורכב, וכמה מהיבטיו חורגים בהרבה מן הנדרש לרשימה זו,³⁵ אך פן אחד שלו ברור לגמרי: ככל שניתן לסמוך יותר על שיקול הדעת השיפוטי, כך ניתן להרבות בסטנדרטים. לעומת זאת, ככל שהסיכוי לטעויות שיפוטיות בהפעלת שיקול הדעת הוא גדול יותר, כך רצוי יותר להרבות בכללים, המצמצמים את שיקול הדעת ותוחמים אותו בתוך הטקסט.³⁶

בזמנו סברתי שראוי לו לחוק החברות להרבות בכללים ולמעט בסטנדרטים בדיוק מן הטעם הזה: שופטי ישראל, אף שרבים רואים במפעלם, ובצדק, קרן אור בין רשויות השלטון בישראל, אינם מצטיינים, ברובם המכריע, בהבנה מעמיקה או בהשכלה פורמלית החיונית להכרעה מושכלת בסכסוכים תאגידיים בנושאים כמו כלכלה, מימון או חשבונאות. לכן דעתי הייתה שיש לנסח את החוק באופן המצמצם את שיקול הדעת השיפוטי שלהם וכך לסייע בניווטם אל חוף מבטחים.³⁷ היה ברור לי כי לגישה זו יש גם חסרונות, שכן הכלל, להבדיל מן הסטנדרט, הותאם לדוגמאות שהמחוקק חשב עליהן בשעת התקנתו, אך החיים מתעתעים בנו ומזמנים סיטואציות חדשות להכרעה, שלא עמדו לנגד עיני המחוקק, ובמצבים כאלה יש מחיר להגבלתו של שיקול הדעת השיפוטי.

לעיתים אני סבור כי ההנחה שהנחתי עומדת במבחן הזמן, אף שוועדת ברק, בהשראתו של יושב הראש הדומיננטי שלה לא חפצה, במקרים רבים, לקבל את הצעותיי לנסח את הוראות החוק ברזולוציה יותר גבוהה. כדי לסבר את האוזן אסתפק בשתי דוגמאות.

³⁵ המאמר המכונן בסוגיה זו נכתב על ידי לואיס קפלו בשנת 1992, ראו Louis Kaplow, *Rules and Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557 (1992).

³⁶ ראו: אוריאל פרוקציה "כללים וסטנדרטים בספר הברית – תמרור אזהרה לחקיקה בעידן המודרני" **מחקרי משפט** כו 661 (2010).

³⁷ ראו: אוריאל פרוקציה "מאחורי הקלעים" **משפטים** לב 303 (2002).

האחת נוגעת לדיני הרמת המסך הידועים, מזה זמן רב, כסתומים וחידתיים.³⁸ כדי לפרש את מה שמסתתר מאחוריהם ולשחרר את בתי המשפט מהפעלת שיקול דעת פרשני רחב, הצעתי לקבוע בהם כללים יותר מפורטים וברורים, כגון, למשל, כלל הקובע מצבים של "מימון דק" כעילה מספקת להרמת המסך. ועדת ברק סברה אחרת, והותירה את סעיף 6 לחוק החברות, המעגן את תורת הרמת המסך, פרוץ לכל עבר לפרשנות שיפוטית, ולדעתי הדבר אינו לטובה.

דוגמה שנייה מתייחסת לדינים שנקבעו ביחס להליכי משפט קבוצתיים, דהיינו תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות, ככל שהדבר נוגע לדיני התאגידים. היה ברור לכול כי כדי להתניע הליכים קבוצתיים אלה, יש לתמרץ את התובע הנגזר או הייצוגי ואת פרקליטיו בתמרץ כספי, שבלעדיו לא כדאי להם לפתוח בהליכים חיוניים אלה.³⁹ אך השאלה הייתה כיצד לקבוע את מבנה התמרץ. אני סברתי, ואני סבור גם כיום, שגובה התמרץ צריך להיות יחסי, אם לא למעלה מזה, לגובה הסכום שהושג בתביעה. ועדת ברק, לעומת זאת, נאמנה לדרכה שרצוי שלא לפגוע בשיקול הדעת השיפוטי, הסתפקה בקביעה כי התובע הנגזר או הייצוגי ופרקליטיו יפוצו על תרומתם להליך, מבלי לקבוע את שיעור הפיצוי. בהפעילם את שיקול דעתם, פסקו השופטים כי אחוז הפיצוי מתקבולים קטנים צריך להיות גדול, ואחוז הפיצוי מתקבולים גדולים צריך להיות קטן, לפחות בשוליים.⁴⁰ קל להבין את נימוקיהם של השופטים: אילו אחוז הפיצוי מתקבולים קטנים היה קטן אף הוא, לא היה בו די כדי להתניע את המהלך. לעומת זאת, אילו אחוז הפיצוי מתקבולים גדולים היה גדול אף הוא, הדבר היה עומד בניגוד לאתוס השיפוטי שמי שלא ניזוק, אין זה ראוי כי יזכה במתת שמיים (windfall) בשל צרתו של הזולת. אך זוהי, כמובן, דרך חשיבה מוטעית.⁴¹

צורת חישוב הגמול ושכר הטרחה בדרך זו מתמרצת את עורך הדין המייצג להסכים להצעות פשרה שהן נמוכות מתוחלת הסעד, גם כאשר היא מחושבת על פי מיטב הבנתו שלו. החברה הנתבעת, מצד שני, מודעת לתמרץ זה ולכן היא מתומרצת מצידה להציע הצעות פשרה תת-מיטביות ובאופן כזה שני הצדדים, החברה הנתבעת ועורך הדין המייצג, חוברים יחד כדי לסכל את מטרתם העיקרית של ההליכים הקבוצתיים – הרתעת הנתבעים מהפרות החוק. ייתכן שאילו נקבעו הגמול וחישוב שכר הטרחה כאחוז קבוע מסכום הפיצוי, עדיין היה צץ תמרץ להסתפק בפשרות תת-מיטביות, וכדי למנוע זאת צריך היה אולי לפצות את העושים במלאכה בשיעורים עולים בשוליים ככל שהתקבול גדול יותר,⁴² או אולי גם לנקוט בצעדים דרסטיים יותר,⁴³ שלכולם יש התנגדות רבה בחוגי השופטים, אך אין ספק כי גם חישוב המבוסס על אחוזים קבועים היה משרת את יעד ההרתעה.

³⁸ ראו אמירתו המפורסמת של השופט קרוזו – "The whole problem of the relation between parent and subsidiary corporations is one that is still enveloped in the mists of metaphor. Metaphors in law are to be narrowly watched, for starting as devices to liberate thought, they end often by enslaving it" (*Berkey v. Third Ave. Ry. Co.*, 155 N.E. 58, 244 N.Y. 84, 217 N.Y.S. 156 (1926)).

³⁹ עד חקיקתו של חוק החברות לא נרשם בישראל אפילו תקדים אחד להגשת תביעה נגזרת או ייצוגית כנגד חברה ציבורית. היו כמה תקדימים במקרים של חברות פרטיות, שכן בחברות אלה התועלת האישית שניתן להפיקה מהצלחה בתביעה יכולה להיות משמעותית אף ללא קבלת תמרץ נוסף.

⁴⁰ ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, סב(2) 437 (2007).

⁴¹ ראו: אלון קלמנט "פשרה והסתלקות בתובענה הייצוגית" משפטים 5 (2011).

⁴² אחד השיקולים המרכזיים המדריכים עורכי דין להסכים לפשרות תת-מיטביות הוא שהסכמתם מאפשרת להם לקבל את שכר טרחתם על אתר ומבלי שייאלצו להשקיע זמן ומאמץ בניהול ההליך. אילו התשלום היה עולה בשוליים ככל שהסכום המתקבל במשפט היה גבוה יותר היה בכך כדי לספק תמרץ נגדי.

⁴³ כגון, למשל, להוציא את זכות הגשת ההליך למכירה פומבית והעברת הסכום שהזוכה התחייב בו לפיצוי הנפגעים. בהיותו של הזוכה "הבעלים" של התביעה הייתה מוסרת באחת בעיית הנציג בינו לבין ציבור הנפגעים. הצעה ברוח זו עלתה בספרות על ידי גיונתן מייסי, ראו Jonathan Macey, Geoffrey Miller, *The Plaintiff's Attorney's Role in Class Actions and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendation for Reform*, 58 U. CHI. L. REV. 1 (1991).

שיקולים אלה מצביעים על הטעמים שהדריכו אותי כשהטפתי לצמצם את שיקול הדעת השיפוטי על ידי ריבוי בכללים על חשבון הסטנדרטים. אך במחשבה שנייה אי אפשר שלא להבחין בצד אחר של אותה מטבע. אחד החסרונות של עולם הכללים הוא בחוסר גמישותו. למשל, אם המחוקק קבע כלל של איסור נסיעה בדרך ציבורית במהירות העולה על 80 קילומטרים לשעה, עלול להיווצר מצב שגם אם חל שיפור בתשתיות הכבישים ויצרני מכוניות מודרניים השביחו את אבזרי הבטיחות, בתי המשפט יתקשו, על דעת עצמם, להתאים את המהירות המרבית לתנאי הדרך החדשים. להלן שתי דוגמאות כיצד הגמישות בעולם הסטנדרטים הועילה, בניגוד להנחת היסוד שהנחתה אותי בזמנו, לשפר את דיני החברות.

הדוגמה הראשונה כבר נדונה לעיל ולכן ניתן לקצר בה כאן. הדוגמה מתייחסת להגדרת הרשלנות של נושאי המשרה לפי סעיף 252 לחוק החברות.⁴⁴ למרות הזיהוי שהחוק עצמו עושה בין הסוגיה הזו לבין דיני הרשלנות הכלליים לפי פקודת הנזיקין, שופטי ישראל "מרדו" בכתוב ובאמצע את כלל שיקול הדעת העסקי, ידעו לפרש את רשלנותם של נושאי המשרה בדרך ההולמת יותר את צורכי המסחר בעולם התאגידי.

דוגמה שנייה מתייחסת לדרך פירושים של כללי שמירת ההון שמהם נגזרים המותר והאסור בחלוקת דיבידנד. זוהי שאלה שהיא חלק מסוגיה רחבה יותר, והיא היחס בין הדינים "המשפטיים" של החוק לבין הכללים החשבונאיים שהמחוקק כפה על חברות ישראליות שלא תמיד מתאימים לרציונל הסטטוטורי. כידוע, חברה רשאית לחלק דיבידנד אם התקיימו שני מבחנים, מבחן יכולת הפירעון ומבחן הרווח.⁴⁵ מבחן יכולת הפירעון צופה פני עתיד, והוא מבחן "רד" המחייב את הדירקטוריון להעריך על פי שיקול דעתו האם החלוקה העומדת על הפרק עלולה לפגוע בכשרות הפירעון של החברה בעתיד הנראה לעין. לעומתו, מבחן הרווח הוא בעיקרו טכני וצופה פני עבר, שכן הוא מתיר חלוקה כשיעור העודפים שהצטברו במאזנה של החברה כפי שפורסם לאחרונה. מעשה בחברה שחפצה לחלק את העודפים שהצטברו במאזן האחרון שפורסם, היא אי די בי, אך תוך ידיעה שעודפים אלה יישחקו במהרה כאשר יפורסמו התוצאות העסקיות של הרבעון הבא. בעולם של כללים צריך היה לאשר את החלוקה, שכן כל תנאיה הסטטוטוריים המפורשים התמלאו. אך המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב העדיפה לפסול את החלוקה בהיותה מנוגדת לעיקרון שיש לשמור על העודפים כחגורת ביטחון לטובת הנושים, ואין להתכחש לרעיון מרכזי זה מטעמים טכניים צרים.⁴⁶ למרות ביקורת לא מעטה שנמתחה על הלכה זו,⁴⁷ דומני שזו דווקא דוגמה טובה לשימוש נאות בשיקול הדעת, שיש לו זכות קיום רק בעולם של סטנדרטים.

ד. סיכום

סקירה קצרה זו של הנחות היסוד מבליטה יפה את הצורך לרענן אותן מפקידה לפקידה. הדבר נדרש לא רק כיוון שאנחנו – המחוקקים, השופטים, מלומדי המשפט וצרכניו משנים את דעותינו כיאה לאנשים חושבים, אלא גם כיוון שהעולם אינו קופא על שמריו ודרכו להפוך עיקר לטפל וטפל לעיקר. גם המסקנות של הרשימה הזו אינן יותר מאשר הבעת דעה אישית שמעידה על בעליה יותר

⁴⁴ ס' 252 לחוק החברות.

⁴⁵ ס' 302 לחוק החברות.

⁴⁶ ראו תני"ג (כלכלית) 13-04-49615 להב' נ' אי די בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, 6.11.2013).

⁴⁷ למשל, משה גורלי "ציון בלתי מספיק במבחן הרווח" כלכליסט 20.11.2013

.www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3617440,00.html

מאשר על איזו "אמת" אובייקטיבית. ברשימה זו הבעתי את השקפתי שלפחות שתיים מהנחות היסוד שליוו את הליך החקיקה, הבחירה בחברה הציבורית כמושאו של חוק החברות ותפקידיהם היחסיים של האסדרה ושל השוק בעיצוב תכניו, ראויות להיוותר על כן לעוד ימים רבים. מאידך גיסא, איני סבור שזה צריך להיות גורלן של הנחות יסוד אחרות. הנחת היסוד של חתירה להרמוניה חקיקתית ושילובו של חוק החברות בתוך המארג המשפטי הכללי במדינה נראית לי היום הרבה פחות משכנעת ממה שחשבתי בעבר, ואילו ההנחה שיש לצמצם את שיקול הדעת השיפוטי לטובת הביטחון המשפטי הטמון בכללים קבועים היא הנחה שיש לקבל אותה, לכל היותר, עם קב משמעותי של חומטין.