

מחשבות על הכוונות והיישום של חוק החברות בחלוף עשרים שנים

שיחה עם דוידה (דידי) לחמן-מסר

מראיינים: ד"ר עידו באום, ליאור אלונה גולדמן ורולא חליחל*

דוידה (דידי) לחמן-מסר היא דמות מפתח בתהליך חקיקתו של חוק החברות ובתפקידים שונים שמילאה בשירות המדינה, החל מתפקידה כמרכזת ועדת ברק לחקיקת חוק חברות חדש, ובהמשך, בגיבוש הצעת החוק¹ ובהובלת החקיקה עד להשלמתה בשנת 1999. לאחר מכן המשיכה והובילה את התיקונים השונים שבוצעו בחוק עד לפרישתה בשנת 2008.

לחמן-מסר התחילה את עבודתה במשרד המשפטים בשנת 1981 ועבדה במשרד במשך כ-27 שנים, מתוכן 12 שנים בתפקיד המשנה ליועץ המשפטי לממשלה לעניינים כלכליים. טרם מינויה למשנה ליועץ המשפטי לממשלה כיהנה כשנה בתפקיד היועצת המשפטית לוועדת חוקה, חוק ומשפט בכנסת. במהלך עבודתה בכנסת, ליוותה בין היתר את התיקון לחוק יסוד: חופש העיסוק, שבו הוספה פסקת ההתגברות.² במהלך הקריירה המקצועית ארוכת השנים עסקה דידי בתחומים מרתקים. כך, למשל, ליוותה במשך שנים את אסדרת תחום התקשורת והשידורים, תוך עיסוק נרחב בסוגיית הבעלויות הצולבות – שעניינה האם נכון לאפשר לגורם יחיד להחזיק כמה כלי תקשורת בו זמנית, לאור ההשלכות העלולות להיגרם עקב כך להליך הדמוקרטי. כמו כן, עסקה רבות בליווי הליכי ההפרטה של חברות ממשלתיות וברפורמות שונות בתחומי התשתיות, הייתה חברה בוועדות ציבוריות, כגון ועדת בכר לרפורמה בשוק ההון, ועוד. ואולם, הנושא העיקרי שהיווה שיא משמעותי בקריירה של דידי לחמן-מסר הוא גיבוש וליווי הליכי החקיקה של חוק החברות, שנמשכו למעלה מעשור, כמו גם את התיקונים שנעשו בו עד לפרישתה.

ראיון זה מבקש לשפוך אור על הליכי חקיקה אלה מנקודת מבטה של מי שליוותה אותם, ותוך בחינת הסדרים מסוימים שהתגבשו בחוק על רקע השינויים המתחוללים בנוף התאגידי של מדינת ישראל.

בשנת 1948, לאחר הקמת מדינת ישראל, אומצה לתוך שיטת המשפט הישראלית פקודת החברות האנגלית המנדטורית משנת 1929. במהלך השנים תוקנה הפקודה כמה פעמים, בנושאים שונים, וביניהם דוקטרינת האולטרה-זיורס ועוד.³ לאחר פרסום נוסחה החדש של פקודת החברות,⁴ תוקנה הפקודה פעמים נוספות, למשל בסוגיית הדיקטורים החיצוניים,⁵ אחריות נושאי משרה ועוד.⁶

* הראיון התקיים בחודש יולי 2020. בראיון השתתפו ד"ר עידו באום, סגן דיקן בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למנהל ומנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה ועורכות המשנה של כתב העת "המשפט" ליאור אלונה גולדמן ורולא חליחל, שערכו את הראיון לפרסום והוסיפו לו הערות שוליים.

¹ הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432.

² חוק-יסוד: חופש העיסוק.

³ הצעת חוק החברות, בעמ' 3.

⁴ פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983.

⁵ חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 2), התשמ"ז-1987.

⁶ חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4) (אחריות נושאי משרה), התשנ"א-1991. תיקון זה כבר גובש בזמן הדיונים בוועדת ברק. הצעת החוק שיקפה את עמדת הוועדה שהתקבלה על ידי הממשלה.

בשנת 1995 הוגשה מטעם הממשלה הצעת חוק החברות התשנ"ו-1995,⁷ אשר הפכה, בתום 4 שנים של דיונים, לחוק החברות התשנ"ט-1999, לו מוקדשת חוברת זו.

הצעת חוק החברות גובשה על יסוד דו"ח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש, בראשות השופט אהרן ברק (להלן – "ועדת ברק לחקיקת חוק חברות חדש" או "ועדת ברק"), אשר עסקה במשימת גיבוש חוק חברות חדש החל משנת 1985.

נקודת המוצא בדו"ח של ועדת ברק היא הצעה של חוק חברות חדש, מודרני ומקיף, בעל אופי קודיפיקטיבי;⁸ היינו, השאיפה היא שהחוק החדש ייתן מענה הולם למרבית הסוגיות בדיני החברות, אשר עד לחקיקת החוק קיבלו מענה חלקן בפקודה, וחלקן בפסיקה. הוראות רבות בחוק שהוצע על ידי הוועדה היו דיספוזיטיביות, ומקצתן קוגנטיות, זאת מאחר שהנחת המוצא של הוועדה היא שיש לשמר את האוטונומיה של הפרט, כך שיוכל להתאגד באופן חופשי. באשר לפרשנות החוק קובעת הוועדה בדו"ח שהגישה: "חוק זה יפורש על פי אותן אמות מידה על פיהן מתפרשים דברי חקיקה בישראל. פרשנות זו היא תכליתית באופיה. אנו מצפים כי תינתן ללשון הטקסט אותה משמעות אשר מגשימה בגבולות המובן הלשוני של הטקסט, את התכלית העומדת ביסודו".⁹

המראיינים: האם תוכלי לספר לנו מעט על עבודתך במסגרת ועדת ברק, אופן עבודת הוועדה וגיבוש הצעת החוק?

אתחיל במעט היסטוריה: בשנת 1982 פנה שר המשפטים דאז, מר משה נסים, לפרופסור אוריאל פרוקצ'יה בבקשה להכין הצעה לחוק חברות חדש למדינת ישראל. הצעה זו שימשה בסיס לעבודתה של ועדה ציבורית שתפקידה היה לערוך רפורמה בדיני החברות בישראל. הוועדה התכנסה לראשונה ביולי 1985, בראשות השופט אהרן ברק.¹⁰ אני הצטרפתי כמרכזת הוועדה לאחר כשנתיים, כלומר בשנת 1987.¹¹ לאחר שנים רבות של דיונים, בשלהי שנת 1994, הוגש לשר המשפטים דו"ח מסכם, אשר כלל הצעה מנוסחת לחוק חברות חדש, מבוא מקיף וכן פירוט והסבר לפרקי החוק השונים.

לאחר הגשת דו"ח הוועדה לשר המשפטים, גובשה במשרד המשפטים, על ידינו,¹² הצעת תזכיר חוק, אשר הופצה להערות משרדי הממשלה והציבור כנהוג. התזכיר התבסס, רובו ככולו, על הצעת הוועדה. לאחר הפצת התזכיר וקבלת הערות מהציבור, הגיעה הצעת החוק לוועדת השרים לענייני חקיקה ואושרה כהצעת חוק ממשלתית, בכמה שינויים, בין היתר לאור הערות שהתקבלו. דברי ההסבר בהצעת החוק הממשלתית¹³ מבוססים ברובם על הפרק הראשון בדו"ח הוועדה, הכולל את מגמות היסוד של הצעת החוק, ודברי ההסבר לפרקי החוק השונים. לאחר הקריאה הראשונה במליאה, עברה ההצעה לוועדת חוקה וחוק ומשפט, ומונתה לשם הכנתה לקריאה שנייה ושלישית ועדת משנה מיוחדת, בראשות חבר הכנסת דן מרידור ולאחר מכן חבר הכנסת אליעזר (מודי) זנדברג, שתפקידה היה לדון בפירוט בהצעת החוק. בוועדת המשנה התקיימו הדיונים על כל אחד מסעיפי הצעת החוק, והם שונו בהתאם להערות שהתקבלו מגורמים חיצוניים שליוו את דיוני הוועדה, מחברי הכנסת ולעיתים גם מיוזמתנו, כשהדבר נדרש.

⁷ הצעת חוק החברות, בעמ' 2.

⁸ ראו: משרד המשפטים דו"ח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש 8 (1994) (להלן: דו"ח ועדת ברק).

⁹ דו"ח ועדת ברק, לעיל ה"ש 8, בעמ' 13.

¹⁰ חברי הוועדה הנוספים היו: עמיהוד בן פורת, מאיר גבאי, יוסף גרוס, מאיר חת, אליהו לחובסקי וזאב שר.

¹¹ לאחר פרישתה של גבי עליזה אליצור, שכינה כמרכזת הראשונה של הוועדה.

¹² סיעו בדיה של דוידה (דידי) לחמך-מסר בעבודה על גיבוש חוק החברות, על תיקונו הרבים, תחילה הגב' מיכל אגמון-גונן,

שסייעה לה גם בריכוז עבודת ועדת ברק, ולאחר מכן מר ערן רוזמן והגב' מרים אילני.

¹³ הצעת חוק החברות פורסמה ב'23 לאוקטובר 1995.

בתום דיוני ועדת המשנה חזרה הצעת החוק המתוקנת למליאת הוועדה, שדנה בנושאים שנותרו במחלוקת, הכריעה בהם בהצבעה בין חבריה והעבירה אותה למליאת הכנסת לקריאה שנייה ושלישית.¹⁴ החוק פורסם במאי 1999, אך בשל מורכבותו והסתמכות המשק על הדין הקיים, נקבע בסעיף 377 כי החוק לא ייכנס לתוקף עם פרסומו ברשומות כנהוג במרבית דברי החקיקה, אלא ביום 1 בפברואר 2000. עם פרסומו החלו דיונים רבים בתקשורת באשר לתוכנו והשפעתו על החברות הקיימות בישראל, ואף התעוררה סביבו סערה ציבורית. עד כדי כך, שזמן מה לפני כניסתו של החוק לתוקף, בעת שהתנהל משא ומתן דיפלומטי אינטנסיבי בין ישראל להנהגה הפלסטינית בקמפ דיוד שבארצות הברית¹⁵ בראשות ראש הממשלה דאז, אהוד ברק, ובהשתתפות היועץ המשפטי לממשלה דאז, אליקים רובינשטיין, נתבקשתי להסביר במסמך מפורט שנשלח לארצות הברית מדוע אין לדחות את כניסת החוק לתוקף. לימים התברר לי שבקשה זו באה על רקע לחצים של גורמים שונים מקרב הקהילה העסקית לדחות את כניסת החוק לתוקף.

בתשובתי שנשלחה אז בדחיפות לקמפ דיוד, פירטתי מדוע אין לדחות את כניסת החוק לתוקף וצינתי כי הערות כל הגורמים הרלוונטיים נשמעו במהלך החקיקה ונדונו בפירוט בוועדת המשנה וחלקן אף התקבלו. כמו כן הודגש כי את הדיונים בכנסת ליוו איגוד התעשיינים, לשכת עורכי הדין וחברות וגופים שונים במשק. לפיכך, משהתקבל החוק בכנסת כדין ונקבע בו מועד תחילה בפברואר 2000, אין כל סיבה לשנות זאת.

אחד מהטיעונים המרכזיים שהועלו נגד כניסת החוק לתוקף היה כי לאור חדשנותו, יבחרו אנשים רבים בישראל להתאגד בדלוור וכי כל החברות מעתה "יברחו לדלוור", ולכן מדובר בתקלה שיש למנוע אותה על ידי דחיית כניסת החוק לתוקף. בפועל, כמובן שזה לא קרה, לא זו אף זו, רעיונות רבים מתוך חוק החברות הוצגו לימים בפני ארגון ה-OECD וזכו להכרה חיובית.

גם היום אני סבורה שחוק החברות הוא חוק מודרני הכולל חידושים חשובים לתקופתו וגם לימינו אלה, אך יחד עם זאת, אין מניעה לשנותו ולהתאימו ככל שנדרש לשינויים המתחוללים כיום, תוך שמירת האיזון הנדרש גם להגנה על בעלי המניות בכלל ומקרב הציבור בפרט.¹⁶

מדוע היינו זקוקים לחוק ועל איזה צורך הוא בא לענות? הרי מדובר לכאורה במודל חוק חברות חדש וייחודי לישראל.

בדו"ח הוועדה מוסבר בפירוט מדוע יש צורך בחוק חברות חדש. הנימוקים הם מגוונים. המטרה המרכזית הייתה לחוקק חוק קודיפיקטיבי אשר מכיל את ההלכות שנקבעו עם השנים בפסיקה, כמו למשל בסוגיית קיפוח בעלי מניות. בנוסף, היה מקום לחוקק חוק המתאים לתקופה המודרנית ולמציאות הקיימת, על בעיות הממשל התאגידי המאפיינות אותה, ולא לתחילת המאה הקודמת, בדומה לחוקי חברות חדשים שנחקקו במדינות רבות בעולם. מאז גיבוש פקודת החברות, שעיקרה עסק בחברה הפרטית במסגרת הרעיון של האישיות המשפטית הנפרדת כחדשנות המרכזית של דיני החברות, חלו שינויים מפליגים, בעיקר עם התבססותה של החברה הציבורית, אשר לה מאפיינים שונים. הבעיה העיקרית בחברה הציבורית היא בעיית הנציג. משכך, ניתן לראות שמרבית ההוראות המחייבות בחוק החברות שאין להתנות עליהן, מטרתן להתמודד עם בעיית הנציג בחברה הציבורית.

¹⁴ ראו: הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ד"כ התשנ"ט. הקריאה השנייה והקריאה השלישית התקיימו ב-19 באפריל. במהלך הצגת הצעת החוק לקריאה השנייה והקריאה השלישית אמר יושב ראש הכנסת ח"כ דן תיכון כדלקמן: "זהו חוק חשוב במיוחד, רבתי, עלפיו תחיה כלכלת ישראל במשך 20 שנה לפחות."

¹⁵ ארכיון המדינה – אוצר שכולו ידע archives.gov.il.
¹⁶ ראו גם: דידי לחמן מסר ורוני טלמור "1999 – חוק החברות התשנ"ט – חוק ישראלי – אז והיום" **משוד המשפטים** (2019) www.gov.il/he/Departments/publications/reports/roots_1999_2.

הרבה מדינות עסקו בבעיות החדשות שנוצרו, לא כולן טיפלו בהן במסגרת חוק החברות. מהו הייחוד של הליך חקיקת חוק החברות?

הליך החקיקה בכלל הוא תהליך מרתק, אשר ניתן להשקיף עליו כעל סוג של אינדוקציה – הסתכלות על התופעות עימן יש להתמודד, ובכלל זה עם כשלי השוק, תוך חיפוש אחר הכלל המשפטי שימנע או יצמצם את נזקיהן ויקבע את ההסדר המתאים למצבים אלה. לאחר גיבוש הכלל המשפטי שנראה מתאים, יש לעבור לשלב הבא, והוא בדיקת היישום שלו הלכה למעשה, שזו מעין פעולת דדוקציה. במהלך עבודת הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש תהליך זה היה מורכב ונבחן כל פעם לפי שתי גישות שאפיינו את עבודת הוועדה. האחת, הגישה הכלכלית למשפט, בהובלתו של פרופ' פרוקציה וכפי שהיא באה לידי ביטוי בעבודתו,¹⁷ והשנייה, גישתו של השופט ברק, הנשענת על עקרונות המשפט האזרחי בכלל, ודיני החוזים בפרט. ניתן לראות יסודות משותפים לשתי הגישות – השופט ברק משתמש בעקרון תוס' הלב ופיתוחו במצבים רגילים ובמצבי קיצון כגון קיפוח, ואילו פרופ' פרוקציה מתמקד בגישה הדוגלת בהסדרת כשלי השוק.¹⁸

הגישות השונות הובילו לא פעם לוויכוחים בתוך הוועדה, כמובן בנועם הליכות. למעשה, כאשר שתי הגישות עלו בקנה אחד והובילו לאותה תוצאה, לא היו ויכוחים. בדו"ח הוועדה נאמר כי לגבי 3 סעיפים בהצעת הוועדה הייתה מחלוקת בין החברים, וההצעות של חברי הוועדה שחלקו על ההצעה שהתקבלה מופיעות בדו"ח.¹⁹ אחד מהנושאים שהיו במחלוקת עסק ביחס שבין סמכויות המנהל הכללי לסמכות הדירקטוריון ובשאלה למי תהיה הסמכות השיורית. בדו"ח הוועדה, בסעיף 144, מופיעה ההצעה לפיה הסמכות השיורית בענייני ניהול וביצוע תהיה של המנהל הכללי, ואילו אחד מחברי הוועדה הציע שהסמכות השיורית תהיה של הדירקטוריון, שיהיה מוסמך להפעילה.²⁰ עם זאת, חשוב לציין שבכל יתר הנושאים הגיעו החברים לעמדה משותפת אחת. ניתן לנמק זאת, בין היתר, בכך שמקום בו דיני החוזים למשל קובעים הסדר מחייב, כגון במקרה של חוזה בלתי חוקי,²¹ ניתן להסביר זאת גם באמצעות התאוריה הכלכלית למשפט, מאחר שניתן לראות במצב זה גם סוג של כשל שוק, אשר יש למונעו באמצעות חקיקה. זאת ועוד, ביסוד דיני החוזים וביסוד התאוריה הכלכלית עומד רצונו של הפרט והאוטונומיה שלו, כחלק מתפיסה ליברלית והומניסטית. כך, גם בגישה החוקתית וגם בגישה הכלכלית למשפט ניתן למצוא את החשיבות של חופש העיסוק וזכות ההתאגדות, כך שהמכנה המשותף בין הגישות השונות קיים ומוצא את ביטויו גם בחוק החברות.

האם היו קבוצות אינטרס ולוביסטים שבלטו בהשפעתם על עבודת הוועדה?

את דיוני ועדת החוקה בכנסת, כמו גם את דיוני ועדת המשנה, ליוו גורמים בעלי עניין והמייצגים שלהם. זכור לי למשל שאת התאחדות התעשיינים ייצג פרופ' עמרי ידלין. לא זכורים לי לוביסטים שנכחו בישיבות, כיוון שהדבר לא היה מקובל בתקופה זו.

כמו כן, נציגי לשכת עורכי הדין, שלה מעמד קבוע בהליכי חקיקה בוועדות הכנסת, ליוו גם את דיוני הצעת חוק החברות. ניתן היה לעיתים לתהות, את מי מייצגים נציגי לשכת עורכי הדין המופיעים בוועדה בנושאים

¹⁷ ראו: אוריאל פרוקציה **דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה** (1989).
¹⁸ באשר לגישת פרופ' פרוקציה ראו בספרו: שם, בעמ' 17 – 20. ראו גם גישות נוספות במאמרה של ד"ר אירית חביבסגל "על מהותה של החברה המסחרית" **עיוני משפט** יט 13 (1995).
¹⁹ ראו: ההצעות החולקות היו לגבי סעיפים 70, 144 ו-167 לחוק החברות. ראו: **דו"ח ועדת ברק**, לעיל ה"ש 8, בעמ' 2, 38, 55 ו-60.

²⁰ ראו: שם, בעמ' 2 ו-55 הצעת הוועדה: "144(א) למנהל הכללי תהינה כל סמכויות הניהול והביצוע שלא הוקנו בחוק או בתקנון לאורגן אחר של החברה, אך הוא יהיה נתון לפיקוחו של הדירקטוריון וכפוף להנחיותיו" ובסוגריים מופיע: "[חבר הוועדה מציע לקבוע כי סמכויות המנהל הכללי יהיו אלו שהוקנו לו בחוק, בתקנון או בידי הדירקטוריון, וסמכות שלא הוקנתה כאמור תופעל בידי הדירקטוריון]".

²¹ ראו: סי' 30 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.

בהם קיימת מחלוקת בין בעלי שליטה לבעלי מניות מקרב הציבור למשל, או בין בעלי מניות לנושים. גם לשכת רואי חשבון, איגוד החברות הנסחרות בבורסה ונציגי איגוד הבנקים היו מיוצגים בוועדה. ניתן לומר כי את דיוני הוועדה ליוו כל הגופים הרלוונטיים שעשויים להיות מושפעים במישרין מן החוק. בדיונים לא מעטים נכח יושב ראש הוועדה בלבד, ובאחרים נכחו גם כמה חברי כנסת נוספים שליוו את דיוניה. ההערות של כל הגורמים ובעלי העניין שהגיעו לוועדה נשמעו תמיד, ואנו התבקשנו להגיב עליהן ולעיתים אף הסכמנו לקבלן, וההצעה שונתה בהתאם. מדובר היה בעבודת חקיקה יעילה ואיכותית.

האם היה הסדר או סעיף מסוים בחוק שאת באופן ספציפי "נלחמת" עליו או תמכת בו מאוד?

כן, ראיתי חשיבות רבה בקביעת חובת ההגינות על בעל שליטה בחברה כמו גם על בעלי מניות במצבים מיוחדים.²² מעניין בהקשר זה לציין שבהצעת הוועדה, כפי שמופיעה בדו"ח הוועדה, ובעקבות זאת גם בהצעת החוק הממשלתית, הוצע לקבוע כי כלל בעלי המניות חבים בחובת ההגינות.²³ ואולם במהלך הדיונים בכנסת לא התקבלה הצעה זו, והתקיים דיון האם להותירה לגבי בעל השליטה או כל מי שבכוחו לשנות את יחסי הכוחות בחברה.²⁴ עמדתי הייתה חד-משמעית בעד קביעה כאמור. המתנגדים טענו שחובת תום הלב מתעצמת ככל שאדם מחזיק יותר מניות, לכן, אין צורך בחובת ההגינות. גישתי הייתה שונה, וחשבתי שצריך לקבוע חובה מפורשת וזאת גם בהסתמך על פסק הדין החשוב בעניין **קוסוי**.²⁵ חובת ההגינות נותנת ביטוי לתפיסה לפיה מעמדו של בעל שליטה, כמו גם מעמדם של בעלי מניות בעלי מעמד מיוחד מכוח התקנון או כתוצאה מיחסי כוחות מסוימים, משנה את היקף אחריותם כלפי החברה ומטיל עליהם אחריות מעבר לזו המתבטאת בחובת תום הלב, ולכן ניסיתי לשכנע בצורך לעגן אותה בחקיקה כפי שמופיעה היום בסעיף 193.²⁶

סעיף נוסף שהיה בעיניי חשוב ביותר הוא סעיף 11 לחוק שנושאו תכלית החברה, על שני חלקיו.²⁷ נוסח הסעיף היה מאוד חשוב בעיניי בהיותו מגבש תפיסה חדשה באותה עת. ראיתי בו את המצפון והמצפן של חוק החברות. מעניין שהסעיף לא זכה להתייחסות משמעותית בפסיקה, וכך נותרה פתוחה השאלה האם תכלית החברה זהה לטובת החברה. אציין כי לגישתי התשובה לכך היא חיובית. על נושאי המשרה, למשל, לפעול לטובת החברה, ומושג זה נכון שיתפרש לפי תכליתה של החברה. במהלך החקיקה פעלתי גם להוספת סעיף 11(ב),²⁸ המאפשר להקים חברות לתועלת הציבור, כלומר חברות שלהן מטרות ציבוריות ותקנון אוסר על חלוקת רווחים.

האם סעיף התכלית השתנה בתהליך החקיקה?

כן, הוא השתנה. הצעת החוק, בהמשך להצעת הוועדה, קבעה כי תכלית החברה היא "לפעול על פי שיקולים עסקיים". במהלך החקיקה התווספו המילים "להשאת רווחיה", המשקפות את הגישה הכלכלית לחברה

²² ס' 193 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

²³ כך בדו"ח ועדת ברק, לעיל ה"ש 8, בס' 222 בהצעת הוועדה: "בעל מניות ינהג בהפעלת זכויותיו ובמילוי חובותיו בתום לב ובהגינות כלפי החברה וימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה". בהצעת החוק הממשלתית מופיע נוסח זהה בסעיף 227, ובדברי ההסבר שהופיעו בדו"ח הוועדה נכתב: "לפי פסיקתנו של בית המשפט העליון, ניתן להחיל חובה דומה גם על בעלי מניות דומיננטיים בחברה. בית המשפט העליון טרם נזקק לסוגיה האם חלות חובות דומות גם על בעלי מניות שאינם דומיננטיים. ההצעה משקפת עמדה עקרונית לפיה יש להשיב על שאלה זו בחיוב" ראו: דברי הסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 70, 2432.

²⁴ לעיתים קוראים לבעל מניות זה – בעל מניות פיבוטלי.

²⁵ ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253 (1984).

²⁶ עוד על חובת ההגינות – ראו: עמיר ליכט "כוח גדול ואחריות גדולה: קווים לאחריותו של בעל שליטה בחברה" ספר יורם דנציגר (לימור זרְגוטמן ועידו באום עורכים, 2019); עמיר ליכט דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 100, 158, 172 (2013) (להלן: ליכט דיני אמונות).

²⁷ ס' 11 לחוק החברות.

²⁸ ס' 11(ב) לחוק החברות.

המסחרית וגם את התפיסה החדשה שמובאת בחוק החברות, השונה מזו הקיימת בדין האנגלי או האמריקאי, לפיה קיום החברה ותכליתה אינם מתמקדים רק בטובת בעלי מניותיה, אלא בעקרון השאת הרווחים של החברה עצמה. כך, לא כל פעולה לטובת בעלי המניות היא פעולה לטובת החברה, ולעומת זאת ניתן לטעון שכאשר החברה פועלת להשאת רווחיה, גם בעלי המניות נהנים, אך כתוצאה, ולא כמטרה.²⁹ והינה, לאור העובדה שהוספו מילים אלה, עלתה השאלה האם ניתן יהיה להקים חברות שאינן פועלות להשאת רווחים? כלומר, חברות הפועלות למטרות ציבוריות, ואשר אסור להן לחלק רווחים לאור הקבוע בתקנון. אומנם בישראל ניתן להקים עמותות, אך השאלה שעלתה היא האם ניתן יהיה להקים גם חברות הפועלות שלא למטרת השאת רווחים? עמדתי הייתה חד-משמעית כי יש לאפשר את דרך ההתאגדות לפי חוק החברות גם לחברות שאינן פועלות להשאת רווחים, וזאת לאור העובדה שמדובר בחוק מודרני ששונה מחוק העמותות במובנים רבים ומתאים גם לפעילות של תאגיד הפועל למטרות ציבוריות בלבד. עמדתי התקבלה, וכתוצאה מכך התווסף סעיף 11(ב) לחוק החברות, ובעקבותיו קמה האפשרות להקים חברות שאנו מכירים כיום, והן החברות לתועלת הציבור. גישתי הייתה והיא, כי מן הראוי שיהיו בפני היזמים של פעילות למטרות ציבוריות גם האפשרות להתאגד בחברה, לאור העובדה שחוק החברות הוא חוק מודרני ומתאים גם לתאגיד הפועל למטרות ציבוריות. כך, למשל, בחברה לתועלת הציבור יש בעלי מניות, ולא חברים, וניתן למנות דירקטורים שאינם בעלי מניות, בעוד שבעמותה חברי הוועד חייבים להיות מקרב חברי העמותה, ועוד. בהמשך, עסקתי רבות בתיקון מיוחד לחוק החברות שעניינו הסדרת פעילותן של חברות לתועלת הציבור.³⁰ תיקון זה נדרש מאחר שבתחילת הדרך, ההסדרה התמצתה למעשה רק בסעיף 11(ב) והייתה חסרה. כך, למשל, נמסר לנו כי היו מקרים שבהם המייסדים ניצלו את העובדה שניתן לתקן את תקנון החברה בקלות רבה, באספה הכללית. כתוצאה מכך היו מקרים שבהם הקימו חברות למטרות ציבוריות, קיבלו תרומות ואז בעלי המניות שינו את התקנון באופן המאפשר חלוקת רווחים, וחילקו את התרומות כדיבדנד. מסיבות אלה ונושאים נוספים תוקן חוק החברות בתיקון מקיף המסדיר את פעולתן של חברות לתועלת הציבור.

הזכרת קודם לכן שראית חשיבות בקביעת חובת ההגינות בחקיקה, עוד לפני כעשרים שנים. נשמח שתסבירי מהי התפיסה שלך בנוגע לחובת ההגינות אשר הפסיקה לגביה מועטה.

חובת ההגינות שנקבעה בחוק חלה על בעלי מניות במצבים מיוחדים ומוטלת עליהם רק כלפי החברה. זאת בניגוד לחובה לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת החלה על בעלי המניות כלפי החברה, אך גם ביחסים בינם לבין עצמם.³¹

לגישתי, קיים קו החוצץ בין חובת הזהירות של נושא משרה מצד אחד, לחובת האמונים של נושא משרה מצד שני, וביניהם, נוטה לכיוון של חובת האמונים, נמצאת חובת ההגינות של בעל מניות שליטה ובעלי מניות אחרים הקבועה בסעיף 193 לחוק. שתי החובות האלה, האמונים וההגינות, בניגוד לחובת הזהירות, נטועות במצבים בהם לצד אחד יש כוח עודף בחברה וכלפיה. במקרה של נושאי המשרה, כוח זה מאפיין גם את

²⁹ ראו גם: רביב לוי ורון מס "מבט נוסף על המונח "השאת רווחים" משפט ועסקים (2018) idclawreview.org/2018/11/28/levy_maas; וכן על הגישה המעיקר הקניינית: אירית חביביסגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך ב 70-71 (2004); ובפסיקה ראו: ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ (פורסם בנבו, 21.01.2009).

³⁰ חוק החברות (תיקון מס' 6), התשס"ז-2007, ס"ח התשס"ז, בעמ' 332.

³¹ כאמור בדו"ח ועדת ברק ובהצעת החוק, חובת ההגינות חלה על כל בעלי המניות גם בינם לבין עצמם. ראו: ס' 227 להצעת חוק החברות.

בעיית הנציג, ואכן רבים רואים את מקור חובת האמונים בדיני הנאמנות, בשל חובתו של ה"נציג" לפעול לטובת המטרה המשותפת – החברה. לגישתי גם חובת ההגיונות נובעת מתפיסות בדיני הנאמנות, אך גם מדיני חוזים.³²

זאת ועוד, הלכת קוסוי, או סוגיית "המכירה החובלת", בה נקבעה לראשונה חובת בעל השליטה בישראל, אשר לאחרונה נדונה שוב בפסיקה,³³ מהווה מקרה מיוחד, אך אינה המקרה היחיד או המובהק המאפיין את חובת ההגיונות הקבועה בחוק החברות. לגישתי, חובת ההגיונות בחוק החברות עוסקת בכוח שיש לבעל המניות בעמדה מסוימת כלפי החברה, והיא נגזרת מהדינים הכלליים שמכוחם קמה גם חובת האמונים,³⁴ ואולם חובה זו פחותה בעוצמתה מחובת האמונים של נושא המשרה, מאחר שהיא מתירה לבעל המניות לשקול את האינטרסים האישיים שלו. חובה זו נובעת מתפיסה חברתית מוכרת לפיה עם הכוח באה האחריות.³⁵

כך, כאשר לבעל מניות עמדת כוח מיוחדת שאין לבעל מניות אחר, וביכולתו לפעול למען עצמו, אך באופן הפוגע, או העלול לפגוע, בחברה, הוא אינו רשאי להתעלם מההשפעה שיכולה להיות לשימוש בכוחו על החברה ועליו לפעול באופן שממזער את הפגיעה בחברה. ניתן לתאר זאת גם בגישה הכלכלית למשפט – המשפט יצר את האפשרות ליזמים להקים את האישיות המשפטית הנפרדת, שהיא החברה, אשר מרגע הקמתה יש לה קיום עצמאי. חובת ההגיונות באה להתמודד עם מצבים בהם תיתכן פעולה של בעל מניות הנמצא בעמדת כוח מיוחדת למען עצמו תוך שימוש בכוחו, אך לפעולה זו יש "השפעה חיצונית" מזיקה לחברה. החברה, ככזו, אינה יכולה בעצם להתגונן או לגרום לבעל המניות "לשלם" את המחיר של ההשפעה המזיקה. לגישתי, עבור מצבים אלה נקבעה חובת ההגיונות, אשר מחייבת את בעל המניות, אשר נתון לו כוח מיוחד דרך כלל או לעניין מסוים, לשקול גם את ההשלכות של פעולותיו על החברה עצמה ולבחור בדרך הממזערת את הפגיעה בחברה. העובדה שלבסוף נקבע כהצעת הוועדה כי הפרתה מזכה בתרופות על הפרת חובת האמונים, בשינויים המחויבים, מחזקת גם את היחס בין חובת ההגיונות לחובת האמונים.³⁶ זהו, לגישתי, הרעיון העומד מאחורי חובת ההגיונות.

בפסק הדין שניתן לאחרונה בעניין פויכטונגר,³⁷ העוסק במצב שבו התבצעה מכירה חובלת, מציינת כבוד השופטת וילנר שכל עוד לא מדובר בעצימת עיניים, לא נדרשת בחינה בדבר ידיעותיו של נושא המשרה על הרוכש וכוונותיו. נראה שכב' השופטת סבורה שחובת הזהירות עומדת ביסודה של חובת ההגיונות. לגישתי כאמור, חובת ההגיונות נטועה בדיני החוזים ודיני הנאמנות. שכן, חובת הזהירות עוסקת בשאלה כיצד עלי לנהוג כלפי אדם זר, או כיצד עלי לנהוג כדי שלא תיגרם תאונה. לעומת זאת, חובת ההגיונות נוגעת לשאלה כיצד עלי לנהוג בחברה בה יש לי כוח מיוחד משמעותי גדול משל שותפי האחרים, ובכוחי לפעול באופן שיפגע בחברה, מבלי שלה יכולת למנוע את פעולתי. אלה הם מצבים הנגזרים מדיני החוזים ודיני

³² ניתן לראות התייחסות מפורשת לכך בדו"ח ועדת ברק, לעיל ה"ש 8, בעמ' 194–195.
³³ ע"א 7657/17 הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (פורסם בנבו, 18.6.2020) (להלן: עניין פויכטונגר).

³⁴ עמיר ליכט "יחסי אמונות בתאגיד – חובת האמון" משפט ועסקים יח 231 (2014).
³⁵ בדו"ח ועדת ברק מופיעים הדברים הבאים, ביחס לקביעת חובת ההגיונות על כלל בעלי המניות כלפי החברה ובינם לבין עצמם: "כלל רחב הוא בדיני האמון (The Law of Fiduciary Relationship) כי כאשר מפקידים את השליטה ברכושו של אדם אחד, בידי אדם אחר, חייב אותו אחר להפעיל את שליטתו בנאמנות: כח ללא אחריות משול להפקרות... אין לפרש נורמה זו (לפעול בהגיונות) כאילו תבעה מבעלי המניות להפעיל את כוחם באופן אלטוראיסטי, או תוך שלילת זכותם להביא בחשבון את האינטרסים של עצמם ולקדם אותם, אך גם אסטרטגיות המונעות ביסודם על ידי אינטרסים עצמיים יש לנהל ביושר ובהגיונות" דו"ח ועדת ברק, לעיל ה"ש 8, בעמ' 194.

³⁶ ראו: ס' 256 לחוק החברות.
³⁷ עניין פויכטונגר, לעיל ה"ש 33.

האמונים.³⁸ העובדה שניתן למצוא התייחסות לשימוש בכוח גם בדיני הקניין, וכי כוחו של בעל המניה נובע מזכות חוזית שהיא חלק מקניינו, אינה צריכה להטות את הכף בתחום דיני החברות, שכל כולו נטוע עמוק בדיני החוזים המסדירים את היחסים בין בעלי המניות לבין החברה ובינם לבין עצמם.

חובת ההגינות היא חובה חדשה שנקבעה בחוק, ולא הוגדרה. כמו כן אנו רואים שחוק החברות רווי במושגי שסתום שכל אחד יכול לפרש באופן שונה. כך, למשל, במאמרו בחוברת מצביע פרופ' פרוקצ'יה על כך שאולי היה נכון לתת כללים ומבחנים נוחים וספציפיים לבחינת מצב של מימון דק.³⁹ מה דעתך בנושא – האם יש מושגים שאת מתחרטת עליהם והיית רוצה לפרט על אודותיהם?

כידוע, בחקיקה הישראלית שזורים מושגי שסתום רבים: בדיני החוזים, בדיני הקניין וכמובן בפקודת הנזיקין. המטרה היא שבתו המשפט יפרשו מושגים אלה, כי קשה עד בלתי אפשרי לפרט את כל המקרים ולקבוע מה היה הדין המתאים בכל סיטואציה. דברים אלה נכונים גם בנושאים אחרים בחוק החברות, בהם נקבעו מונחי שסתום, כגון בנושא של הרמת מסך. השאלה המעניינת היא האם מונחי השסתום אכן מגיעים לפרשנות של בתי המשפט. שאלה זו קשורה לסוגיית האכיפה של חוק החברות, בה אדון בהמשך.

ראוי לציין כי גם כאשר נקבעות הגדרות למונחים מסוימים, לא תמיד הן פותרות את כל המצבים. כך למשל בנושא החשוב של שמירת ההון וחלוקה. המונח "רווחים" הוגדר כיתרת עודפים על פי הדו"חות הכספיים המותאמים שנערכו לפי כללי החשבונאות המקובלים (ראו סעיף 4). עם שינוי כללי התקינה החשבונאית ומעבר לכללי ה-IFRS, התעוררה הסוגיה מה דינם של רווחי שיערוך, כלומר בסכומים שמקורם אינו בפעילות החברה, אלא בשינוי דרך החישוב של נכסים, והאם ניתן לחלק דיבידנד מרווחים הנובעים אך ורק כתוצאה משיערוך של אותם נכסים אשר בעבר נקבעו להם ערכים נמוכים יותר. לעמדתי, היה נכון לתקן את החוק באותו הזמן ולקבוע שבמסגרת מבחן הרווח לא ניתן לכלול רווחי שיערוך, ולפיכך לא ניתן לחלקם כדיבידנד. אנחנו רצינו לפעול בנושא, אך למיטב זיכרוני הדבר לא צלח עקב התנגדות רשות ניירות ערך שעמלה באותה עת רבות לעיגון התקינה החשבונאית החדשה.⁴⁰

שאלה: מדוע תוקן חוק החברות מספר כה רב של פעמים?

העובדה שיש בחוק החברות תיקונים משמעותה שהעושים במלאכה נמצאים עם יד על הדופק. מקום בו נדרש תיקון, שינוי או הבהרה, יש לפעול באופן מיידי, כמו גם אם חלים שינויים מהותיים בגישה המשפטית לנושאים מסוימים. כך, למשל, היה בסוגיית הרמת המסך בכלל, ובכל הנוגע לאפשרות הרמת מסך כלפי נושאי משרה בפרט. בחוק המקורי, כמו גם בהצעת החוק ובדו"ח הוועדה, היה נוסח אחר בסוגיית הרמת

³⁸ ראו את רשימתו של ע. ליכט בעקבות פסק הדין: עמיר ליכט "כמה דינים כבר אפשר להמציא בכלל – דמותן החדשה של חובות ההגינות של בעל שליטה" **נקודה בסוף משפט** 21.6.2020 www.amirlicht.wordpress.com/2020/06/21/177

³⁹ אוריאל פרוקצ'יה "הנחות היסוד של חוק החברות במבט לאחור" **המשפט** כו (צפוי להתפרסם ב-2020) (להלן: פרוקצ'יה "הנחות היסוד").

⁴⁰ לאחרונה הסכימה ככל הנראה רשות ניירות ערך כי יש מקום לתיקון החקיקה, אך הנושא לא התקדם. ראו ידיעה: אורן פרוינד "חוק איסור דיבידנדים על רווחי שיערוך הורדם בשמירה" **כלכליסט** 8.1.2017 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3705307,00.html; וראו גם דיון מקיף בסוגיה: פורום שווי הוגן "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?" דיון במסגרת תוכנית בחשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים, המרכז הבינתחומי הרצליה, 8.7.2014 portal.idc.ac.il/he/schools/business/fvf/documents/summaryjuly.pdf

וכן ראו פסק הדין בעניין תנ"ג (כלכלית) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ** (פורסם בנבו, 18.7.2019); והערת פסיקה: מתן זיגל "חישוב הסכומים הראויים לחלוקה על פי סעיף 302 לחוק החברות" **משפט ועסקים** (2020) idclawreview.org/2020/02/04/zigel

מסך, וכן הייתה אפשרות של הרמת מסך כלפי נושאי משרה. זמן קצר לאחר שהחוק נכנס לתוקף, קמה ביקורת חריפה בטענה שמדובר בנורמה שאין לה אח ורע בדיני חברות ותוצאותיה מזיקות ביותר, למשל נטען שאם החובה תיוותר בעינה, קיים חשש להתאגדות חברות בישראל. שוכנעתי כי התועלת שאולי הייתה לנורמה מסוג זה אינה מוצדקת, לאור חוסר הבהירות שהיא יוצרת בחיי היומיום, ופעלתי במהירות לתיקון החקיקה. תיקון אחר עליו הרחבתי לעיל נדרש על מנת להסדיר את פעולתן של חברות לתועלת הציבור. כל תיקון וסיבותיו ועיקרו התאמת החוק למציאות המשתנה ולצורכי העיתים.

במאמר שכתבת בעבר (עם השופטת אגמון גונן)⁴¹ הסברת שבחוק החברות ישנה הנחת יסוד מרכזית, לפיה אכיפה צריכה להיות פרטית. האם הנחה זו מוצדקת לדעתך בראי השנים?

השאלה מי צריך לאכוף את דיני החברות זכתה לדיון מעמיק בוועדה. בפקודת החברות היו עבירות פליליות לא מעטות והן לא נאכפו. גם לפי הגישה הכלכלית למשפט וגם לפי גישת דיני החוזים, ההנחה היא שהצד הנפגע אמור לאכוף את הדין ולתבוע את הנזק שנגרם לו, וככלל אין מקום לקבוע במקרים של יחסים בין בני אדם, בעלי אופי אזרחי-כלכלי, עבירה פלילית. זאת ועוד, בחוק החברות הוענקו במפורש לבעלי המניות זכויות כמו גם אפשרויות אכיפה. החוק הרחיק לכת ואף העניק זכות תביעה לדירקטור.⁴²

המציאות מאז חקיקת החוק מראה לנו כי, בכל הנוגע לסוגיית האכיפה של הוראות חוק החברות, בין אם עסקינן באכיפת זכויות של בעלי מניות, או הפרת חובות של נושא משרה, בפרט בחברות ציבוריות, קיימות כמה בעיות מהותיות.

הבעיה הראשונה היא מבנית ונעוצה במבנה שוק ההון. בישראל, כמו במדינות רבות בעולם, מרבית המניות של החברות הציבוריות מוחזקות בידי הגופים המוסדיים,⁴³ שהן חברות המנהלות את כספי הציבור בקרנות הפנסיה, קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הנאמנות. החברות המנהלות נשלטות בידי בתי ההשקעות, שחלקם הם חברות ציבוריות בעצמם. מיעוט מניות מוחזק גם על ידי קרנות גידור, ורק מיעוט קטן מוחזק בידי יחידים שאינם בעלי שליטה או בעלי עניין בחברות אלה, קרי, בעלי מניות שהם ממש "מקרב הציבור". לאור מבנה זה, נשאלת השאלה האם לגופים המוסדיים, המחזיקים בזכויות מכוח המניות שנרכשו על ידם, עבור המשקיעים מקרב הציבור, יש תמריץ להגיש תביעות בשל הפרת הוראות החוק, למשל בעסקאות בעלי עניין אשר קיים ספק אם הן אכן לטובת החברה, או במקרים של הפרת חובות זהירות או אמונים ועוד. המציאות בישראל נותנת לנו את התשובה לכך, והיא שלילית.⁴⁴ הסיבות להיעדר תביעות מצד הגופים המוסדיים גם כאשר נגרם נזק לחברה, ומכאן גם לציבור עבורו נרכשו המניות בחברה, יכולות לנבוע

⁴¹ מיכל אגמון ודוידה לחמרי-מסר "תיאוריית האכיפה בהצעת חוק החברות החדש" משפטים כ"ו 543 (2018).

⁴² ראו: סי' 267 לחוק החברות.

⁴³ ראו לעניין זה: אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309 (2018).

⁴⁴ עידו באום "המוסדיים לא יתבעו בשם החוסכים" TheMarker – משפט 4.3.2019; www.themarket.com/law/premium; 1.6995115. לוכן ראו לעניין זה: תומר גונן "רשות ני"ע: המוסדיים מפקירים את ההגנה על החוסכים" כלכליסט 6.8.2019. www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3767736,00.html

מטעמים שונים.⁴⁵ הטעם הבולט הוא היעדר תמריץ כלכלי. בדרך כלל הגוף המוסדי לא ירוויח מניהול התביעה, גם אם יזכה, סכום שיצדיק את מעורבותו בהליכים משפטיים ארוכים.⁴⁶

הבעיה השנייה אינה רק של הגופים המוסדיים, אלא של כל בעלי המניות, והיא סוגיית העלויות של התביעה, שהן גבוהות ובשל כך יוצרות חוסר כדאיות כלכלית לצעדי אכיפה מצידם של בעלי מניות, אלא אם כן עסקינן בנזקים בסכומים גבוהים במיוחד. הגשת תביעות בשל הפרת הוראות חוק החברות, בין בתביעה נגזרת או ייצוגית, היא פעילות ממושכת ויקרה. בהיעדר אינטרס כלכלי מצד הגופים המוסדיים, נותרת השאלה האם קיימים תמריצים מספקים לבעלי המניות מקרב הציבור. גם כאן התשובה הרווחת תהיה שלילית. ברוב המקרים קיים פער גדול בין הנזק לבעל המניות האינדיווידואלי, אשר לאור החזקותיו נזקו קטן, לבין עלות האכיפה, המושגת ככלל על הנפגע או נציגו. גם המנגנון של תביעת ייצוגית, והמימון שהוסדר בחוק ניירות ערך, אינו פותר את הבעיה.⁴⁷

בעיה נוספת ומהותית לא פחות היא היעדר המידע על היקף ההפרות והנזק שנגרם בעטין. גם סוגיית השגת המידע הנדרש לתביעה והקושי הרב לקבלו מהחברה היא בעיה מהותית.⁴⁸ ולבסוף, בחברות ציבוריות קיים פתרון פשוט בהרבה עבור בעל המניות ועבור הגוף המוסדי, והוא מכירת המניה. לסיכום, ניתן לומר שככלל לבעלי המניות אין תמריץ כלכלי אמיתי להגשת תביעה נגזרת או אפילו תביעה ייצוגית בשל הפרת הוראות החוק, אלא במקרים מיוחדים המתאפיינים בכך שסכומי התביעה היו משמעותיים ביותר. ואולם, גם במקרים אלה, לעיתים רחוקות תתקבל הכרעה שיפוטית שיש בה משום קביעת נורמות ופרשנות הדין.⁴⁹ בדרך כלל הצדדים יסכימו להתפשר בשלב מוקדם, מאחר שעניינו של בעל המניות או נציגו הוא כלכלי במהותו, וגם החברה, וחברת הביטוח אשר היא בדרך כלל הגורם המשלם, מעדיפות להתפשר מאשר לנהל את התביעה שנים ארוכות.

המסקנות ממצב דברים זה יכולות להיות שונות. יש שיאמרו שבמצב דברים זה היעדר אכיפה מלמד שזו התוצאה היעילה באותם מקרים, או כי קיימים מנגנוני שוק אחרים, ואילו אחרים יאמרו ההפך, שמצב דברים זה יוצר תמריץ להפרות ועוד. המסקנה היחידה עליה ניתן להסכים היא שהפרות של הוראות החוק במקרים רבים אינן נאכפות. עתה יש לתהות האם נדרשת פעילות אכיפה נוספת, מצד גורמים אחרים וגם מצד המדינה,⁵⁰ במקרים מהותיים ומשמעותיים, על מנת לייצר הרתעה מפני הפרות מסוימות ולהבטיח פעילות תקינה של החברות הציבוריות בישראל.⁵¹ לדעתי הגיעה העת לשקול זאת בחיוב. חשוב לציין בהקשר

⁴⁵ ראו: באום, לעיל ה"ש 44. יש לציין שקביעה זו נכונה בעיקר כלפי הגופים המוסדיים הקלסיים – קופות גמל, קרנות פנסיה וכדומה. בישראל יש מצב מיוחד בו קיים מספר קטן של גופים מוסדיים גדולים אשר הם בעצמם חברות ציבוריות, שלעיתים אף בהן תיתכנה הפרות של החוק, כך שתיתכן בעיית נציג בשוק ההון. במקרה נדיר אושרה תביעה ייצוגית על ידי גוף מוסדי, ת"צ (מרכז) 14144-05-09 **הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ נ' לנדמארק גרופ בע"מ (בפירוק)** (פורסם בנבו, 27.12.12), אשר הסתיימה בפשרה – ת"צ (מרכז) 14144-05-09 **הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ נ' לנדמארק גרופ בע"מ (בפירוק)** (פורסם בנבו, 5.9.17). יש לציין שקיימים מספר סוגים של גופים מוסדיים ועל תפקידם החשוב של הגופים המוסדיים ראו גם: *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance* (2011), <https://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf>.
⁴⁶ במצב דברים זה ניתן לחשוב על אפשרות שבה זכות התביעה תומחה על ידי הגוף המוסדי לאחר – למשל לארגונים בחברה האזרחית הפועלים בתחום.

⁴⁷ כך למשל קיים חוסר וודאות גדול האם הרשות תממן את התביעה – בשנת 2019 נראה שהרשות החליטה להעניק הוצאות מימון לשתי תביעות ייצוגיות בלבד. ראו מאתר רשות ניירות ערך: "החלטות מימון של תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות" www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Enforcement/Private_Informent/Pages/Fundation_Decision.aspx.

⁴⁸ ראו לעניין זה את מאמרו של רועי שפירא "להיות כמו דלור" **עיוני משפט** לד (צפוי להתפרסם ב-2020).
⁴⁹ לעיתים הפסיקה החשובה תהיה בשלב אישור התביעה הנגזרת, כמו בעניין **מעריב** – ת"ג (מרכז) 10466-09-12 **אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ** (פורסם בנבו, 9.8.2015) (להלן: **עניין מעריב**).

⁵⁰ השאלה תהא מי האוכף המתאים והאם נכון יהיה להרחיב את הסמכויות של רשות ניירות ערך, למשל במסגרת האכיפה המנהלית, גם למקרים של הפרות מהותיות של חוק החברות, כגון בעסקאות של בעלי עניין.

⁵¹ בכל הנוגע לחברות פרטיות, סוגיית ההפרות של החוק שונה במהותה, מאחר שהיא בדרך כלל רק בין צדדים ידועים אשר הם צד לתקנון. כמו כן, נקבעו סנקציות לחברות המפרות את הוראות החוק בכל הנוגע לתשלומי אגרות בתיקון מס' 2 לחוק החברות, שעיגן את תפיסת החברה המפרה שאינה זכאית לקבל שירותים. חוק החברות (תיקון מס' 2), התשנ"ט-1999, ס"ח 1914.

זה כי בחוק החברות נבחרה הגישה של אכיפה אזרחית על פני קביעת עבירות ואכיפה פלילית, ואיני סבורה שיש לשנות גישה זו, אך יש מקום לשקול אכיפה מנהלית, או גם גישות חדשניות לאכיפה אזרחית. כך, למשל, בהיעדר אכיפה מצד הגופים המוסדיים, המחזיקים במניות עברו הציבור, יש לשקול האם יש מקום לאפשר אכיפה בידי ארגוני חברה אזרחית, קליניקות למשפט וכיוצא בזה, בדומה להכרה בארגוני צרכנים בחוקים אחרים.⁵²

כיצד לדעתך משפיעה תופעת הריכוזיות במשק הישראלי על עיצוב הנורמות המשפטיות בחוק החברות ועל תופעת הפירמידות בפרט.

צריך להבחין בין מבנה קונצרני לבין בעיית הפירמידות של חברות ציבוריות שרווחה בישראל עד לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013.⁵³

מבנה קונצרני, הידוע גם כ"אשכול חברות", הוא תופעה רווחת במדינות רבות. ההסדרה של נושאים אלה בחקיקת דיני החברות שונה ממדינה למדינה.⁵⁴ השאלה העיקרית הנוגעת לדיני חברות המתעוררת באשכול חברות היא האם נושאי המשרה בחברות האשכול רשאים להעדיף את טובת האשכול על פני טובת החברה בה הם מכהנים. ועדת ברק דנה בנושא ובחנה את הדינים השונים, ולבסוף הוחלט שלא לחוקק דבר בנושא במסגרת חוק החברות.⁵⁵ גם במהלך החקיקה הנושא עלה, והצעתנו שלא לחוקק בנושא התקבלה, וזאת מהנימוק שאין לשנות מהותית את התפיסה שטובת החברה מצויה בבסיס חובות נושאי המשרה.

בתחומים אחרים אשכול חברות יכול לעורר בעיות של תחרות, והתפיסה המקובלת היא שההתמודדות עם בעיות אלה היא במסגרת דיני התחרות וההגבלים העסקיים, היינו, מקום שבאשכול חברות נוצר הגבל עסקי, ההתמודדות היא במסגרת דיני ההגבלים העסקיים. בארצות הברית הוחלט לעסוק בסוגיית האשכול גם בדרך נוספת, והיא דרך דיני המס. כך נקבעה חובת מיסוי דיבידנדים בין חברות המוחזקות בשרשור, ולכן פירמידות בשרשורים גדולים כמו בישראל פחות נפוצות שם.⁵⁶

הפירמידות הישראליות שהיו רווחות לפני החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות הן לא רק אשכול חברות, אשר יכול להיות מורכב מחברות פרטיות בלבד, אלא שרשרת אנכית של חברות ציבוריות כאשר חברה ציבורית אחת מחזיקה בחברה בת, וזו בנכדה ולעיתים בנינה. במעלה הפירמידה נמצאת בדרך כלל חברה פרטית הנשלטת בידי יחידים בשר ודם. כל החברות הנשלטות בידי חברת ההחזקות, ולעיתים גם היא עצמה, מגייסות כסף מהציבור, בין במניות ובין באיגרות חוב. מכאן שהמאפיין את הפירמידה הישראלית הוא בעיית המימון והמינוף, קרי, בפער שבין "ההון" של הציבור המושקע בחברות השונות לבין השליטה בידי היחיד במעלה הפירמידה.

⁵² ראו למשל פסק הדין של בית המשפט העליון שבו אושר לתנועת הצלחה להגיש תובענה ייצוגית בשל קיפוח בעלי מניות בעסקת מכירת השליטה של דלק. ע"א 4154/14 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן (פורסם בנבו, 16.5.2017).

⁵³ חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013.
⁵⁴ כך למשל בגרמניה יש הסדרה מיוחדת לקונצרן בדיני החברות.

⁵⁵ ראו: דו"ח ועדת ברק, לעיל ה"ש 8, בעמ' 13 לדו"ח. פרופ' גרוס, שהיה למוד ניסיון מתפקידו כמפרק כור, רצה להוסיף התייחסות גם לשיקולי אשכול חברות. התייחסות מקיפה לנושא קיימת בעיקר בדין הגרמני, אך ההסדר שם היה סבוך ולא התאים לייבוא לדין הישראלי. עוד על הדין הגרמני ראו: Alexander Scheuch, Konzernrecht: An Overview of the German Regulation of Corporate Groups and Resulting Liability Issues, 13(5) EUR. COMPANY L. 191 (2016).

⁵⁶ להרחבה, ראו: (Mar. 10, 2014) The Taxation of Dividends: Background and Overview https://www.everycrsreport.com/reports/R43418.html#_Toc382291689.

למשל: פלוני רכש חברת החזקות פרטית, אשר שולטת בחברות בנות, אשר הן מצידן מחזיקות בחברות נכדות וכך הלאה. כאשר אותו פלוני רצה להשיג מימון, הוא יכול היה תמיד לגייס הון בדרך הנפקת מניות בחברת ההחזקות, ואולם בנוסף, או במקום, חברת הבת יכולה הייתה לגייס כסף מהציבור במניות או באגרות חוב, וכך גם החברה הנכדה וכך הלאה. בדרך זו ניתן בהון קטן יחסית שהושקע על ידי אותו אדם ברכישת השליטה בחברת ההחזקות, היא חברת האם, לשלוט בשרשרת של חברות ציבוריות ששוויון המצטבר גבוה, ועיקר ההון שלהן הוא מהציבור, אשר נותר כמיעוט בכל אחת מהחברות.

למעשה, נוצרת בעיית נציג משורשרת. בעל השליטה, היחיד האוחז בשליטה בחברה הראשונה במעלה הפירמידה, שולט באמצעותה בתהליך מינוי הדירקטורים בכל אחת מהחברות שמתחתיה ויכול הלכה למעשה לכוון את פעילותן, לרבות להאיץ את תהליך חלוקת הדיבידנד מכל החברות, מלמטה עד למעלה. בדרך זו יכול בעל השליטה, אשר בדרך כלל רכש את השליטה בחברת ההחזקות באמצעות הלוואות שקיבל מהמערכת הבנקאית, לממן את פירעון ההלוואות באמצעות הדיבידנדים הרבים שאותן חברות חילקו לכל אורך השרשרת. הנזק ממבנה פירמידלי הוא לא רק בפער שבין השליטה לבין ההון שהושקע בחברות, אלא בעיקר בהשפעות שיש למבנה זה על התנהלותן של החברות בפירמידה וההשלכות של כל אלה על המשק בכללותו.⁵⁷

למעשה, בעת חקיקת חוק החברות לא צפיתם את הבעיה של החזקות פירמידליות משורשרות. האם לדעתך הפתרון שניתן לבעיה, במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, באמצעות הגבלת מספר החברות, הוא פתרון ראוי? זהו פתרון ייחודי לישראל, ובוועדת הריכוזיות עלו גם פתרונות המתמקדים בממשל תאגידי, כמו הרדמת מניות של בעל השליטה.

לדעתי הבעיה של פירמידות ציבוריות אינה בעיה מובהקת של דיני חברות. לתופעה זו יש השלכות משקיות, כפי שמצאה הוועדה שדנה בנושא. לגישתי, פתרונות של ממשל תאגידי הם בעייתיים מאחר שהם אינם משנים באמת את ה-DNA של בעל השליטה ויכולתו לשלוט בפירמידה ובאופן התנהלותן של החברות הכלולות בה. זאת ועוד, במקרים רבים כללים של ממשל תאגידי, אם היו נקבעים, היו צריכים להיות מלווים באמצעי אכיפה יעילים, וזו, כאמור לעיל, סוגיה בעייתית. לכן איני סבורה כי ניתן היה להתמודד עם הבעייתיות במבנה הפירמידלי באמצעות פתרונות מתחומי הממשל התאגידי. להפך, דעתי היא שנכון היה לבצע שינוי משקי ומבני באמצעות חקיקה מיוחדת ולקבוע את הסייג, המגבלה, באשר ליכולת להקים שרשרת של חברות ציבוריות שבהן השליטה תישאר בידי יחידים, והציבור יממן את עיקר הפעילות של אותן חברות ללא יכולת להשפיע על ההחלטות באותן חברות, למשל, בכל הנוגע למינוי דירקטורים, לרבות דירקטורים חיצוניים ופיטוריהם ועוד.

האם אפשר לטעון למעשה שמה שלא צפיתם הוא את השימוש לרעה בפער בין הון לשליטה כדי להשתלט על חברות?

התשובה לשאלה זו היא לא וכן – חוק החברות אכן אינו עוסק במישרין בשליטה משורשרת בכמה חברות או בדרכי מימון, כגון רכישת ממונפת של שליטה. יש בו התייחסות רבה למצבים בהם הציבור שותף, כמיעוט בחברה שלה בעל השליטה, וכן יש בו התייחסות מיוחדת גם לזכויות הנושים. כך, למשל, בחלוקה הוענקה

⁵⁷ ראו: הוועדה להגברת התחרותיות וצמצום הריכוזיות, **המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים (2012)** www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_FinalReport_FinalRec.pdf

לנושים הזכות להגיש תביעה נגזרת נגד החברה במקרים של חלוקה אסורה, וזה חידוש בדיני חברות אשר לצערי ממעטים לעשות בו שימוש.⁵⁸ כמו כן, ניתן לדעתי לצקת אל תוך חובת ההגיונות מגבלות על דרכי התנהגות של בעלי שליטה במקרים מסוימים. עם זאת, אני מסכימה עם הקביעה שבחוק החברות אין מניעה לקיומו של פער כאמור בין ההון לשליטה המתעצם במבנה פירמידלי. חוק החברות גם אינו פוסל עסקאות של בעלי שליטה עם החברה,⁵⁹ אלא מתיר אותן במפורש בתנאים מיוחדים, שמטרתם להבטיח שעסקאות אלה הן אכן לטובת החברה, וזאת באמצעות דרכי האישור של עסקאות אלה והותרת האפשרות של בחינתן במבחן טובת החברה בערכאות. לגישתי, הדרך שבה החוק מתמודד עם עסקאות אלה של בעלי שליטה, שהיא חדשנית, היא דרך נכונה ומתאימה, ויש לקוות שהיא לא תשונה.⁶⁰

לסיכום אציין שבמסגרת הדיונים של ועדת ברק, כמו גם בשנים שלאחר מכן, לא הייתה קיימת מודעות להשלכות המזיקות של חוסר ההלימה בין ההון לשליטה במבנה הפירמידלי של חברות ציבוריות. שאלה נוספת היא האם דיני חברות יכולים בכלל להתמודד עם תופעה זו והבעייתיות הנוצרת בעקבותיה. לדעתי זו אינה סוגיה הנוגעת במהותה לדיני החברות דווקא, אלא סוגיה בעלת היבטים משקיים. לפיכך, לדעתי, נכון וטוב שהממשלה פעלה לבחינת תופעת הריכוזיות המשקית בכללותה והדרכים להתמודד עימה. כמו כן, לדעתי הכנסת, ובעיקר ועדת הכספים, פעלו נכון כאשר שינו, במהלך חקיקת החוק לצמצום הריכוזיות את הצעת הממשלה, באופן שנקבעה מגבלה לפיה לא ניתן להקים מבנה פירמידלי מעבר לשתי שכבות של חברות ציבוריות. אפשר להבין שזה נראה סוג של "משפט שלמה", אך כל החלטה אחרת גם היא אינה מבוססת על נוסחה מתמטית. זו החלטה שמעריכה מתי הנזקים יכולים לעלות על התועלת – ונראה היה שכך יקרה אם תיוותר אפשרות של הקמת חברה ציבורית נוספת – שכבה שלישית לפירמידה. הבעיה היא שקיימות פרצות בחוק ויש מי שמנצל אותן, ולצערי הן הממשלה והן הכנסת אינן ממהרות לסגור אותן. פרצה בולטת היא האפשרות של בעל שליטה אחד להחזיק כמה קבוצות של חברות שבכל אחת מהן יכולות להיות שתי חברות ציבוריות במבנה של חברות אחיות ואף לממן את רכישתן על ידי הפירמידה, ובדרך זו נותרת האפשרות לריכוזיות גדולה.⁶¹ נותרת גם בעיית מימון פנימי ומינוף בתוך הפירמידה: למשל חברה ציבורית בפירמידה מסוימת, העומדת על פני הדברים בהוראות החוק, מימנה בדרך של מתן הלוואה בתנאים מיוחדים את רכישתה של חברה ציבורית אחרת, שהייתה קודם לכן אחת הקומות בפירמידה, והרכישה הייתה של חברה אחות, בשליטת אותו בעל שליטה.

באשר לשאלת החדשנות של ההסדרים האלה, תשובתי היא כי הפתרונות לבעיות משקיות אינם יכולים להיות זהים בכל המדינות. כשמשווים צריך לבחון את כל ההיבטים הרלוונטיים. כך, למשל, האם גם במדינות נוספות בעולם קיים מינוף כספי ציבור במסגרת שרשרת חברות ציבוריות בהיקף דומה לזה הקיים בישראל? מה ההשלכות של המינוף במצבים של חדלות פירעון? מהי ההשלכה הכלכלית של ריכוזיות רב-ענפית?⁶² ועוד. החקיקה הכלכלית אינה פועלת בחלל הריק, יש השפעה גדולה למבנה שוק ההון, למעמד הגופים המוסדיים, קיומם או היעדרם של השחקנים האקטיביסטיים בשוק וכולי. ברוח הגישה הכלכלית

⁵⁸ ראו למשל: ע"א 1091/15 **דולפין פונד לימיטד** **Dolphin Fund Limited** (פורסם בנבו, 13.7.2016) וראו לעניין הבעייתיות בתביעות נגזרות: עידו באום "הבעיה הכרונית בתביעות נגזרות" **TheMarker-משפט** (29.1.2018) www.themarker.com/law/1.5769327.

⁵⁹ הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות.
⁶⁰ למשל באמצעות ייבוא מלא של דוקטרינות מארצות הברית כמו כלל ההגיונות המלאה וכיוצא בזה. ראו לעניין זה: אסף חמדני ושרון חנס "הגיונות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז' 761 (2018).

⁶¹ כך ההסדרה בחוק מחילה איסור החל על החברות השולטות, ולא על היחיד בשר ודם. ראו: סי' 21 לחוק לצמצום הריכוזיות הקובע: "לא תשלוט חברת שכבה שנייה בחברת שכבה אחרת". אין איסור על בעל שליטה להחזיק כמה חברות ציבוריות אחיות שלכל אחת חברת בת ציבורית. אומנם מבחינת הפער בין ההון והשליטה הבעיה כאן קטנה יותר, אך עדיין כתוצאה מכך יכולה להיווצר ריכוזיות רב-ענפית במימון ציבורי ובשליטת גורם יחיד.

⁶² קונסטנטין קוסנקו "ריכוזיות כלל משקית בישראל, 1995–2015" **אורות וצללים בכלכלת השוק – המשק הישראלי 1995–2015** (אסף זוסמן, ראובן גרונו ואבי ברבסט עורכים) (לא פורסם).

למשפט, ניתן לראות שלחקיקה בכלל יש השפעות חיצוניות, מעבר לתחום אותו היא מסדירה, ובאותה מידה ההסדרים שנקבעו מושפעים מגורמים חיצוניים, כמו גם משיקולים שאינם תמיד גלויים לכול. כך, לדוגמה, הסיבה שלא נבחרה הדרך של דיני המס הממסים חלוקת דיבידנד בין חברות כפתרון לבעיית הפירמידות, בדומה למה שקיים בארצות הברית, הייתה בין היתר, התנגדות רשויות המס, שטענו שהדבר עשוי להוביל לפגיעה בתעשייה הישראלית, ובמיוחד בתעשיית ההייטק, והעיקר, מבחינתן, הוא מיסוי בעל המניות שהוא היחיד בשר ודם.

פרופ' פרוקצ'יה סבור כי ראוי היה להסתמך על סטנדרט הרשלנות בכלל שיקול הדעת העסקי, במקום להפנות לפקודת הנזיקין.⁶³ האם את מסכימה עם טענה זו והאם דעתך השתנתה לאור קבלתו של הכלל כמובנו בפסק הדין בעניין אלוביץ?⁶⁴

שמעתי לאחרונה את פרופ' פרוקצ'יה מרצה על אודות עמדתו, אך דעתי שונה משלו. אני סבורה שלא טעינו בניסוח חובת הזהירות בחוק החברות, כפי שנוסחה עוד על ידי הוועדה ב-1986. חובה זו מעוגנת בראש ובראשונה בדיני הנזיקין עם התאמה וייחוד לעולם דיני החברות. עקרון שיקול הדעת העסקי הנוהג בדלור נטוע בתפיסה שונה מעט המאפיינת את דיני החברות שם. הנושא נבחן בוועדת ברק עוד בשנת 1986 משגובש לראשונה תיקון מספר 4 לפקודת החברות [נוסח חדש], אשר עיגן את חובות הזהירות בחקיקה.⁶⁵ כבר במהלך חקיקת החוק סברתי ואף טענתי כי העיקרון המונח ביסוד כלל שיקול הדעת העסקי מוצא את ביטויו בחוק החברות.⁶⁶

כמו כן, לדעתי, הקביעה בחוק החברות כי מקורה של חובת הזהירות של נושא משרה בחובות הזהירות הכלליות החלות בדיני הנזיקין נכונה מושגית. ניתן חובת הזהירות של נושא משרה מדיני הנזיקין וקביעת כללים מיוחדים בחוק החברות אינם רצויים לדעתי, גם מבחינת מדיניות חקיקה, ויכולים אף להוות תמריץ ליצירת חובות זהירות מותאמות לכל מקצוע, וזו לדעתי תוצאה שאינה רצויה, לפחות מבחינה חקיקתית. בנוסף ברצוני לציין שלדעתי, הפסיקה שקבעה את אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי⁶⁷ אינה מחייבת נטישת סטנדרט הרשלנות של פקודת הנזיקין. אוסיף ואציין כי גם כבי' השופט עמית, הקובע את אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי בדיני החברות בישראל, מוסיף ואומר שיש להתאימו לדיני החברות בכללותם.⁶⁸

מבלי להעמיק מעבר לכך בהקשר זה, אציין כי אני סבורה שבשל כך קיימת חשיבות רבה לפסיקה אשר תדון במקרים שונים בהם נטענת הפרת החובה ותקבע נורמות מתאימות. כך ניתן לראות את החשיבות של פסק הדין של כבי' השופט פרופ' עופר גרוסקופף, בהיותו שופט בבית המשפט המחוזי, בעניין **מעריב**, שבו נקבעו גבולות ברורים.⁶⁹ מאחר שהצדדים התפשרו ולא ניתן פסק דין סופי במקרה זה, יש חשיבות רבה למבחנים שהוצבו על ידי כבי' השופט גרוסקופף בשלב אישור התביעה כאמור.

⁶³ פרוקצ'יה הנחות היסוד, לעיל ה"ש 39, בעמ' 12; ס' 35–36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח–1968.

⁶⁴ ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016) (להלן: עניין אלוביץ).

⁶⁵ ראו: חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4) (אחריות נושאי משרה), התשנ"א–1991; וכן גם את דברי ההסבר להצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4), התש"ן–1990, ה"ח 1981.

⁶⁶ ראו: ליכט דיני אמונאות, לעיל ה"ש 26, בעמ' 140–141, וכן פס' 72 לפסק דינו של השופט עמית בעניין אלוביץ, לעיל ה"ש 64.

⁶⁷ שם. ראו גם עמיר ליכט "שם הורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475 (2016) וכן שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).

⁶⁸ עניין אלוביץ, לעיל ה"ש 64, פס' 74 לפסק דינו של השופט עמית.

⁶⁹ עניין מעריב, לעיל ה"ש 49.

האם לפי דעתך יש מקום לבחינה מעמיקה של המוסד שהתפתח בפסיקה של "הוועדה הבלתי תלויה", לאור החשש שעלה בדבר יכולתו של בעל השליטה להשפיע על הרכב הוועדה ועל מקבלי ההחלטות בחברה במטרה לאשר עסקה נוחה יותר מבחינתו?

לדעתי, לאור הפסיקה והנוהג שהתפתחו בסוגיית "הוועדה הבלתי תלויה", מן הראוי שייקבע הסדר חקיקתי מקיף וברור, ויפה שעה אחת קודם. חוק החברות, כידוע, אינו כולל הסדרה מלאה של ועדות הדירקטוריון, זולת התייחסות לסוגי ועדות ומתן האפשרות לדירקטוריון להקים. מרכז הכובד של קבלת ההחלטות בחברה, כפי שבא לביטוי בחוק החברות, הוא הדירקטוריון על תפקידיו החשובים בקביעת מדיניות, פיקוח ובקבלת החלטות בנושאים מהותיים. לא בכדי נקבע בחוק במפורש⁷⁰ כי הדירקטוריון הוא בעל הסמכות השיורית בחברה. לצד הסמכות הרחבה של הדירקטוריון, מוטלת עליו גם אחריות רבה, ונקבעו שתי חובות עיקריות – חובת הזהירות וחובת האמונים. כידוע, במסגרת חובת האמונים על נושא המשרה להימנע ממצבים של ניגוד עניינים.⁷¹ לכן נקבעה הסדרה מיוחדת לעסקאות הנגועות בניגוד עניינים, בין אם ניגוד העניינים מתעורר בעסקה של נושא המשרה עם החברה ובין אם בעסקה בין בעל השליטה לחברה. הסדרה זו המופיעה בפרק החמישי של החלק השישי בחוק,⁷² מתייחסת בעצם למקרים קונקרטיים של מצבים שבהם קיים ניגוד עניינים, קרי, חשש להפרת חובת אמונים, ולפיכך היה צריך לקבוע עקרונית האם יש להתיר עסקאות מסוג זה ואם כן כיצד לגבור על בעיית ניגוד העניינים הקיימת בהן.

ועדת ברק החליטה שאין לאסור עסקאות אלה, מאחר שלעיתים הן עסקאות המיטיבות עם החברה ואיסורן הגורף עלול לגרום לנזק לחברות. במקביל קיבלה הוועדה את העמדה, וזו אף שוכללה במהלך עבודת החקיקה בכנסת, לפיה יש לקבוע דרכים מיוחדות לאישורן של אותן עסקאות, על מנת להבטיח כי עסקאות עם נושא המשרה או עם בעל שליטה יאושרו במנגנון אשר מנטרל במידת האפשר את כוחו של בעל השליטה. כך נקבעו דרכי אישור שבהן ייבחנו העסקאות בנטרול מקסימלי אפשרי של ניגודי העניינים של נושאי המשרה, בין אם בעסקאות להן הם צד, ובין אם בעסקאות בהן בעל השליטה, שבקולו מונו לתפקידם, הוא צד. משכך, אחד מתפקידיו החשובים של הדירקטוריון הוא לדון אם **לאשר** עסקאות שקיים בהן ניגוד עניינים, בדגש על עסקאות חריגות. המחוקק עוד הוסיף וקבע כי כאשר מדובר בעסקה חריגה, על ועדת הביקורת לאשרה טרם העברתה לדירקטוריון לאישור. לשון החוק מייחדת התייחסות אף לנושא משרה בעל עניין אישי בעסקה או למצב בו למרבית הדירקטורים עניין אישי בעסקה.⁷³ מכל האמור, נראה שההסדר בחוק החברות הוא הסדר ממצה, בפרט כאשר הרכב ועדת הביקורת כולל את כל הדירקטורים החיצוניים בחברה, הגם שגם הם מונו על ידי בעל השליטה בחברה.

זאת ועוד, המחוקק אסר מפורשות על האצלת שיקול הדעת של הדירקטוריון לוועדה מייעצת, שבה יושבים מי שאינם דירקטורים, וזאת על מנת שמקבלי ההחלטות יישאו באופן מלא באחריות מכוח החובות המוטלות עליהם. אחרי סקירה זו של החוק נראה כי ניתן לתהות מה תפקידה וחשיבותה של "ועדה בלתי תלויה". ועדה זו במהותה היא ועדה מייעצת לדירקטוריון, ומשכך, אין הדירקטוריון פטור מלדון ביסודיות באישור עסקה חריגה ובמתן נימוקים להחלטתו. הוא אינו יכול לקבל את חוות הדעת של הוועדה המייעצת באופן אוטומטי, ללא דיון ושקילה כנדרש במסגרת חובותיו. אם כך, עולה השאלה מה הצורך בוועדות בלתי תלויות? ייתכן שניתן להבין את הצורך בוועדה מסוג זה בעסקאות גורליות לעתיד החברה, בהן כל הדירקטוריון מצוי בניגוד עניינים. כך, למשל, ניתן לסווג את עניין **מכתשים אגן**, בו עלה רעיון זה לראשונה,

⁷⁰ ראו סעיף 49 לחוק החברות.

⁷¹ סעיף 254(א) לחוק החברות.

⁷² הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות.

⁷³ ס' 278 לחוק החברות.

כמקרה קיצון, המצדיק הקמת ועדה בלתי תלויה.⁷⁴ במקרה זה, אישר הדירקטוריון עסקת מיזוג אשר נטען לגביה כי היא מיטיבה עם בעל השליטה ומקפחת את הציבור.⁷⁵ מיזוג הוא מקרה קיצון מאחר שאם יתבצע, תיעלם חברה אחת בתוך רעותה, והעסקה בדרך כלל תהא בלתי הפיכה. לכן שאלת התמורה לבעלי המניות והעיתוי בו היא תיבחן היא מהותית ביותר.

בסיטואציה של מיזוג, רואים בדרך כלל את הדירקטוריון, בעיקר זה של החברה הנעלמת, כמצוי בניגוד עניינים, מאחר שהוא עלול לעיתים להיות מפוטר, או אף לקבל תמורה מיוחדת במסגרת העסקה. החשש מהמשך הכהונה יכול שיהא תקף גם לגבי דירקטוריון החברה הרוכשת. לכן ניתן להסכים שאכן יש לכל אחד מהדירקטוריונים עניין אישי מיוחד באישור עסקת מיזוג, ובמיוחד בדירקטוריון החברה הנעלמת. על כן, דרישת בית המשפט לבחינת התמורה בעסקה, בידי דירקטורים מתאימים ובלתי תלויים במקרים אלה, היא מובנת.

עם זאת, בדיקת הרכב הוועדות הבלתי תלויות מעלה כי הן אינן בהכרח כוללות מומחים מיוחדים. למעשה, לעיתים קרובות הרכבן דומה יותר לדירקטוריון חלופי, הכולל בעיקר משפטנים ובראשו עומד בדרך כלל שופט בדימוס.⁷⁶ כמו כן ניתן לציין כי חברי הוועדה נבחרים ומתמנים בדרך שכיום אינה שקופה כלל. גם שחרם של חברי הוועדה אינו מתפרסם בציבור. שמה של הוועדה והמונח "בלתי תלוי" מתייחסים אולי לעובדה שהיא אינה מצויה בניגוד עניינים ושתוצאות העסקה לא ישפיעו על חברי הוועדה כפי שהם ישפיעו על הדירקטורים, אך יש לזכור שגם חברי הוועדה מתמנים על ידי הדירקטוריון ולעיתים גם על ידי גורמים מטעם בעל השליטה.⁷⁷ זאת ועוד, לחברי הוועדה הבלתי תלויה שזה עתה נדרשים לדון ולייעץ בעסקה מורכבת אין בהכרח את הידע והמומחיות שיש לדירקטוריון בענייני החברה. בשל כך הוועדה נסמכת לעיתים על הנהלת החברה, ואף ממנה לעצמה מומחים כלכליים ומשפטיים, דבר שמייקר ומסרבל את ההליך. כל זאת, כאשר המחוקק קבע במפורש שהאחריות לקבלת ההחלטה בסופו של יום היא של הדירקטוריון, וזה אינו יכול להסתמך לדעתו רק על ההמלצה של הוועדה הבלתי תלויה, אלא עליו לנמק את החלטתו באורח עצמאי, לרבות תוך קיום בחינה של החלטת הוועדה הבלתי תלויה וההליך אותו נקטה, שקילת חלופות ועוד.

כידוע, הוועדה הבלתי תלויה הגיעה לשיטתנו מהדין הנוהג בדלוור,⁷⁸ בהיותה דרך התמודדות עם התביעה הנגזרת. התומכים בהקמת הוועדה רוצים באמצעותה לקבל מעין חסינות מפני התדיינות משפטית או ביקורת שיפוטית, בדומה לנהוג בדין האמריקאי,⁷⁹ וזאת במטרה לייצר ודאות עסקית להחלטות מסוימות של הדירקטוריון. לעניות דעתנו, הגיעה העת להסדיר את הסוגיה בחקיקה ולקבוע מתי ניתן למנות ועדה כאמור, הרכבה, דרכי מינוי החברים ושחרם. אני סבורה כי יש לשקול מינוי ועדה בלתי תלויה במקרים מועטים, בעסקאות מורכבות של מיזוג או רכישת שליטה בדרך אחרת, אך לא בכל עסקה בה נטען לניגוד עניינים של רוב או כל נושאי משרה. דברים אלה צריכים גם להיבחן לאור ריבוי החברות ללא גרעין שליטה, כאשר במקרה זה מרבית המצבים של ניגוד עניינים יהיו של חברי הדירקטוריון או ההנהלה, אשר בפועל ימנו גם את הוועדה "הבלתי תלויה".

⁷⁴ ת"צ (כלכלית) 11-26809-01 כהנא נ' מכתשים אגן בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011).

⁷⁵ שם.

⁷⁶ כאשר עסקין בוועדה מייצגת המוקמת כדי לקבוע את עמדת החברה ביחס לבקשה לאישור תביעה נגזרת.

⁷⁷ לדיון בדבר אופן ההשפעה של בעלי שליטה או אחרים מטעמם על אופן עבודתן של ועדות בלתי תלויות ראו למשל מאמרם של עידו באום, טל וינטרויב ודנה ינאי-מנחם "חופש העיצוב במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין" ספר דנציגר 99 (לימור זרגוטמן ועידו באום עורכים, 2019).

⁷⁸ ראו לעניין זה במאמרו של רועי שפירא, לעיל ה"ש 48.

⁷⁹ להרחבה על אודות הוועדה הבלתי תלויה ראו גם: אסף חמדני ורות רון "מי שולט בתביעה הנגזרת?" ספר דנציגר 211 (לימור זרגוטמן ועידו באום עורכים, 2019).

מה דעתך על פרקטיקת מינוי הדירקטורים החיצוניים בחוק החברות?

לדירקטור החיצוני מעמד מיוחד בחוק החברות, בעיקר במטרה להבטיח שבדירקטוריון יישמעו קולות מגוונים מדירקטורים אשר אינם קשורים לבעלי השליטה או למנהליה. עם זאת, בשל העובדה שמינוי הדירקטורים החיצוניים נעשה בדרך כלל על פי הצעת בעל השליטה, או שהמינוי תלוי גם בקולותיו,⁸⁰ אי אפשר להתעלם מכך שקיים קשר כלשהו בין הדירקטור החיצוני לבעל השליטה.

בחלוף השנים, התקבלה גם בישראל התפיסה שלדירקטור חיצוני צריכה להיות מומחיות מקצועית ולאחד מהדירקטורים החיצוניים חייבת להיות גם מומחיות חשבונאית פיננסית. עם זאת, שאלת מינויו ועצמאותו של הדירקטוריון החיצוני לאור מעמדו של בעל השליטה או הדירקטוריון בבחירתו ולאור האפשרות להאריך את כהונתו בשתי קדנציות נוספות,⁸¹ ראוייה לדיון.

נושא חידוש הכהונה יכול להטיל צל בכל הנוגע לעצמאות הדירקטור החיצוני. לדעתי ההסדר העדיף בדבר דירקטורים חיצוניים הוא ההסדר במודל שנקבע בהצעת החוק, הקובע תקופת כהונה ארוכה יותר, נניח של ארבע שנים, ללא יכולת הארכה מיידית, אלא לאחר חלוף ארבע שנים, לצורך מינוי נוסף כדירקטור חיצוני וחמש שנים לתפקיד דירקטור רגיל. באשר למינוי, נראה כי ההסדר הקבוע היום בחוק לעניין הארכת הכהונה⁸² הוא הסדר מתאים יותר ועדיף גם לעניין המינוי הראשון על פני ההסדר הקיים, המאפשר לבעל השליטה למנות את הדירקטור החיצוני בקולותיו ובקולות המיעוט. לדעתי, בחברות שבהן יש בעל שליטה, יש לתת לבעלי המניות מקרב הציבור, כולל לגופים המוסדיים, את האפשרות להציע מועמדים וגם להכריע במינוי דירקטורים החיצוניים בדרך שתהיה שקופה ופתוחה לביקורת. בחברות שלהן אין בעל שליטה, העניינים סבוכים מאוד בכל הנוגע למינוי דירקטורים בכלל, ובוודאי גם בכל הנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים. סוגיה זו מובילה אותנו לנושא הכללי של חברות ללא גרעין שליטה.

בשנים האחרונות גדל מספרן של החברות ללא גרעין שליטה. האם יש מקום לדעתך לתקן את חוק החברות על מנת להתמודד עם מצב דברים חדש זה? ואם כן, מהן הסוגיות העיקריות לדעתך המצריכות הסדרה?

חוק החברות, כפי שנחקק לראשונה לפני עשרים שנים, שם במרכז הסדרתו את החברה הציבורית, בשל קיומה של בעיית הנציג הידועה, ונקבעו בו הסדרים מיוחדים למצבים בהם קיים בעל שליטה בחברה, במטרה להבטיח את ההגנה על המיעוט בחברה כמו גם את התנהלות החברה באופן כללי. קיומן של חברות ללא גרעין שליטה מעורר בעיית נציג אחרת, והיא בעיית שלטון המנהלים. משמעות הדברים היא שבחברות אלה ההנהלה, ולעיתים גם יושב ראש הדירקטוריון, שולטים בפועל בחברה על מוסדותיה השונים, וזאת באמצעות יכולת הכינוס של האספה הכללית וקביעת סדר היום של הדירקטוריון ושל האספה הכללית בכלל, ובתהליך מינוי דירקטורים בפרט.

בארצות הברית, שם התופעה של שלטון מנהלים רווחת מזה עשרות שנים, יש תפיסה לפיה בדירקטוריון צריך שיהיו דירקטורים עצמאיים. כללי בורסת ניו יורק ונאסד"ק אף מחמירים ודורשים שרוב הדירקטורים

⁸⁰ כמובן שהמינוי תלוי בבעלי המניות שאינם בעלי שליטה לפי ס' 239 לחוק החברות. לעניין חידוש הכהונה נקבעו הוראות בס' 245 לחוק החברות, לפיהן בהצבעה על חידוש המינוי לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה.

⁸¹ כך ניתן להניח שלדירקטור החיצוני רצון להארכת מינויו כדירקטור חיצוני, ולעיתים אף רצון לחזור ולכהן כדירקטור רגיל בחברה, אשר אינו מוגבל בשכרו, לאחר תקופת צינון קצרה שנקבעה בחוק.

⁸² ס' 245 לחוק החברות.

יהיו עצמאיים.⁸³ כללים אלה מפרטים כיצד מוגדרת עצמאות וממי היא נדרשת. לענייננו נציין באופן כללי שדירקטור חיצוני או עצמאי, בחברות ללא בעל שליטה, הוא בעיקר דירקטור שאינו קשור להנהלת החברה או לחברה עצמה. הבנה של תהליכי המינוי בחברות אלה מובילה למסקנה כי הכוח למנות דירקטור בכלל, כמו גם את הדירקטור חיצוני, נתון בפועל בידי הדירקטוריון המכהן, ולעיתים בעיקר בידי יושב ראש החברה וכמה דירקטורים המהווים רוב, כל עוד לא נקבע במפורש אחרת. כוח זה נובע למעשה מהכוח לזמן אספה כללית ולקבוע את סדר היום. לפיכך, בהיעדר הסדר אחר, הדירקטוריון מציע לאספה הכללית מועמדים לכהונה בדירקטוריון, ובכלל זה גם את "הדירקטורים החיצוניים" או ה"עצמאיים" שאינם תלויים בו. אומנם, בחירתם תלויה באישור האספה הכללית, אך בעלי המניות מצידם אינם יכולים להציע מועמדים, אלא אם כן הם עושים שימוש בכוחם להוסיף נושא לסדר היום. במצב דברים זה מתעצם כוחם של הגופים המוסדיים המחזיקים במניות החברות הציבוריות עבור הציבור, מאחר שהם אלה שיצביעו על ההצעות שיוגשו להם למינוי הדירקטורים, אשר לעיתים יכול שיהיו מתואמות עימם מראש. כך מתעורר החשש לעסקאות סמויות שאינן גלויות לציבור בין הגופים המוסדיים לבין ההנהלות של החברות הציבוריות, כגון "אתה תמנה את מי שאני מציע, ואני אתמוך בך", וכיוצא בזה.

בישראל יש מספר מצומצם של גופים מוסדיים וחברות ביטוח, ולחלקם יש בעלי שליטה, כך שהחששות הם שבחברות ללא גרעין שליטה ישלטה עתה מספר מצומצם של גורמים מוסדיים, השולטים בעצם באמצעות כוחו של הציבור, ללא שקיפות ובקרה ציבורית על אופן התנהלותם. חששות דומים התעוררו לראשונה בהקשר של בנקים ללא גרעין שליטה, ונקבע על כן הסדר מפורט בתיקון לחוק הבנקאות (רישוי)⁸⁴ על פי ההסדר שנקבע הוקמה ועדה ציבורית המאפשרת לציבור להגיש מועמדות, הנבחנת על ידי הוועדה ומוצעת לבנק הרלוונטי לבחינה ולמינוי בידי האספה הכללית. ניתן לשקול להתאים מודל זה של בחינת מועמדים בידי ועדה ציבורית, בשינויים מסוימים, גם להליך מינוי של דירקטורים בחברות ציבוריות, וזאת במטרה לייצר שקיפות בהליך מינוי דירקטורים בכלל, ודירקטורים עצמאיים או חיצוניים בפרט. בהקשר זה יש לציין שהעצמאות, או אי-התלות, הנדרשת היא מההנהלה ומהדירקטורים האחרים בחברה. בישראל יש לשקול אם לקבוע שנדרשת גם עצמאות, או איתלות, מהגוף המוסדי המחזיק עבור הציבור במניות החברה, לרבות מבעל השליטה בו.⁸⁵ בנוסף לכך, בחברות ללא גרעין שליטה מתעוררות סוגיות רבות נוספות. לאחרונה פנו משרד המשפטים ורשות ניירות ערך לקבלת הצעות מהציבור לתיקונים הדרושים בחוק החברות.⁸⁶ אני מקווה שבזמן הקרוב אכן תגובש חקיקה מתאימה שתתאים את חוק החברות בכל הנוגע לחברות ציבוריות למצב של שלטון מנהלים, על כל ההשלכות הנובעות מכך. כאמור, לגישתי חוק החברות הוא חוק דינמי, אשר נחקק לפני עשרים שנים והוראותיו מתאימות ברובן גם היום. יחד עם זאת, יש להתאימו למציאות הכלכלית והמשפטית המשתנה. חברות ציבוריות ללא גרעין שליטה לא עמדו במרכז הכובד של החוק הקיים, ולפיכך יש להתאימו למצב חדש זה.

⁸³ ראו: THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, *Independence Policy of the Board of Directors of New York Stock Exchange LLC*, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Director_Independence_Policy_of_New_York_Stock_Exchange_LLC.pdf

⁸⁴ ס' 335 לחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981, ס"ח 2420, 121 (תיקון עקיף לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013). התיקון התווסף בעקבות דו"ח של ועדה ציבורית בראשות המנהל הכללי של משרד האוצר דאז, א. מראני, שדנה בסוגיה והמליצה על עקרונות החקיקה.

⁸⁵ זאת על מנת למנוע מצבים שבהם בעלי שליטה בגופים מוסדיים יפעלו למינוי מקורבים להם.

⁸⁶ משרד המשפטים והרשות לניירות ערך "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה" **אתר הרשות לניירות ערך** (23.9.2019)

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Legislation/Paper/Documents/kolkore.pdf

הזכרת לא מעט את דלוור, מה דעתך על הפסיקה הישראלית המאמצת לעיתים קרובות מבחנים והלכות הנהוגים בדיני החברות של מדינת דלוור?

אכן ניתן להצביע על נטייה ברורה של עולם המשפט הישראלי אחר פסקי הדין של מדינת דלוור בדיני חברות, אשר עולים חדשות לבקרים בפסיקה ובמאמרים רבים, יותר מכלפי כל שיטת משפט אחרת שבה קיימים דיני חברות מודרניים, לרבות אנגליה. ניתן להסביר תופעה זו מבחינה כלכלית וסוציולוגית. ראשית, חברות רבות בארצות הברית, ומתוכן מרבית החברות הגדולות, אכן מתאגדות במדינה קטנה זו, בין היתר בשל דיני החברות הנהוגים בה.⁸⁷ כך גם לעיתים יבחרו יזמים ישראלים המתכוונים לפעול בארצות הברית לרשום את החברה שלהם בדלוור. דיני חברות אלה ידועים בעולם, ומדינות רבות אכן בוחנות אותם בבואן לקבוע את חוקי החברות שלהן, בדיוק כפי שאנו עשינו בהכנות לחקיקת חוק החברות. שנית, חוקרים ומרצים ישראלים רבים למדו ולומדים בארצות הברית ומתעמקים בגישת בתי המשפט בדלוור, וישנם קשרים בין הקהילות המשפטיות והעסקיות. מעניין לציין, כי עבור מדינת דלוור, שהיא מדינה זעירה, אשר מרבית החברות המתאגדות בה אינן פועלות כלל בתחומה, דיני החברות, הם סוג של "מוצר יצוא" מרכזי, ומדינה קטנה זו מציעה בתמורה לאגרות ותשלומים שונים את חוקיה ואת המערכת המשפטית הקיימת בה לכל המעוניין להתאגד, בין אם הוא פועל במדינה אחרת בארצות הברית ובין אם מחוצה לה. מערכת זו מתאימה בעיקר לאלה השוקלים להנפיק לאחר מכן בארצות הברית, ובפרט בבורסות ניו יורק, ומן הראוי לציין שדלוור מעמידה גם בית משפט מקצועי לרשות המתאגדים בתחומה.⁸⁸ התוצאה מכל אלה שחוקי החברות של מדינת דלוור הם חוקים חשובים שיש לבחון את ההסדרים שנקבעו בהם ואת מידת התאמתם לשיטה המשפטית הישראלית. אולם לא תמיד אימוץ מנגנונים מסוימים הנוהגים בשיטה זו, באורח חלקי, מתאים לשיטתנו.⁸⁹ לגישתי, מן הראוי לבחון גם הסדרים הנוהגים במדינות אחרות, ובכלל זה גם את הכללים המומלצים על ידי ארגונים בין-לאומיים כגון ה-OECD, אשר בשנים האחרונות קבע כללים ועקרונות מקיפים בנושאי הממשל התאגידי.⁹⁰ דיני החברות של מדינת דלוור חשובים ביותר, אך הם אינם היחידים שיש לבחון, ובכל מקרה בבואנו לאמץ הסדרים אחרים לשיטתנו, יש לזכור את כלל האימוץ הראשון שנקבע בשיטתנו⁹¹ – התאמה לתנאי הארץ ותושביה.

⁸⁷ לחברות המתאגדות במדינת דלוור יש גם גישה לבתי משפט מתמחים בדיני חברות הידועים ביעילותם.

⁸⁸ מעניין בהקשר זה לצטט כיצד מדינת דלוור מציגה את דיני החברות שלה: "Delaware is neither 'management-friendly' nor 'stockholder-friendly'; its aim is to provide both managers and investors with laws optimal for engaging in ethical and profitable business, by balancing the need for managerial flexibility with strong tools to hold managers accountable for using that flexibility to advance the best interest of investors. Delaware's judges are impartial and not beholden to special-interest donors or shifting political winds. Unlike in many other states, Delaware corporate law cases are tried exclusively by professional judges, and not by juries".

ראו: *Why Businesses Choose Delaware*, <https://corplaw.delaware.gov/why-businesses-choose-delaware> : 48 שפירא, לעיל ה"ש 48.

⁹⁰ *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance>.

⁹¹ ראו: סימן 46 לדבר המלך במועצה על ארץ-ישראל, 1922 עד 1947.