

ריכוזיות השליטה בישראל היבטים משפטיים

אסף חמדני



המכון הישראלי לדמוקרטיה

מחקר מדיניות 78 | ירושלים, כסלו תש"ע, נובמבר 2009

Concentrated Ownership and Business Groups in Israel: A Legal Analysis
Assaf Hamdani

עריכת לשון: תמר שקד
סדר: נרב שטכמן
הדפסה: ארט פלוס, ירושלים

מסת"ב 978-965-519-071-7 ISBN

אין לשכפל, להעתיק, לצלם, להקליט, לתרגם, לאחסן במאגר ידע, לשרר או לקלוט בכל דרך או אמצעי אלקטרוני, אופטי או מכני או אחר – כל חלק שהוא מהחומר בספר זה. שימוש מסחרי מכל סוג שהוא בחומר הכלול בספר זה אסור בהחלט אלא ברשות מפורשת בכתב מהמוציא לאור.

להזמנת ספרים ומחקרי מדיניות בהוצאת המכון הישראלי לדמוקרטיה:
טלפון: 02-5300867, 1-800-20-2222 ; פקס: 02-5300867
דוא"ל: orders@idi.org.il
אתר האינטרנט: www.idi.org.il
המכון הישראלי לדמוקרטיה, ת"ד 4482, ירושלים 91044

© כל הזכויות שמורות למכון הישראלי לדמוקרטיה (ע"ר), תש"ע
Copyright © 2009 by The Israel Democracy Institute (R. A.)
Printed in Israel

כל מחקרי המדיניות וכן פרק נבחר מכל ספר ניתנים להורדה חינם מאתר האינטרנט.

המכון הישראלי לדמוקרטיה הוא מוסד עצמאי, לא מפלגתי, הממוקם בתפר שבין האקדמיה לפוליטיקה. המכון עוסק בתכנון מדיניות ובעיצוב רפורמות בממשל, במנהל הציבורי ובמוסדות הדמוקרטיה.

בתכניותיו ובמפעליו המכון חותר לחזק את מוסדות הדמוקרטיה המתהווה בישראל ולגבש את ערכיה. בהמשך לעבודת מחקר מעמיקה הוא מגיש המלצות מעשיות לשיפור התפקוד של המשטר במדינת ישראל ולטיפוח חזון ארוך טווח של משטר דמוקרטי יציב, המותאם למבנה, לערכים ולנורמות של החברה הישראלית. המכון שואף לקדם בישראל שיח ציבורי בנושאים שעל סדר היום הלאומי, ליזום רפורמות מבניות, פוליטיות וכלכליות, לשמש גוף מיעץ למקבלי ההחלטות ולקהל הרחב, לספק מידע ולהציג מחקר משווה.

החוקרים במכון הישראלי לדמוקרטיה הם אנשי אקדמיה, והם מובילים פרויקטים במגוון תחומים של החברה והמשטר בישראל. מחלקת ההוצאה לאור של המכון מפיקה, משווקת ומפיצה את פרות עבודתם בכמה סדרות: ספרים ("הספרייה לדמוקרטיה"), מחקרי מדיניות, פורום קיסריה, כתבי עת ודברי ימי עיון.

המכון הישראלי לדמוקרטיה זכה בשנת תשס"ט בפרס ישראל על מפעל חיים – תרומה מיוחדת לחברה ולמדינה.

הדברים המתפרסמים במחקרי המדיניות אינם משקפים בהכרח את עמדת המכון הישראלי לדמוקרטיה.

תוכן העניינים

9	תקציר
13	מבוא
18	פרק ראשון מבנה השליטה בחברות בישראל
18	א. בעלי שליטה
20	ב. פירמידות שליטה: "שלטון המשפחות"
23	ג. בעלות מבוזרת לעומת שליטה ריכוזית: הערכה
24	ד. פירמידות שליטה: הערכה
35	פרק שני מבנה השליטה ומנגנוני הפיקוח והבקרה בתאגיד
36	א. בעיית הנציג: בעלות מבוזרת
37	ב. בעיית הנציג: תאגיד עם בעל שליטה
39	ג. מנגנוני הפיקוח והבקרה
47	פרק שלישי מנגנוני הפיקוח בישראל: הפער בין המציאות העסקית להסדרה המשפטית
49	א. רגולציה של בעלי שליטה
55	ב. הדירקטוריון כמוקד לרגולציה
65	ג. תמריצי שוק והרכב הדירקטוריון
70	ד. הדמוקרטיה התאגידית וגורמי הפיקוח
71	ה. אכיפה פרטית ובתי המשפט
73	פרק רביעי קווים מנחים לפתרון
74	א. בעלי שליטה
82	ב. הרחבת חובות הדיווח
86	ג. הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה

89	ד. תמריצי שוק והרכב הדירקטוריון
93	ה. משקיעים מוסדיים
95	ו. גורמי בקרה נוספים
96	ז. אכיפה פרטית
98	פרק חמישי עמדה כוללת בנוגע לקבוצות שליטה
101	סיכום
iii	Abstract

תקציר

בחודשים האחרונים של שנת 2008 פקדה את שוק ההון בישראל טלטלה עזה על רקע התעצמות המשבר הפיננסי העולמי. ההתפתחויות הדרמטיות במשק, לרבות הפגיעה בכספי העמיתים בקרנות הפנסיה, בקופות הגמל ובביטוחי החיים, הפנו את אור הזרקורים להשפעה המהותית שיש לקבוצה מצומצמת של בעלי שליטה בחברות ציבוריות על חסכונות הציבור בישראל. זיקה זו היא תוצאה של שני תהליכים מרכזיים שהתרחשו בשנים האחרונות: התהליך הראשון הוא ההפרטה, העברת השליטה בנכסי מפתח במשק הישראלי – כגון חברת בזק ובנק הפועלים – מהמדינה לידיים פרטיות; התהליך השני הוא צמצום המעורבות הממשלתית בתחום החיסכון הפנסיוני בד בבד עם הפניית חסכונות הציבור להשקעה בשוק ההון. התהליך הראשון העצים את השפעתה של קבוצה של בעלי השליטה על מצב המשק והכלכלה בישראל; השני הקנה לה השפעה גם על חסכונותיהם של אזרחי המדינה.

המשבר בשוק ההון המקומי האיר שני היבטים נוספים בזיקה שבין בעלי השליטה לבין חסכונות הציבור. ראשית, התברר שהתלות בין כספי החיסכון הפנסיוני לבעלי השליטה היא הדדית: מצד אחד, חלק ניכר מחסכונות הציבור לטווח ארוך מושקעים, בתיווך הגופים המוסדיים, בחברות ציבוריות בישראל. משום כך נטילת סיכונים מופרזים על ידי בעלי השליטה פוגעת בסופו של דבר בחסכונות הציבור. מצד שני, החמצן הפיננסי המוזרם על ידי השקעות הגופים המוסדיים חיוני לתפקודן התקין של חברות רבות במשק. החלטה של גופים מוסדיים להפסיק להשקיע בהנפקות חדשות של ניירות ערך עלולה ליצור משבר נזילות חריף. יתר על כן, המדינה ניסתה להתמודד עם משבר האשראי על ידי עידוד הגופים המוסדיים לחזור ולהשקיע בשוק ההון, בין באמצעות קרנות השקעה בשיתוף המדינה ובין על ידי הענקת ערבות מדינה להשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב (הצעה שלא יצאה אל הפועל בסופו של דבר). שנית, התברר כי תלות הדדית זו מעניקה ממד של מורכבות מיוחדת לכל ניסיון לטפל בשוק ההון. כך לא היה אפשר לנתק את הקריאות להענקת רשת ביטחון לחיסכון הפנסיוני מן העובדה שצעד זה, אשר נועד לכאורה להגן על החוסכים בפנסיה, יסייע בעקיפין גם לבעלי ההון. בד בבד, הצעות להעניק ערבות מדינה כדי לעודד גופים מוסדיים לרכוש איגרות חוב נתקלו בהתנגדות, בטענה שצעד זה יסייע ל"טייקונים".

מחקר מדיניות זה עוסק בשאלה אם המשטר המשפטי בישראל מתמודד כראוי עם תופעת ריכוזיות השליטה בחברות ציבוריות. סוגיה זו עומדת ביסוד הפיקוח על שוק ההון בישראל, אך יש לה השלכות אפשריות גם על התפתחות הכלכלה ועל איכות השלטון והדמוקרטיה. המחקר מתאר שני קשיים עיקריים שיש להתמודד עמם. ברמת התאגיד היחיד ישנו פער גדול בין המציאות העסקית – שבה בעלי השליטה הם המנוטים את התאגיד – לבין ההסדרה המשפטית המתמקדת במוסדות התאגיד הרשמיים, ובעיקר בדירקטוריון, אגב התעלמות ממעמד הדומיננטי של בעלי השליטה. הפער שבין המציאות הכלכלית לבין ההסדרה המשפטית מביא לשתי תוצאות בעייתיות. ראשית, הפיקוח על מוקדי הכוח האמיתיים, דהיינו בעלי השליטה, הוא חלקי בלבד; שנית, ישנו חוסר ודאות בכל הנוגע לנורמות ההתנהגות וגבולות המותר והאסור במעמד של בעלי השליטה, חובותיהם וזכויותיהם כלפי התאגידים שבשליטתם.

ברמת המשק, שליטתה של קבוצה מצומצמת יחסית של משפחות במגזר העסקי באמצעות פירמידות שליטה טומנת בחובה חשש לפגיעה במשקיעים מהציבור, בהתפתחות הכלכלה ואף באיכות השלטון והדמוקרטיה. לפיכך על מדינת ישראל לגבש מדיניות כוללת בשאלה אם ריכוזיות השליטה במשק היא תופעה רצויה, ובהנחה שייקבע שלמדינה יש אינטרס בצמצום ריכוזיות השליטה, יש לנקוט באורח עקבי מגוון אמצעים משפטיים והסדרתיים בתחומים שונים כדי לקדם יעד זה.

למבנה הבעלות בשוק ההון בישראל שני מאפיינים עיקריים המבחינים בין השוק הישראלי לשווקים בארצות הברית או בבריטניה: ראשית, לרוב החברות הציבוריות בישראל בעל מניות דומיננטי שבידו היכולת לנווט את ענייני התאגיד ("בעל שליטה"). שנית, חלק ניכר מבעלי שליטה אלה חולשים על מספר גדול יחסית של חברות ציבוריות, בעיקר באמצעות שימוש בפירמידות שליטה. בשל כך חלק הארי של הפעילות הכלכלית והפיננסית בישראל נשלט בידי מספר מצומצם של משפחות. קיומה של שליטה ברמת התאגיד היחיד, כשלעצמה, אינה תופעה לא רצויה, כל עוד ישנם מנגנוני בקרה נאותים להתמודדות עם כוחו של בעל השליטה. בכל הקשור לפירמידות שליטה, לעומת זאת, המצב שונה. אמנם אי־אפשר לקבוע חד־משמעית כי תופעת פירמידות השליטה אינה רצויה, עם זאת יש בסיס לחשש – הנתמך אף במחקרים ממדינות אחרות – שפירמידות השליטה טומנות בחובן סכנות לשוק ההון, למשק ולאיכות השלטון.

חלקו הראשון של המחקר עוסק בשאלה אם המשטר המשפטי בישראל מתמודד כראוי עם כוחם של בעלי השליטה. התשובה לשאלה זו מחייבת ניתוח של השוני המהותי בין שוק עם בעלות מבוזרת בתאגידים לבין שוק עם שליטה ריכוזית. האתגר המרכזי של דיני התאגידים בשוק עם בעלות מבוזרת הוא פיקוח על ההנהלה לנוכח העובדה שלבעלי המניות אין היכולת והתמריץ לעשות כן. בשוק ההון בישראל,

לעומת זאת, האתגר המרכזי הוא התוויית מנגנונים לפיקוח על בעלי השליטה. יתרה מזו, מבנה הבעלות משליך גם על מידת היעילות של אמצעי הבקרה: כלים מקובלים למיתון בעיית הנציג בין ההנהלה לבעלי המניות עלולים להתגלות כמשיגים תוצאה הפוכה כשמדובר בתופעת ניגוד העניינים בין בעלי השליטה לבין שאר המשקיעים בתאגיד. מניתוח זה עולות שתי מסקנות מרכזיות: לרגולציה ולכללי אחריות יש תפקיד מפתח בתאגיד עם שליטה ריכוזית בשל היעדרם של מנגנוני שוק אפקטיביים לפיקוח על בעלי השליטה; כמו כן יש להבחין בין נסיבות שבהן נתון בעל השליטה בניגוד עניינים – ולכן מתחזק הצורך בהגנה על ציבור המשקיעים – לבין נסיבות שבהן האינטרס של בעל השליטה זהה לזה של כלל המשקיעים – ולכן על ההתערבות המשפטית להיות מוגבלת בהיקפה.

לנוכח ההבדלים העקרוניים בין תאגידים בשליטה ריכוזית לבין תאגידים בבעלות מבוזרת, המחקר יטען שמערך ההסדרה התאגידית בישראל נותן מענה חלקי בלבד לריכוזיות השליטה בשוק ההון. הקושי המרכזי במצב הקיים נובע מן הפער בין מוקד הכוח בפועל לבין הגורם שבו מתמקדת הרגולציה התאגידית. בעוד בעל השליטה, גם אם אינו נושא בתפקיד פורמלי, הוא בעל היכולת לנווט את התאגיד, מערך הרגולציה התאגידית מתמקד כמעט בלעדית בנושאי המשרה. בתחומים מסוימים, דיני התאגידים בישראל מכירים בכוחו של בעל השליטה ומנסים להתמודד עמו ישירות. בתחומים אחרים, לעומת זאת, מערכת המשפט מתעלמת מן העובדה שהגורם הדומיננטי ברוב התאגידים בישראל אינו ההנהלה כי אם בעל השליטה ומן ההשלכות של מציאות עסקית זו על מידת היעילות של גורמי הפיקוח והבקרה התאגידיים. ההסדרים הקיימים בנוגע למעמד הדירקטורים וחובותיהם אינם מספקים מענה נאות לצורך בפיקוח על בעלי השליטה. ככלל, הדין הקיים מתאפיין בהתייחסות חלקית לכל היותר לנגזרות מתפקיד הפיקוח של הדירקטוריון ככל הקשור להרכב הדירקטוריון, לתפקידיו, לחובות הדירקטורים ולהליכי המינוי שלהם. במישור המשפטי שוררת אי-בהירות באשר לציפיות מהדירקטורים לפעול כגורם מפקח על בעל השליטה ובאשר לחובותיהם כלפי המשקיעים מהציבור; במישור השוקי, הליכי המינוי של הדירקטורים הופכים את כל חברי הדירקטוריון לתלויים בבעל השליטה ואינם מקנים ייצוג בדירקטוריון לבעלי המניות מהציבור.

המחקר מציע עקרונות ראשוניים לעיצוב מנגנוני הפיקוח והבקרה בתאגידים עם בעל שליטה. נקודת המוצא היא שעקרונות היסוד של ממשל תאגידי יעיל צריכים לחול גם על תאגידים עם בעלי שליטה. על מערכת המשפט להגדיר את חובות בעלי השליטה ואת זכויותיהם; לזהות את מנגנוני הבקרה והפיקוח התאגידיים; להגדיר את הציפיות ממנגנונים אלה ואת חובותיהם; ולספק להם תמריצים שוקיים ומשפטיים לביצוע תפקידם כהלכה. בנוסף, ההסדרה של תאגידים עם בעל שליטה מחייבת איזון בין היתרונות ובין החסרונות הנובעים מתופעת השליטה. לבעל השליטה יש

תמריץ ואף יכולת לפקח על ההנהלה ובכך להטיב עם כלל המשקיעים בתאגיד. מנגד, בעל השליטה עלול לפגוע בתאגיד או בבעלי מניות המיעוט כאשר טובתם מתנגשת באינטרסים שלו. יתר על כן, בניגוד להנהלה של חברה בבעלות מבוזרת, בעל השליטה אינו כפוף לתמריצי שוק בעלי משקל שיכולים למתן את החשש מפני התנהגות אופורטוניסטית שלו במקרה של ניגוד עניינים. משתמע מכך שיש לצמצם את ההתערבות המשפטית בהחלטות עסקיות "רגילות" ולהגביר את הפיקוח המשפטי כדי להגן על ציבור המשקיעים בנסיבות שבהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים.

מחקר מדיניות זה מציע את העקרונות שלהלן להסדרת תאגידיים עם בעלי שליטה: הגדרה ברורה של זכויות בעלי השליטה וחובותיהם; הרחבת חובות הדיווח המוטלות ישירות על בעל השליטה; יצירת תמריצי שוק עבור הדירקטורים באמצעות הענקת כוח אפקטיבי למיעוט למנות דירקטורים חיצוניים; חיזוק מעמדו של הדירקטוריון כגורם מפקח על בעל השליטה, לרבות באמצעות הגברת מעורבות הדירקטורים במקרים שבהם יש חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט עקב ניגוד עניינים של בעל השליטה; עידוד הגופים המוסדיים להגביר את המעורבות בנסיבות המתאימות; יצירת מנגנונים שיחלישו את הזיקה שבין גורמי הפיקוח והבקרה לבעל השליטה; ועידוד האכיפה הפרטית בתחום דיני התאגידיים.

בסיומו בוחן המחקר את האמצעים להתמודדות עם השליטה הריכוזית במשק בכללותו. על רשויות המדינה לגבש עמדה כוללת בשאלה אם יש לפעול באופן עקבי כדי לצמצם את ריכוזיות השליטה. בהנחה שיוחלט על פעולה לצמצום השליטה הריכוזית, הדיון מצביע על האמצעים העומדים לרשות המדינה לצורך השגת יעד זה. בין השאר, אמצעים אלה כוללים שינוי של כללי המס, מדיניות הפרטה של חברות ממשלתיות, עדכון כללי הרגולציה ומדיניות היתרי השליטה, דיני ההגבלים העסקיים והגבלות השקעה על הגופים המוסדיים.

מבוא

בחודשים האחרונים של שנת 2008 פקדה טלטלה עזה את שוק ההון בישראל. אמנם מקורו של המשבר הכלכלי היה מחוץ לגבולות המדינה, אך הוא העלה על סדר היום הציבורי את הזיקה ההדוקה בין קבוצה קטנה של בעלי שליטה בחברות ציבוריות לבין חסכוניות הציבור בישראל. זיקה זו היא תוצאה של שני תהליכים מרכזיים שהגבירו בשנים האחרונות את כוחה של קבוצה מצומצמת יחסית של משפחות שולטות. התהליך הראשון הוא ההפרטה, העברת השליטה בנכסי מפתח במשק הישראלי – כגון חברת בזק, בתי הזיקוק, בנק הפועלים ובנק דיסקונט – מהמדינה לידדים פרטיות; התהליך השני הוא צמצום המעורבות הממשלתית בתחום החיסכון הפנסיוני, בד בבד עם הפניית נתח גדל והולך של חסכוניות הציבור להשקעה בשוק ההון. התהליך הראשון מעצים את השפעתה של קבוצת בעלי השליטה על מצב המשק והכלכלה בישראל; התהליך השני מקנה לה השפעה על חסכוניותיהם של אזרחי המדינה. לתוצאה המצטברת של תהליכים אלה היינו עדים בחודשים האחרונים של שנת 2008, שבמהלכם נשמעו קריאות להעניק רשת ביטחון פנסיונית שתסייע גם לקבוצת "הטייקונים", כמו גם קריאות להעניק לבעלי השליטה סיוע ממשלתי כדי למנוע משבר בשוק הפנסיה.

על רקע תהליכים אלה נשאלת השאלה מה הם המנגנונים המפקחים על בעלי השליטה בחברות הציבוריות. מחקר מדיניות זה יתמקד בדיני התאגידים, המשמשים תשתית משפטית לפיקוח על בעלי השליטה והמעצבים את מערכת היחסים שבין בעלי השליטה, המשקיעים מקרב הציבור, נושים ועובדים. המחקר יזהה את האתגרים הניצבים לפני קובעי המדיניות בישראל בהקשר זה אגב הצבעה על פער בעייתי בין המציאות העסקית-כלכלית – שבה בעלי השליטה הם שמכתיבים את מדיניות התאגיד – לבין מערך ההסדרה המשפטית המתעלם במקרים רבים ממעמדם הדומיננטי של בעלי השליטה.

ההסדרים הקיימים בדין הישראלי עוצבו במידה רבה בהשראת הדין האנגלו-אמריקני. דין זה התגבש בשוק שבו הבעלות במניות התאגיד מפורזת בין משקיעים רבים, בעוד הכוח לנווט את ענייני התאגיד מסור בידי ההנהלה. המשפט הישראלי עשה בשנים האחרונות כברת דרך מרשימה בהכרה בדומיננטיות של בעלי השליטה ובפיתוח מנגנונים להתמודדות עם כוחם. עם זאת עדיין יש תחומים חשובים שהדין הישראלי אינו מציע בהם הסדרים נאותים לפיקוח על בעלי השליטה. המחקר יציע

קווים מנחים לשיפור דיני התאגידים במטרה לסייע במשטור דרכי ההתנהגות של בעלי השליטה ושל באי כוחם באופן שאף עתיד להועיל בפיקוח על השימוש בהון ובהשפעותיו (לרבות הקשר בין הון לשלטון).

השליטה במרבית החברות הציבוריות בישראל נמצאת בידי קבוצה קטנה יחסית של בעלי הון באמצעות פירמידות שליטה. ריכוז זה של כוח כלכלי מקנה לבעלי השליטה עמדת השפעה פוליטית. יש להניח כי אמצעים להגברת הפיקוח על בעלי השליטה – כגון מנגנוני בקרה ראויים על השימוש במשאבי התאגיד והגברת השקיפות – יקשו על צבירת הכוח הכלכלי ועל השימוש בו למטרות לא ראויות.

לדיני התאגידים השפעה ישירה על מידת ההגנה שזוכים לה המשקיעים בתאגיד – בעלי המניות, המחזיקים באגרות חוב ומשקיעים בניירות ערך אחרים. בהיעדר הגנה נאותה עלולים ההנהלה או בעל השליטה לנצל את מעמדם כדי להיטיב עם עצמם אגב פגיעה במשקיעים מהציבור. בטווח הארוך, הפגיעה בהגנה על המשקיעים תפגע גם במשק, שכן חברות ישראליות ייקלעו למצב שבו עלות גיוס ההון לצורך מימון פעילותן תהיה גבוהה יחסית. ואכן, מחקרים מלמדים על קיומה של זיקה הדוקה בין איכות מנגנוני הפיקוח על בעלי השליטה בתאגידים לבין מדדים שונים של התפתחות כלכלית, כגון חוזק שוק ההון וצמיחת המשק.¹

יתר על כן, כמו מדינות אחרות, גם על מדינת ישראל עובר בשנים האחרונות תהליך מקיף של צמצום המעורבות הממשלתית בהבטחת עתידם הפנסיוני של אזרחי המדינה. תהליך זה מתבטא בשתי התפתחויות מרכזיות. ראשית, מעבר של חלק מן העובדים במגזר הציבורי לפנסיה צוברת במקום הפנסיה התקציבית שהייתה נהוגה במשך שנים. שנית, וחשוב יותר לענייננו, הפחתה ניכרת של הנפקת אג"ח מיועדות על ידי המדינה לגופים המנהלים חיסכון פנסיוני,² שמטרתה להביא את גופים אלה להפנות חלק ניכר מכספי העמיתים להשקעה בשוק ההון. התוצאה המצטברת של התפתחויות אלה היא מגמה מתמשכת של הפניית חסכוניות הפנסיה של הציבור, המנוהלים במסגרת קופות גמל, קרנות פנסיה או ביטוחים משתתפים ברווחים, להשקעה בשוק ההון, בין במניות

1 R. La Porta et al., *Legal* לקשר בין ההגנה על המשקיעים לבין התפתחות שוק ההון ראו *Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997). לסקירה מקיפה של הקשר בין התפתחות שווקים פיננסיים לצמיחה כלכלית ראו R. Levine, *Financial Development and Economic Growth*, 35 J. ECON. LIT. 688 (1997); S. Claessens, *Corporate Governance and Development*, 21 WORLD BANK RES. OBS. 91 (2006). סיכון זה ישנו גם בהנחה שכוחות השוק יביאו את המשקיעים, שיצפו מראש את פגיעותם, לשקלל את הסיכון במחיר הראשוני שיסכימו לשלם כדי להשקיע בחברות ציבוריות בישראל. ראו A. C. Pritchard, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY BUS. L.J. 83 (2004).

2 ראו הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח שנתי לשנת 2005 298.

ובין בניירות ערך אחרים. בסוף שנת 2006 עמד היקף הנכסים המנוהלים על ידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח על כ-540 מיליארדי ש"ח, ומתוך סכום כולל זה הושקעו כ-71.8 מיליארד ש"ח במניות סחירות בישראל. במילים אחרות, רוב רובו של הציבור הרחב – לפחות מי שעומדים לרשותם אפיקי חיסכון לפנסיה – משקיעים כיום בעקיפין את כספם בשוק ההון בישראל.³ לאור האמור לעיל, לאיכות הפיקוח על בעלי השליטה השלכה ישירה על ההגנה על החיסכון הפנסיוני של הציבור.

לתהליך הפרטת הפנסיה יש השלכות גם במישור הפוליטי. ניתוב חסכוניות הציבור לשוק ההון מגביר את העניין של הציבור באיכות הפיקוח על בעלי השליטה בחברות הציבוריות. כאשר עתידם הכלכלי של רבים מהמצביעים נקבע על פי מצב שוק ההון, יש להניח כי אופן הטיפול בשוק ההון יהיה אחד הפרמטרים שעל פיהם יעריכו הבוחרים את נציגיהם (בניגוד למצב שבו ענייני שוק ההון נוגעים בעיקר לקומץ השחקנים המשקיעים בבורסה במישרין). לשם המחשה, יש הטוענים כי הפגיעה במגזרים נרחבים של האוכלוסייה האמריקנית בעקבות קריסת אנרון (Enron) והמשבר הפיננסי שבא בעקבותיה היא שהניעה את חברי הקונגרס האמריקני לתמוך ברפורמות מרחיקות לכת בכללים החלים על חברות ציבוריות בארצות הברית באמצעות חוק Sarbanes-Oxley משנת 2002.⁴ דוגמה נוספת היא המאבק הפוליטי בישראל בסוף שנת 2008 בעניין התערבות הממשלה בשוק ההון לשם הענקת רשת ביטחון לחוסכים לפנסיה.

פיקוח אופטימלי על בעלי השליטה חיוני גם לדמוקרטיה ולאיכות השלטון. כפי שאתאר בהמשך, מבנה הבעלות של התאגידים בישראל מאפשר לקבוצה קטנה של משפחות לשלוט במרבית הפעילות הכלכלית במשק בלי לשאת במלוא העלות הכלכלית של עמדת השליטה. ריכוז כזה של עוצמה כלכלית בעייתי כשלעצמו, והוא מגביר את החשש שהעוצמה הכלכלית תתורגם להשפעה פוליטית. אחד מן האתגרים המרכזיים העומדים לפני הדמוקרטיה בכלכלת שוק הוא הסדרת מערכת היחסים שבין הון לשלטון. במדינה כמו ישראל, הריכוזיות הגבוהה של השליטה במשאבים הכלכליים מגבירה את הצורך בהסדרה נאותה של מערכת יחסים זו מחד גיסא, ומקשה את השגתו של יעד זה מאידך גיסא.

מנגנוני פיקוח תאגידיים יעילים יקשו הן על ריכוז כוח כלכלי הן על השימוש בו למטרות לא לגיטימיות, ובכך יניבו יתרונות החורגים מההגנה על כספם של המשקיעים. לדוגמה, הטלת חובות גילוי נרחבות על חברות ציבוריות ובעלי השליטה

3 משרד האוצר הביע לאחרונה את דאגתו מנטיית הגופים המוסדיים להשקיע חלק ניכר מחסכונות הציבור בשוק ההון בישראל. ראו אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, משרד האוצר השקעות הגופים המוסדיים בחר"ל: מצב קיים, השלכות והצעות לפתרון נייר עמדה (31.5.2006).

4 ראו W. W. Bratton & J. A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, 41 WAKE FOREST L. REV. 619 (2006).

שלהן מגבירה את השקיפות בקרב הגורמים הדומיננטיים במשק ובכך מסייעת לא רק למשקיעים בתאגיד אלא גם לגורמים הבאים עמו במגע ומושפעים מפעולותיו.⁵ במילים אחרות, מערכת משפטית שמפעילה פיקוח נאות על הנהלת החברה ובעלי השליטה מקשה על ניצול מעמדם לרעה לשם פגיעה במשקיעים או כל מטרה לא לגיטימית אחרת.

הפרק הראשון יסקור בקצרה את מבנה הבעלות בשוק ההון בישראל. פרק זה יצביע על שני מאפיינים מרכזיים: ראשית, לרוב החברות הציבוריות בישראל בעל מניות דומיננטי שבידיו היכולת לנווט את ענייני התאגיד (להלן: בעל שליטה). שנית, חלק ניכר מבעלי שליטה אלה חולשים על מספר גדול יחסית של חברות ציבוריות, בעיקר באמצעות שימוש בפירמידות שליטה. בשל כך חלק הארי של הפעילות הכלכלית והפיננסית בישראל נשלט על ידי מספר מצומצם של משפחות. הדיון יעסוק בקצרה בשאלה אם מבנה הבעלות המצוי הוא גם הרצוי. פרק זה יסביר כי יש להבחין בין שני המאפיינים של מבנה הבעלות בשוק ההון בישראל. קיומה של שליטה ברמת התאגיד היחיד אינה תופעה לא רצויה כשלעצמה, כל עוד ישנם מנגנוני בקרה נאותים להתמודדות עם כוחו של בעל השליטה. בנוגע לפירמידות שליטה, לעומת זאת, המצב שונה. אמנם אי-אפשר לקבוע חד-משמעית כי תופעת פירמידות השליטה אינה רצויה. עם זאת יש בסיס לחשש – הנתמך אף בממצאים אמפיריים ממדינות שונות – שפירמידות השליטה טומנות בחובן סכנות לשוק ההון, למשק ולאיכות השלטון. מכל מקום, על קובעי המדיניות לקבוע מדיניות אחידה באשר לריכוזיות השליטה ולאמץ הסדרים שיביאו בחשבון את תופעת פירמידות השליטה וייתנו לה מענה נאות.

הפרק השני יתאר את השוני המהותי בין שוק עם בעלות מבוזרת בתאגידים לבין שוק עם שליטה ריכוזית. האתגר המרכזי של דיני התאגידים בשוק עם בעלות מבוזרת הוא פיקוח על ההנהלה לאור העובדה שלבעלי המניות אין היכולת והתמריץ לעשות כן. בשוק ההון בישראל, לעומת זאת, האתגר המרכזי הוא התוויית מנגנונים לפיקוח על בעלי השליטה. יתרה מזו, מבנה הבעלות משליך גם על מידת היעילות של אמצעי הבקרה: כלים מקובלים למיתון בעיית הנציג בין ההנהלה לבעלי המניות עלולים להתגלות כמשיגים תוצאה הפוכה בכל הנוגע לתופעת ניגוד העניינים בין בעלי השליטה לבין שאר המשקיעים בתאגיד.

הפרק השלישי יבחן אם מערך ההסדרה התאגידית בישראל עולה בקנה אחד עם ריכוזיות השליטה בשוק ההון הישראלי. הפרק יצביע על פער בעייתי בין המציאות העסקית-כלכלית – שבה בעל השליטה הוא הגורם הדומיננטי בתאגיד – לבין המציאות הנורמטיבית המתעלמת במקרים רבים מכוחם של בעלי השליטה.

5 ראו C. A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197 (1999)

לאור האמור לעיל יציע הפרק הרביעי קווים מנחים ראשוניים להסדרת כוחם של בעלי השליטה בחברות ציבוריות בישראל. בין השאר יעסוק הפרק במגבלות על בעל השליטה; ההשלכות הנובעות מהכרה במעמד הדירקטוריון כמוסד המפקח על בעלי השליטה; מתן אפשרות ייצוג בדירקטוריון לבעלי מניות המיעוט; מעמד המשקיעים המוסדיים; והגברת מעורבות בתי המשפט. פרק זה יסתיים בסקירה קצרה של האמצעים המשפטיים העומדים לרשות המדינה לשם התמודדות עם תופעת פירמידות השליטה (במקרה שהמדינה תחליט לאמץ מדיניות עקבית לצמצום תופעה זו).

מטרתו המרכזית של מחקר מדיניות זה היא להציג לפני קורא שאינו משפטן את הבעייתיות הנוגעת לפיקוח על בעלי השליטה ולתאר קווים מנחים ראשוניים להתמודדות עם תופעת השליטה הריכוזית. המחקר אינו מתיימר לספק סקירה משפטית מקיפה של הסוגיות התאגידיות הנוגעות לתאגידים עם בעלי השליטה. כמו כן, מטבע הדברים בחיבור המבקש לתאר את התמונה הכוללת, הדיון בחלק מהסוגיות הוא תמציתי וייתכן שאף מצדיק מחקר אקדמי נוסף.

פרק ראשון

מבנה השליטה בחברות בישראל

לשוק ההון בישראל, מלבד היותו קטן יחסית (בישראל רשומות למסחר בבורסה רק כ־650 חברות שהנפיקו מניות לציבור),⁶ שני מאפיינים מרכזיים: ראשית, לרוב החברות הציבוריות יש בעל מניות דומיננטי ששיעור ההחזקות שלו במניות החברה מקנה לו שליטה אפקטיבית על ענייני התאגיד; שנית, חלק ניכר מן החברות הציבוריות – ובייחוד הגדולות שבהן – נשלטות על ידי קבוצה מצומצמת של משפחות. הדינמיות של עולם העסקים ותהליך ההפרטה העובר על ישראל בשנים האחרונות גורמים לשינוי מתמיד בנתוני הבעלות בחברות הציבוריות בישראל. על רקע זה חשוב להדגיש כי פרק זה אינו מתיימר לשמש תחליף למחקר עדכני וממצה על מבנה הבעלות של החברות בשוק ההון בישראל, אלא מציג תמונה כללית בלבד של מבנה השוק בישראל.

א. בעלי שליטה

בסוף שנות התשעים של המאה הקודמת החלו כלכלנים לערוך בחינות השוואתיות רחבות היקף של מבנה השליטה בחברות ציבוריות במדינות שונות. בחינה זו העלתה כי הבעלות בחברות הציבוריות בארצות הברית ובבריטניה היא מבוזרת, דהיינו לחברה הציבורית הטיפוסית במדינות אלה אין בעל שליטה החולש על הצבעת הרוב באספה הכללית. שאר מדינות העולם, לעומת זאת, מתאפיינות בקיומם של בעלי שליטה בחברות הנסחרות בבורסה.⁷

גם ישראל נמנית עם המדינות שבהן לרוב החברות הנסחרות בבורסה יש בעל מניות דומיננטי שבידו שליטה אפקטיבית על ענייני התאגיד.⁸ במחקר שפרסמה קבוצת

6 נתון זה נכון לסוף שנת 2007. ראו הבורסה לניירות ערך התפתחות החברות הבורסאיות 2008 (31.3.2008): www.tase.co.il/TASE/Statistics/Stat_106_ListedCompaniesNo (כל אתרי האינטרנט בספר זה אוחזרו לאחרונה בפברואר 2009).

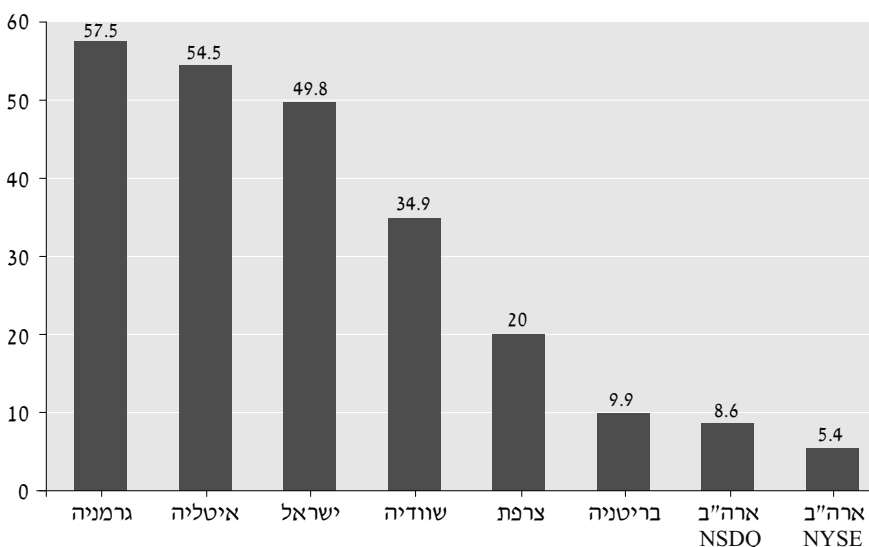
7 המחקר המשפיע ביותר הוא R. La Porta et al., *Corporate Ownership around the World*, 57 J. Fin. 471 (1999).

8 בעל מניות המחזיק ביותר מ־50% מזכויות ההצבעה הוא ללא ספק בעל שליטה בתאגיד. עם זאת

כלכלנים בשנת 1999 נמצא כי רק לחברה אחת מתוך עשרים החברות הציבוריות הגדולות בישראל אין בעל מניות המחזיק ביותר מ-20% ממניות החברה; וכי במחצית מחברות אלה משפחה אחת מחזיקה ביותר מ-20% מהמניות.⁹ באשר לחברות הבינוניות נמצא כי ל-60% מהן משפחה המחזיקה לפחות ב-20% מהמניות.¹⁰ במחקר שנערך לאחרונה בישראל נמצא כי ל-70% מהחברות המשתייכות למדד תל אביב 100 יש בעל שליטה.¹¹ תרשים 1 שלהלן, המבוסס על סקירה שנערכה לאחרונה על ידי אגף שוק ההון במשרד האוצר, ממחיש את מבנה הבעלות הטיפוסי בחברה הציבורית בישראל לעומת מדינות אחרות.

תרשים 1

מבנה הבעלות בחברה הציבורית בישראל לעומת מדינות אחרות



מקור: ע' פייער ריכוזיות הבעלות על החברות הציבוריות: השוואה בינלאומית משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון (17 בינואר 2006).

9 ברור שבנסיונות מסוימות גם בעל מניות המחזיק בפחות ממחצית מזכויות ההצבעה יכול להיות בפועל הגורם שעל פיו תוכרע ההצבעה באספה הכללית. חוק ניירות ערך מגדיר "בעל שליטה" כמי שיש לו "היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד". ראו ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. ראו La Porta et al., לעיל ה"ש 7, לוח 2. סביר להניח כי החברה היחידה שבה מדובר היא טבע. כן נמצא כי ב-40% מהחברות בעל השליטה הוא המדינה.

10 ראו La Porta et al., לעיל ה"ש 7, לוח 3.

11 ראו ק' קוסנקו התהוותן של קבוצות עסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק מחלקת המחקר, בנק ישראל (אפריל 2008).

תרשים זה מציג את חציון שיעור ההחזקות של בעל המניות הגדול ביותר בחברות הציבוריות במדינות שונות. בשולי הדברים יש לציין כי בכל הצגה כמותית של נתונים על מבנה הבעלות של החברות הציבוריות בישראל יש להביא בחשבון את ההשפעה של חברת טבע. טבע היא החברה הישראלית עם שווי השוק הגבוה ביותר, אך מבנה הבעלות בה חריג בנוף הישראלי – הציבור מחזיק כ-95% ממניותיה. לפיכך מקובל להניח כי השווי הגבוה של חברת טבע משפיע השפעה ניכרת על הניתוחים הכמותיים של שיעור החזקות הציבור בישראל.¹²

ב. פירמידות שליטה: "שלטון המשפחות"

נוסף על קיומם של בעלי שליטה במרבית החברות הציבוריות בישראל, השוק הישראלי מתאפיין גם בריכוזיות גבוהה של בעלות בחברות ציבוריות, דהיינו במקרים רבים שולט אדם אחד (או משפחה אחת) במספר רב יחסית של חברות. לכאורה, הדרך להשגת שליטה ביותר מתאגיד אחד היא רכישת בלוק השליטה בכל תאגיד בנפרד. אולם מתברר כי הדרך הרווחת לריכוז השליטה בישראל היא באמצעות יצירת קבוצות שליטה הבנויות אנכית, או "פירמידות שליטה". במסגרת זו מחזיק בעל השליטה במישרין במניות המקנות לו שליטה בחברה אחת, וזו מחזיקה במניות המקנות לה שליטה בחברה אחרת, וכן הלאה. לשם המחשה, תרשים 2 שלהלן מציג את מבנה קבוצת אי-די-בי (IDB). קבוצה זו נשלטת בידי קבוצת משקיעים שהגורם הדומיננטי בקרבם הוא נוחי דנקנר.

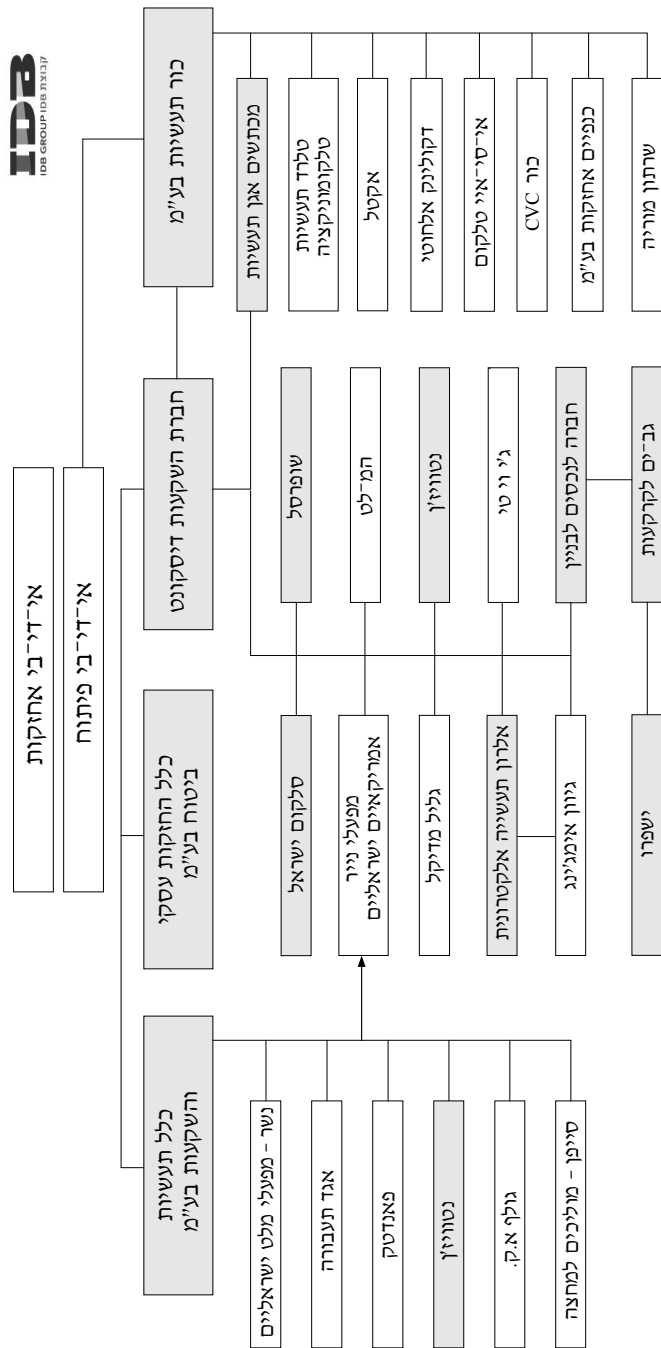
השגת נתונים מדויקים על ריכוזיות השליטה היא עניין מורכב.¹³ במחקר משנת 1999 נמצא כי שיעור החברות הישראליות שהשליטה בהן מוחזקת באמצעות פירמידת שליטה הוא 53.14%.¹⁴ אותו מחקר אף מצא כי מספר החברות הממוצע (מתוך 20 החברות הגדולות ביותר) שבבעלות משפחה אחת הוא 2.5.

12 ראו לדוגמה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח שנתי 2006 24 (אוגוסט 2007). ניתן לצפייה באתר משרד האוצר: www.mof.gov.il/hon/2001/general/rep_06.asp

13 למחקר מקיף על התפתחות הקבוצות העסקיות בישראל ראו קוסנקו, לעיל ה"ש 11.

14 ראו La Porta et al., לעיל ה"ש 7, לוח 4.

תרשים 2
מבנה קבוצת אי-די-בי



חברה הנסחרת במרסה לניירות ערך, תל אביב

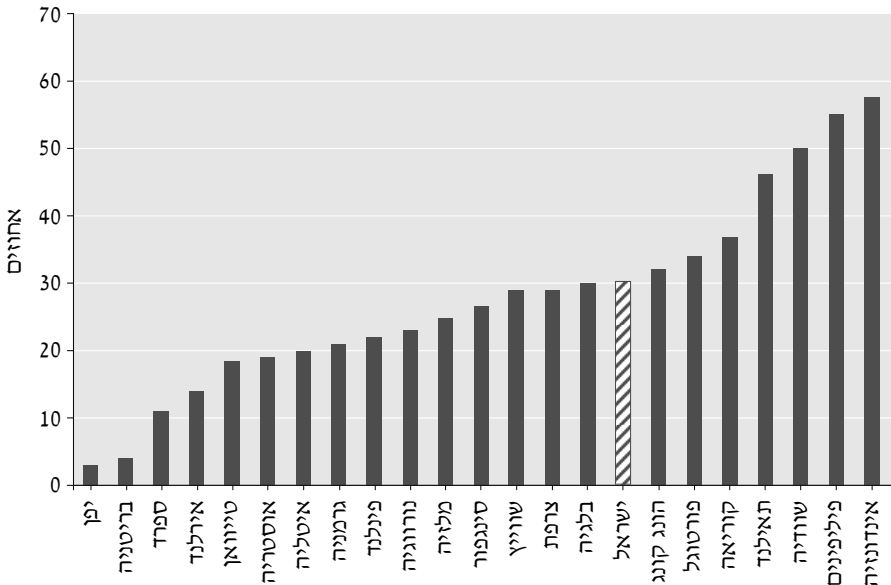
מקור: ק' קוסנקו התהוות של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק מחלקת המחקר, בנק ישראל (אפריל 2008).

במחקר מקיף שערך לאחרונה קונסטנטין קוסנקו ממחלקת המחקר של בנק ישראל נמצא כי כ-26% מן החברות הציבוריות בישראל מסונפות לפירמידות שליטה. אולם נתון סטטיסטי זה אינו מציג תמונה מדויקת של כוחם של בעלי השליטה, שכן תופעת פירמידות השליטה שכיחה יותר בקרב החברות הגדולות יותר. לדוגמה, אחוז החברות המסונפות לקבוצת שליטה מקרב החברות הציבוריות הנמנות עם מדד תל אביב 100 הוא 52. שיעור החברות המסונפות לקבוצות שליטה מקרב החברות הנמנות עם מדד תל אביב 25 – המהווה כ-75% מערך השוק של כלל החברות הנסחרות בישראל – הוא אף גבוה יותר. יתר על כן, בהתעלם מן הנתונים בנוגע לחברת טבע, עולה כי קבוצות השליטה היוו כ-50% מערך השוק של החברות שנסחרו בבורסה בשנים האחרונות, וכי עשר משפחות החזיקו בשליטה בכ-30% מן החברות הציבוריות בישראל (לפי שווי שוק).¹⁵

התרשים שלהלן מציג הצגה השוואתית של שיעור ההחזקות של עשר קבוצות השליטה הגדולות בשוק בישראל ובכמה ממדינות העולם.

תרשים 3

שיעור החזקת עשר קבוצות השליטה הגדולות בשווי השוק בישראל ובמדינות אחרות



מקור: ק' קוסנקו התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק מחלקת המחקר, בנק ישראל (אפריל 2008).

15 הנתונים מבוססים על קוסנקו, לעיל ה"ש 11.

הדיון עד עתה עסק בתופעת ריכוזיות השליטה כפי שהיא באה לידי ביטוי במבנה הבעלות בשוק ההון בישראל. נשאלת השאלה אם ריכוזיות השליטה בשוק ההון מתבטאת גם בריכוזיות של הכוח הכלכלי במשק. בסוגיה זו אין, למיטב ידיעתי, מחקרים מדעיים עדכניים, אך אפשר לקבל תמונה כללית מנתונים המפורסמים על ידי גורמים מסחריים. לדוגמה, ממדד שמפרסמת קבוצת ביי-די-איי (BDI) עולה¹⁶ כי בשנת 2007 שלטו 19 משפחות בלבד בכ-40% (298 מיליארד ש"ח) מסך ההכנסות של 500 החברות המובילות בישראל.¹⁷ בתקופה זו היו אחראיות משפחות אלה לפרנסתם של יותר 150 אלף עובדים. לדוגמה, משפחת עופר, העומדת בראש דירוג זה, חלשה בתקופה שהדוח מתייחס אליה על כ-18.7% מכלל ההכנסות של 500 החברות המובילות.

ג. בעלות מבוזרת לעומת שליטה ריכוזית: הערכה

הדיון עד עתה הציג נתונים על ריכוזיות השליטה בשוק ההון בישראל. חלק זה יעסוק בשאלה אם מבנה הבעלות המצוי הוא אף הרצוי, דהיינו: האם על המדינה לשאוף לשינוי מבנה הבעלות בשוק ההון בישראל? תחילה אדון בתופעת השליטה הריכוזית ברמת התאגיד היחיד; לאחר מכן אדון בהשלכות של ריכוזיות השליטה במסגרת פירמידות שליטה.

הממצאים האמפיריים בדבר השוני הדרמטי במבנה הבעלות בין ארצות הברית, בריטניה ושאר מדינות העולם עוררו מחלוקת אקדמית רחבת היקף באשר לגורמים ההיסטוריים להבדלים בין המדינות בכל הנוגע למבנה הבעלות בשוק ההון,¹⁸ כמו גם בשאלה אם בעלות מבוזרת עדיפה על בעלות ריכוזית בחברות ציבוריות. שנים אחדות הסתמנה כדומיננטית הגישה הגורסת שבעלות מבוזרת עדיפה על בעלות ריכוזית.

16 ראו א' כידן "הריכוזיות במשק עלתה ב-2007: ל-19 'משפחות העושר' הכנסות של כ-300 מיליארד שקל" גלובס 10.3.2008.

17 19 המשפחות השולטות והמשפיעות בישראל על פי ביי-די-איי הן (לפי סדר האל"ף-בי"ת): אלוביץ, אריסון, בורוביץ, בינו, נוחי דנקנר, המבורגר, ויסמן, ורטהיים, זיסאפל, לבייב, מ' פדרמן, סבן, עופר, עזריאלי, פישמן, שחרקו, שטראוס, שמלצר ותשובה.

18 המחלוקת המרכזית נוגעת למידה שבה מבנה הבעלות הוא תוצאה של החוק, הפסיקה והתרבות המשפטית בכל מדינה. קבוצה אחת של חוקרים טענה כי ריכוזיות השליטה נובעת מהגנה חלשה של מערכת המשפט על זכויות המשקיעים. ראו לדוגמה R. La Porta et al., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998); J. C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L.J. 1 (2001) M. J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Control*, 53 STAN. L. REV. 539 (2000); B. R. Cheffins, *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEGAL STUD. 459 (2001)

גישה זו באה לידי ביטוי, לדוגמה, בעמדת קרן המטבע הבינלאומית והבנק העולמי בעת המשבר הפיננסי של 1998 בדרום-מזרח אסיה ובהמלצה משנת 2002 של ועדת מומחים של האיחוד האירופי לאמץ הסדרים שיקלו על בעלי מניות המיעוט לחייב את השולט לפזר את גרעין השליטה.¹⁹

אולם העמדה המקובלת כיום היא שמבנה בעלות מסוים אינו בהכרח עדיף. קיומו של בעל שליטה שלו אינטרס כלכלי ניכר בשגשוג החברה פותר את מרכיב בעיות הפיקוח על ההנהלה המאפיינות תאגידים עם בעלות מבוזרת. לדוגמה, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי לתאגידים מסוימים עם בעל שליטה ביצועים עדיפים מאלה של תאגידים דומים ללא בעל שליטה.²⁰ עם זאת לבעל השליטה כוח רב העלול להיות מנוצל גם למטרות פגיעה בתאגיד ובמשקיעים (הפרק הבא ידון בחשש זה בהרחבה). לכן אי-אפשר לזהות מבנה בעלות העדיף קטגורית על האחר. בהיעדר העדפה ברורה, מטרת מערכת המשפט היא לעצב מערך של תמריצים שוקיים ומשפטיים שיביא לפיקוח נאות על בעלי הכוח – בין שהם מנהלים ובין שהם בעלי שליטה.²¹ במילים אחרות, על דיני התאגידים לפתח מנגנוני בקרה שיתאימו לכל סוג של תאגיד, בהתאם למבנה הבעלות שלו.

ד. פירמידות שליטה: הערכה

בניגוד לעמדה בנוגע לקיומם של בעלי שליטה ברמת התאגיד היחיד, הספרות האקדמית נוקטת גישה חשדנית בכל הקשור לפירמידות השליטה, מאחר שמבנה החזקות זה משמש פלטפורמה נוחה לריכוז כוח כלכלי ניכר בידי קבוצה מצומצמת של בעלי הון אגב הפרדה בין היקף ההשקעה הכלכלית לבין היקף ההשפעה של העומדים בראש הפירמידה. תת-פרק זה יציג בקצרה את הבעייתיות הכרוכה בריכוז חלק נכבד של החברות הציבוריות בפירמידות שליטה עבור המשקיעים, המשק ואיכות השלטון. סכנות פוטנציאליות אלה מחזקות את הצורך בבחינה מעמיקה יותר של ההשלכות הנובעות מריכוזיות השליטה בחברות הציבוריות על הכלכלה והדמוקרטיה בישראל ובגיבוש עמדה כוללת ועקבית של השלטונות בסוגיה זו. בפרק החמישי של מחקר מדיניות זה אסקור בקצרה כמה אמצעים העומדים לרשות המדינה להתמודדות עם התופעה.²²

19 ראו R. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1647-1648 (2006)

20 לדוגמה, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי הביצועים של חברות ציבוריות שבהן בעל השליטה הוא גם מייסד החברה נוטים להיות טובים יותר משל חברות דומות בבעלות מבוזרת. ראו R. C. Anderson & D. M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 J. FIN. 1301 (2003)

21 ראו Gilson, לעיל ה"ש 19.

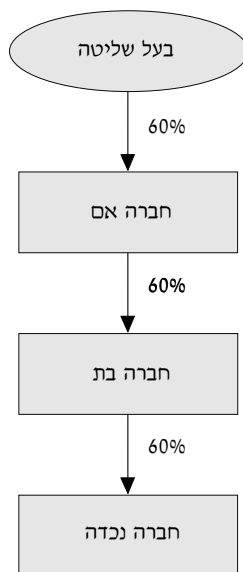
22 לסקירה מקיפה על ההשפעות האפשריות של תופעת קבוצות השליטה בשווקים מתפתחים ראו

1. אמצעי להפרדה בין בעלות לשליטה

גורם המעוניין לשלוט בכמה תאגידים יכול תאורטית לרכוש מניות של כל תאגיד בנפרד בכמות המספקת להשגת רוב באספה הכללית. בהנחה שלתאגיד אין מניות עם זכויות הצבעה עודפות, מתכונת אופקית זו של השגת שליטה מחייבת את בעל השליטה להחזיק כמות גדולה מהון המניות בכל תאגיד ולשאת במלוא העלות הכרוכה בכך. מבנה החזקות פירמידלי, לעומת זאת, מאפשר לשלוט במספר גדול של תאגידים בלי לשאת בעלות המלאה של שליטה זו.²³ מבחינה זו, פירמידת שליטה דומה לאמצעים אחרים להפרדה בין בעלות בהון התאגיד לשליטה, כגון מניות עם זכויות הצבעה למיניהן.²⁴ התרשים שלהלן ממחיש כיצד קבוצת השליטה יוצרת הפרדה בין בעלות כלכלית לכוח ההשפעה של העומד בראש הקבוצה.

תרשים 4

הפרדה בין בעלות לשליטה בפירמידת שליטה



T. Khanna & Y. Yafeh, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, 45 J. ECON. LIT. 331 (2007)

23 ראו L. A. Bebchuk, R. Kraakman, & G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP* (R. K. Morck ed., Chicago: University of Chicago Press, 2000)

24 ראו גם M. Burkart & S. Lee, *The One Share One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, 12 REV. FIN. 1 (2008)

תרשים זה מתאר מצב שבו בעל השליטה מחזיק ישירות ב-60% מהחברה האם אשר אין לה פעילות עסקית ונכסיה היחידים הם 60% ממניות החברה הבת. גם לחברה הבת אין פעילות עסקית, והיא מחזיקה ב-60% ממניות חברה אחרת ("נכדה") שלה פעילות עסקית. מבנה החזקות זה מקנה לבעל השליטה את הכוח לכוון את ענייניה של החברה הנכדה. לעומת זאת בעל השליטה מחזיק רק בכ-21.6% מהבעלות הכלכלית בחברה הנכדה. לפיכך אם תחליט החברה הנכדה על חלוקת דיווידנד בסך מיליון ש"ח, יגיע מסכום זה בסופו של דבר לידי בעל השליטה רק סכום של כ-216,000 ש"ח. לסיכום, בעוד בעל השליטה חולש על הפעילות של מספר גדול של תאגידים, רוב המימון להשגת השליטה אינו מגיע מכיסו של בעל השליטה אלא מהציבור, ובמקרה של ישראל – הגופים המוסדיים.

2. שוק ההון והגנה על המשקיעים

מערך התמריצים של בעל שליטה בתאגיד יחיד ("stand alone") שונה מהותית מזה של המשפחה השלטת ככל שמדובר בתאגיד הנמצא במיקום נמוך יחסית בפירמידת השליטה. הבעלות הכלכלית הניכרת במניות התאגיד היחיד יוצרת תמריץ עבור בעל השליטה לפעול לטובת כלל המשקיעים. אולם המצב עלול להיות שונה בתאגידים הפועלים במסגרת פירמידת שליטה, שכן בעל השליטה לא בהכרח מחזיק בבעלות גדולה בהון התאגיד.²⁵ ככל ששיעור הבעלות בהון נמוך יותר, כך מוחלשים התמריצים של בעל השליטה לפעול לטובת התאגיד וגובר החשש כי יפעיל את כוח השליטה שלו להפקת רווחים פרטיים על חשבון התאגיד ובעלי מניות המיעוט. בין השאר עולה החשש כי בעל השליטה יפעל להעברת משאבים מהתאגיד לתאגידים אחרים שבשליטתו, שבהם הוא מחזיק בשיעור גבוה יותר של בעלות בהון. העברת משאבים זו, המכונה בספרות המימונית "tunneling" (תיעול),²⁶ יכולה להתבצע במגוון דרכים, לרבות עסקאות פיננסיות בין החברות הנמנות עם הקבוצה, העברת נכסים ושירותים שלא במחירי השוק ותשלומים מופרזים תמורת שירותי ניהול. תימוכין לחשש זה אפשר למצוא במחקרים המראים כי ערך התאגיד עולה בד בבד עם הגידול בשיעור ההחזקות בהון של בעל השליטה (cash flow rights), אך יורד ככל שגדל הפער בין כוח השליטה של בעל השליטה לזכויות ההוןיות שלו.²⁷

25 ההתרחשויות בשוק ההון בישראל על רקע המשבר העולמי המחישו כי חלק מפירמידות השליטה מסתמכות בצורה משמעותית גם על הנפקת איגרות חוב לצורך מימון רכישת השליטה. אולם במחקר מדיניות זה לא ארון בהשפעה של רמת המינוף של התאגיד, דהיינו יחס החוב להון שלו, על הבעלות הכלכלית "האמתית" של בעלי השליטה.

26 ראו S. Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000)

27 ראו S. Claessens et al., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, 62 J. FIN. 2741 (2002); M. Bennedsen & K. Meisner

ההפרדה בין בעלות בהון לשליטה נעשית משמעותית יותר כשמדובר בתאגידים בתחתית הפירמידה. מחקרים שנערכו במדינות שונות תומכים בהשערה שתאגידים הממוקמים בתחתית פירמידת הבעלות פגיעים במיוחד. בין היתר הגיעו חוקרים לממצאים האלה: לתאגידים הנמצאים בתחתית הפירמידה רווחיות נמוכה יותר ביחס לתאגידים מקבילים;²⁸ תאגידים כאלה סבלו יותר מתאגידים אחרים במהלך המשבר הפיננסי שפקד את אסיה בסוף שנות התשעים של המאה הקודמת;²⁹ בעלי השליטה נוטים להעביר משאבים מחברות שבהן הבעלות הכלכלית שלהם נמוכה יחסית לחברות שבהן הבעלות הכלכלית שלהם גבוהה.³⁰

פירמידות שליטה עלולות לפגוע גם בשקיפות. מורכבות קשרי הגומלין בין התאגידים הנמנים עם פירמידת השליטה מקשה על אנליסטים וגורמים חיצוניים אחרים לאסוף מידע אמין בדבר מצבו הפיננסי של התאגיד היחיד. לפיכך דיווחי תאגידים המשתייכים לפירמידות שליטה עלולים להיות באיכות נמוכה יותר.³¹ מחקרים אף מראים

-
- Nielsen, *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, ECGI Finance Working Paper No. 134/2006
- 28 ראו לדוגמה S. Claessens et al., *The Rationale for Groups: Evidence from East Asia*, World Bank (July 1999): www.nber.org/~confer/99/cfsi99/djankov.pdf. מחקר זה מוצא כי חברות בקבוצה מביאה להפחתת ערך החברה באופן יחסי למידת ההפרדה בין בעלות לשליטה ומגיע למסקנה כי אף שחברות בקבוצה תורמת לערך החברה על ידי האפשרות לנצל שווקים פנימיים (internal markets), ההפסד הנובע מניצול בעלי מניות המיעוט מאפיל על שאר היתרונות, והוא המניע המרכזי ליצירת קבוצת חברות.
- 29 M. L. Lemon & C. V. Lins, *Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*, 4 J. FIN. 1445 (2003). המחקר מראה כי התשואה לבעלי המניות בחברות אלה (stock return) הייתה בכ-10%-20% נמוכה יותר מבחברות אחרות.
- 30 M. Bertrand et al., *Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups*, 117 Q. J. ECON. 121 (2002). המחקר בוחן את התגובה של חברות השייכות לפירמידה לזעזועי רווח (earning shocks) ומגלה כי חברות בתחתית הפירמידה מגיבות בצורה מתונה יותר לעומת חברות עצמאיות בכל הקשור לזעזועי רווח חיוביים. כמו כן ראו Kee-Hong Bae, Jun-Koo Kang, & Jin-Mo Kim, *Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups*, 57 J. FIN. 2695 (2002). זה מראה כי מיוזגים במסגרת קבוצות שליטה בקוריאה פועלים במקרים רבים להצלת חברות כושלות שבהן מחזיק בעל השליטה בנתח גדול יותר מבחברות היעד.
- 31 J. Chang et al., *Analyst Activity Around the World*, Harvard Business School Working Paper (2001): <http://ssrn.com/abstract=204570>. המחקר בחן את הסוגיה בכל הנוגע למדיניות אמריקה הלטינית והמזרח הרחוק ומצא כי ההשתייכות לפירמידת שליטה פוגעת ביכולת של אנליסטים לספק תחזיות מדויקות על רווחיות התאגיד. מנגד, המחקר מצא כי ההשפעה של השתייכות לפירמידת שליטה משנית יחסית להשפעה של גורמים מדינתיים, כגון מידת ההגנה על המשקיעים ואיכות מערכת המשפט.

כי מידת האמינות ששוק ההון מייחס לדיווחי התאגיד (earning informativeness) עומדת ביחס הפוך למידת השליטה של בעל השליטה (בהנחה שבעל השליטה חצה את הסף המקנה לו שליטה בחברה), ואיכות המידע יורדת ככל שגדל הפער בין הבעלות בהון לבין כוח השליטה בחברה.³² בישראל, לדוגמה, לא נמצאו תקופה ארוכה אנליסטים שסיקרו את פעילות חברות ההחזקה בקבוצת אי-די-בי.³³ חשוב להדגיש כי לחסרונות אלה של פירמידות השליטה השלכות החורגות מהגנה על עניינם של המשקיעים בלבד. היעדר שקיפות ועסקאות בעלי עניין מביאים לפגיעה ישירה במשקיעי המיעוט, אך גם יוצרים סביבה המקשה בסופו של דבר על המדינה לפקח על התאגיד. לשם המחשה, מחקר שנערך לאחרונה מצא שיש התאמה בין איכות הממשל התאגידי של חברות לבין נטייתן להתחמק מתשלומי מס.³⁴ הסיבה לכך היא ששיטות ההסוואה שבהן נוקטים בעלי שליטה כדי להעביר לעצמם משאבים של התאגיד ללא שיתוף בעלי מניות המיעוט מאפשרות להן בסופו של דבר גם לחמוק מתשלומי מס.

בצד חסרונות אפשריים אלה, להחזקת תאגידיים באמצעות פירמידות שליטה עשויים להיות גם יתרונות. לדוגמה, כאשר שוק ההון אינו מפותח, פעולה במסגרת של קבוצה עסקית (business group) יכולה לאפשר לתאגידיים הנמנים עם הקבוצה לגייס הון, לסייע לתאגידיים בקשיים³⁵ ואף ליצור שוק עבודה "פנימי" עבור הדרג הניהולי. כמו כן, פעילות במסגרת קבוצה עסקית מאפשרת יישוב סכסוכים בין התאגידיים החברים בקבוצה באופן לא פורמלי, ובכך מספקת תחליף נוח למערכת המשפט. יתרונות אלו זוכים אף הם לתמיכה במחקרים אמפיריים.³⁶ לפיכך, בהנחה שהמבנה הקונצרני אכן טומן בחובו יתרונות כלשהם, השאלה המכרעת עבור המשקיעים מקרב הציבור היא אם התועלת מיתרונות פוטנציאליים אלה עולה על הסכנות הכרוכות במבנה החזקות זה.³⁷

32 J. P. H. Fan & T. J. Wong, *Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*, 33 J. ACCT. & ECON. 401 (2002)

33 ראו נ' שבע "למה עוד לא נולד האנליסט שסיקר את מניות אי.די.בי?" גלובס 19.10.2006.

34 ראו M. A. Desai et al., *Theft and Taxes*, 84 J. FIN. ECON. 591 (2007)

35 R. Morck & B. Yeung, *Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control*, World Bank Policy Research Working Paper 3406 (September 2004)

36 T. Khanna, *Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions*, 44 EURO. ECON. REV. 748, 751 (2000). הכותב מדווח על מחקרים שמצאו קשר בין השתייכות לקונצרן במדינה מתפתחת לבין מדדים של שווי החברה, ביצועיה ורווחיה.

37 לדיון בשאלה זו ולהצגה ספקנית של הממצאים האמפיריים בסוגיה ראו Khanna, שם, בעמ' 754-755.

3. הכלכלה והמשק

שכיחותן של קבוצות עסקיות עלולה להציב קשיים גם לפני המשק בכללותו. כאמור, פירמידות שליטה מאפשרות למספר קטן של משפחות לרכז בידיהן, בעלות נמוכה יחסית, את השליטה במספר רב של חברות ציבוריות. פירמידת שליטה טיפוסית יכולה לכלול חברות בתחומים מגוונים כגון נדל"ן ואנרגיה, מוסדות פיננסיים כמו בנקים או חברות ביטוח ואמצעי תקשורת כמו תחנות טלוויזיה, רדיו ועיתונות כתובה. ריכוזיות השליטה מעלה, מטבע הדברים, חשש לפגיעה בתחרות ובמנגנוני השוק.³⁸ חששות אלה מקבלים משנה תוקף במשק קטן יחסית כמו ישראל. במשק מסוג זה, מצב שבו מספר שחקנים קטן חולש על מרבית הפעילות העסקית, על המקורות למימון הפעילות העסקית ועל אמצעי התקשורת הוא בעייתי, בלשון המעטה.

מקור אחד לבעייתיות הוא העובדה שפירמידות השליטה כוללות במקרים רבים גם מוסדות פיננסיים. מחקר שנערך לאחרונה בבנק ישראל מצא כי כ-50% מן החברות במגזר הפיננסי בישראל מסונפות לפירמידות שליטה.³⁹ מצב דברים זה מעורר חששות אחדים. ראשית, החשש כי השליטה במוסדות הפיננסיים תנוצל להעדפת חברות הנמנות עם פירמידת השליטה ולהפליית חברות המתחרות עמה. שנית, לרשות חברות הנמנות עם פירמידת השליטה עומד מקור מימון זמין, והדבר מקנה להן יתרון ניכר בעיקר בעתות משבר בשוק ההון. שליטת, בנקים או מוסדות פיננסיים אחרים נותנים אשראי לחברות במגוון תחומים במשק, ומתוקף מעמדם זה הם חשופים למידע עסקי רגיש על אודות הלוויים שלהם. לפיכך שליטה בבנק על ידי גורם שהוא בעל שליטה גם במגוון חברות אחרות עלולה לזכות את בעל השליטה במידע יקר ערך שביכולתו להעביר לחברות אחרות שבשליטתו, ובכך תפגע התחרות.⁴⁰

מקור נוסף לחשש הוא העובדה שבישראל משפחות מעטות חולשות על נתח גדול מן הכלכלה. מורכבות יחסי הגומלין בין המשפחות השולטות – לדוגמה, תחרות בין חברות במגזרים מסוימים אך שיתוף פעולה במגזרים אחרים – מקשה מאוד על יצירת

38 R. Morck, D. Wolfenzon, & B. Yeung, *Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth*, 43 J. ECON. LIT. 655 (2005): "Entrusting the governance of huge slices of a country's corporate sector to a tiny elite can bias capital allocation, retard capital-market development, obstruct entry by outsider entrepreneurs, and retard growth" של המדינה בידי עילית קטנה עלולה להביא לעיוותים בהקצאת ההון, לעכב את פיתוחו של שוק הון, לחסום כניסה של יזמים חדשים ולעכב צמיחה."]

39 ראו קוסנקו, לעיל ה"ש 11.

40 ראו לדוגמה, ס' פרץ "כוח, כוח ועוד כוח" הארץ 18.9.2006 (דיון בשאלת התועלת הפוטנציאלית לנוחי הנקנה, בעל השליטה בקונצרן אי-די-בי, מרכישת שליטה בבנק פועלים).

תנאים של תחרות חופשית ועל אכיפת החוק בהקשר זה.⁴¹ יתר על כן, קשה להתמודד עם הסכנות הנובעות מריכוזיות הכוח הכלכלי באמצעים המקובלים של דיני ההגבלים העסקיים, משום שמערכת דינים זו מכוונת בעיקר לעידוד התחרות בשוק נתון, אך לא במשק בכללותו.⁴²

ריכוז הפעילות הכלכלית במסגרת קבוצות עסקיות (או פירמידות שליטה) מעלה חשש גם לניווט השוק. הסיבה לכך היא שהפעילות באמצעות פירמידת שליטה עשויה להקנות לתאגידים הנמנים עם הקבוצה יתרונות על פני מתחריהם בכל הנוגע לתנאי מימון, הגנה מפני כישלון עסקי, עסקאות עם תאגידים אחרים המשתייכים לקבוצה והיבטים דומים נוספים. יתרונות אלה של התאגידים המשתייכים לקבוצת שליטה עלולים להקשות על פעילותן של חברות שאינן נמנות עם פירמידות השליטה. יתר על כן, היתרון המובנה של תאגידים אלה, לרבות המוסדות הפיננסיים העומדים לרשות חלק מבעלי השליטה, עלול להגביל את היצע ההון הזמין ליזמים חדשים.⁴³ בטווח הארוך, אם כן, הדומיננטיות של קבוצות עסקיות בשוק עלולה להאט את רמת החדשנות במשק.⁴⁴

4. דמוקרטיה ואיכות השלטון

ריכוזיות של כוח כלכלי יכולה לבוא לידי ביטוי גם במישור הפוליטי.⁴⁵ בהקשר זה יש לציין שלושה מאפיינים ההופכים את פירמידות השליטה לפלטפורמה נוחה במיוחד להפעלת השפעה פוליטית. ראשית, פירמידות השליטה מאפשרות ריכוז כוח כלכלי בעלות נמוכה יחסית. במילים אחרות, הן יוצרות פער בין היקף ההשקעה הנדרשת מן המשפחות השולטות כדי לבצר את שליטתן בתאגידים הנמנים עם פירמידת השליטה

41 ראו Khanna & Yafeh, לעיל ה"ש 22.

42 ראו ההתלבטות של הרשות להגבלים עסקיים בשנת 2006, כאשר היה נדמה כי נוחי דנקנר עומד להצטרף לגרעין השליטה בבנק הפועלים. א' בן-בסט וי' יפה "אי.די.בי אחזקות כבעלת בנק: סכנה לדמוקרטיה" הארץ (6.12.2006). ראו גם מ' בסוק "בן-בסט: הממשלה צריכה לקבוע כללים לרכישת בנק בידי חברת אחזקה" הארץ (21.9.2006).

43 ראו H. Almeida, *Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets*, 79 J. FIN. ECON. 99 (2006)

44 יש אף מחקר הטוען כי מדינות שבהן חלק גדול יחסית מהעושר הלאומי עובר בירושה לבעלי שליטה, קצב הצמיחה יהיה נמוך יחסית לעומת מדינות עם נתונים דומים. ראו R. K. Moreck, D. K. Stangeland, & B. Yeung, *Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?* in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP, לעיל ה"ש 23.

45 ראו D. Acemoglu, S. Johnson, & J. Robinson, *Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth*, NBER Working Paper #10481 (May 2004)

לבין המשאבים הכלכליים הנתונים לשליטתן. כמובן, עוצמת ההשפעה הפוליטית נקבעת בסופו של דבר לא לפי מידת השקעת ההון האישי של המשפחות השולטות, אלא בהתאם לעוצמה הכלכלית העומדת לרשותן מתוקף שליטתן בזכויות ההצבעה. אפשר לסכם ולומר כי ציבור המשקיעים – בכללו הגופים המוסדיים – הם אשר מעמידים לרשות בעלי השליטה את ההון הנדרש לשם ריכוז העוצמה הכלכלית.

שנית, ריכוזיות השליטה מעמידה לרשות מספר מצומצם של משפחות כמות גדולה יחסית של משאבים שבהם אפשר לעשות שימוש לצרכים פוליטיים.⁴⁶

שלישית, כאשר בעל השליטה חולש על כמה תאגידים, ללא איום של השתלטות עוינת, הדבר מקנה לו יציבות שמאפשרת יצירת קשרים ארוכי טווח עם מוסדות השלטון.⁴⁷ לעומת הנהלה בתאגיד בבעלות מבוזרת, שעלולה לאבד את מקום עבודתה במקרה של השתלטות עוינת או פיטורים, בעל השליטה ימשיך בשליטתו בתאגיד כל עוד יחפוץ בכך.

לאור האמור לעיל, יש הטוענים כי ריכוזיות הכוח הכלכלי במסגרת פירמידות שליטה מסכנת את הדמוקרטיה.⁴⁸ ההשפעה ההדרית שבין הון לשלטון עשויה להתבטא במישורים אחדים בהקשר של פירמידות שליטה. ראשית, בעלי השליטה יכולים להפעיל השפעה פוליטית כדי להיטיב עם התאגידים המסונפים לפירמידת השליטה. קשרים פוליטיים הם נכס בעל ערך רב עבור תאגידים, שכן למדיניות הממשלתית עשויה להיות השפעה ניכרת על ה"שורה התחתונה" שלהם. תאגידים יכולים להפעיל השפעה פוליטית כדי להביא לרגולציה שתטיב עם התאגיד, תקל על נטל המס המוטל עליו, תמנע כניסת מתחרים חדשים לשוק או תכביד על פעולתם של מתחרים קיימים. מחקר השוואתי מקיף שבחן 47 מדינות הראה כי קיומה של זיקה בין בעלי השליטה או נושאי המשרה הבכירים בתאגיד לבין גורמי השלטון מעלה את ערך התאגיד.⁴⁹ מחקר אחר שנערך באינדונזיה מצא כי שווי השוק של חברות עם זיקה פוליטית למשטרו של סוהרטו, שליט אינדונזיה, ירד ירידה ניכרת לאחר פרסום חרשות בדבר הרעה במצבו הבריאותי.⁵⁰ מחקר שנערך בברזיל מצא שביצועי המניה של חברות שתרמו כספים לפוליטיקאים היו גבוהים יותר מביצועי המניה של חברות שלא תרמו כספים, ככל הנראה עקב השפעה

46 לניתוח מקיף של הזיקה שבין פירמידות שליטה ליכולת השפעה פוליטית ראו Morck, Wolfenzon, & Yeung, *לעיל* ה"ש 38, בעמ' 695-696.

47 ראו Fan & Wong, *לעיל* ה"ש 32, בעמ' 408-409.

48 לטענה כי פירמידות שליטה מסכנות את איכות השלטון ראו Morck, Wolfenzon, & Yeung, *לעיל* ה"ש 38, R. Morck & B. Yeung, *Family Control and the Rent-Seeking Society*, 28 ENTREPRENEURSHIP THEORY AND PRACTICE 391 (2004).

49 ראו M. Faccio, *Politically Connected Firms*, 96 AM. ECON. REV. 369 (2006).

50 ראו R. Fisman, *Estimating the Value of Political Connections*, 91 AM. ECON. REV. 1095 (2001).

של השלטון על זמינות האשראי לחברות עסקיות במדינה זו.⁵¹ קשרים פוליטיים יכולים אף לשמש תחליף לצורך בגיוס הון ממשקיעים זרים, שכן התועלת מנגישות למקורות מימון זרים נמוכה יותר לתאגיד עם קשרים פוליטיים במדינת המוצא שלו.⁵² שנית, היווצרות פירמידות שליטה במשק כלשהו היא במקרים רבים תוצאה של מדיניות ממשלתית.⁵³ יתר על כן, גם ללא מעורבות ממשלתית ישירה בהבאתן לעולם, הכוח הפוליטי הנובע מריכוזיות השליטה מקנה לפירמידות השליטה יתרון עסקי רב ובכך מעודד בעקיפין את התגבשותן. במילים אחרות, למרות הסכנות הטמונות במבנה החזקות זה לציבור המשקיעים, העוצמה הפוליטית של פירמידות השליטה עשויה לפעול גם לרווחת כלל המשקיעים בתאגידים המשתייכים לפירמידת השליטה.⁵⁴ היתרון של פירמידות השליטה במישור הפוליטי עשוי אפוא להסביר מדוע הן שכיחות במדינות רבות על אף החסרונות הטמונים בהן עבור משקיעי המיעוט. שלישית, יש ממד של היזון חוזר בין ריכוזיות השליטה לבין מידת המעורבות של הממשלה במשק. ככל שמעורבות הממשלה במשק גדלה, כך גם גדלה ההשפעה בכוח של המדיניות הממשלתית על רווחיות הפירמות במשק. לפיכך במשק שבו לממשלה מעורבות אינטנסיבית יותר, התועלת הצפויה לתאגיד מעמדת השפעה פוליטית אף היא גדולה יותר, וכך גם היתרונות הטמונים בריכוזיות של הכוח הכלכלי. מעורבות ממשלתית נרחבת במשק מגבירה את התועלת הכלכלית הנלווית לעמדת השפעה פוליטית. לפיכך לא מן הנמנע שהגברת המעורבות הממשלתית בחיי הכלכלה מעודדת בעקיפין את צמיחתן של פירמידות שליטה. בד בבד יש לצפות מבעלי כוח כלכלי כי ינסו לעשות שימוש בעוצמה הפוליטית שכוח זה מקנה להם לשם חיזוק הכוח הכלכלי והנצחת מעמדם הדומיננטי במשק – לדוגמה באמצעות הגבלת כניסתם של מתחרים לשוק או עיכוב הפיתוח של שוק ההון.⁵⁵ במילים אחרות, צבירת יכולת השפעה במישור

- 51 S. Claessens et al., *Political Connections and Preferential Access to Finance*: ראו גם *The Role of Campaign Contributions*, 88 J. FIN. ECON. 558 (2008).
- 52 S. Johnson & T. Mitton, *Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia*, 67 J. FIN. ECON. 351 (2003). המחקר טוען כי מלוויה הטילה הגבלות על תנועת הון כדי להיטיב עם חברות שהיו להן קשרים עם נציגי השלטון.
- 53 C. Leuz & F. Oberholzer-Gee, *Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia*, 81 J. FIN. ECON. 411 (2006).
- 54 לסקירה של השפעת המדיניות הממשלתית על היווצרותן של פירמידות שליטה בישראל ראו D. Maman, *The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared*, 23 ORG. STUD. 737 (2002).
- 55 ראו Khanna & Yafeh, *לעיל ה"ש* 22.
- 56 K. Fogel, *Oligarchic*; Morck, Wolfenzon, & Yeung, *Family Control, Social Economic Outcomes, and the Quality of Government*, ראו לדוגמה *לעיל ה"ש* 38.
- 57 המחקר האחרון מראה כי שליטה ריכוזית של משפחות 37 J. INT. BUS. STUD. 603 (2006).

הפוליטי היא מן הסתם אחד המניעים לריכוזיות השליטה. אך קיומו של כוח פוליטי גם הוא גורם המנציח את מבנה השליטה הקיים בשוק. ואכן, הנתונים מראים כי ריכוזיות של כוח כלכלי נפוצה יותר במדינות שיש בהן נטייה לרגולציה ממשלתית מכבידה יחסית, יותר שחיתות, פחות שלטון חוק ויותר חסמי כניסה.⁵⁶ רביעית, בעלי השליטה עלולים להפעיל את השפעתם גם בנוגע למטרות העומדות בסתירה לאינטרסים של המשקיעים בתאגידים המשתייכים לפירמידת השליטה. בעלי השליטה, לדוגמה, יהיו מעוניינים בחקיקה שתבצר את עמדת השליטה שלהם או תבטיח את יכולתם להפיק רווחים פרטיים משליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט. בעלי השליטה עלולים גם להתנגד לרפורמות שמטרתן להגביר את השקיפות בשוק ההון או להעצים את ההגנה המוענקת לבעלי מניות המיעוט מפני כוחו של בעל השליטה. לבסוף, ריכוזיות הכוח הכלכלי יכולה לבוא לידי ביטוי במישור הפוליטי גם בתחומים שאינם נוגעים לפעילות העסקית של התאגידים השונים. בעלי שליטה יכולים להשתמש בעמדת ההשפעה שלהם כדי לקדם סדר יום פוליטי, חברתי או כלכלי העולה בקנה אחד עם השקפותיהם האישיות.

5. סיכום: הצורך בקביעת עמדה

הדיון בחלק זה סקר את הספרות האקדמית בדבר הסכנות הפוטנציאליות הטמונות בריכוזיות של משאבים כלכליים באמצעות פירמידות שליטה. למיטב ידיעתי אין מחקרים אשר מבססים חד-משמעית את הטענה שפירמידות שליטה פוגעות בדמוקרטיה בכלל ובמדינת ישראל בפרט. יתר על כן, מנגנונים ראויים של משטר תאגידי, בשילוב עם מערכת פוליטית באיכות גבוהה, עשויים להגביל את יכולת ההשפעה של בעלי כוח כלכלי.⁵⁷

מכל מקום, גם בהיעדר ממצאים אמפיריים חד-משמעיים אין ספק שקבוצות השליטה מציבות אתגר לא פשוט לפני קובעי המדיניות. לכל הפחות, קיומן מחדד את הצורך של רשויות המדינה לבחון לעומק את תופעת השליטה הריכוזית, כדי לגבש עמדה עקרונית בשאלה אם תופעה זו רצויה. בהתאם למסקנותיה של בחינה עקרונית זו, יש לקבוע מדיניות ממשלתית עקבית בסוגיית השליטה הריכוזית. אם המסקנה

בחברות הציבוריות שכחה יותר במדינות שבהן איכות הממשל נמוכה יותר והבירוקרטיה רבה יותר. כמובן, מחקרים מסוג זה אינם נותנים מענה חד-משמעי בשאלת הסיבתיות, דהיינו: האם איכות השלטון גורמת למבנה הבעלות בשוק או שמא ריכוזיות השליטה משפיעה על איכות השלטון?

56 ראו T. Mitton, *Institutions and Concentration*, 86 J. DEVELOPMENT ECON. 367 (2008)

57 ראו Khanna, לעיל ה"ש 36, בעמ' 756-755.

תהיה שתופעת פירמידות השליטה אינה רצויה (כפי שאפשר להעריך על פי המחקרים האקדמיים), יהיה צורך לקבוע מדיניות כוללת כדי לצמצם את תופעת הריכוזיות, בתיאום בין רשויות הפיקוח השונות. הפרק האחרון של מחקר מדיניות זה יציג בקצרה מגוון אמצעים אפשריים לצמצום ריכוזיות השליטה.

פרק שני

מבנה השליטה ומנגנוני הפיקוח והבקרה בתאגיד

דיני התאגידים מציעים מגוון אמצעים לפיקוח ובקרה על קברניטי התאגיד. חלק מן המנגנונים הללו נועדו להבטיח את תפקודם התקין של מנגנוני שוק לריסון ההנהלה ובעלי השליטה; חלק מהם נועדו לעודד פרסום מידע והגברת השקיפות; ואחרים נועדו לספק תמריצים להנהלה ולבעלי השליטה במישרין על ידי הטלת אחריות משפטית. התזה המרכזית של מחקר מדיניות זה היא שהדין בישראל – וככל הנראה גם במדינות אחרות – אינו מספק מענה מקיף לתופעת קיומם של בעלי שליטה. דיני התאגידים בישראל שואבים השראה לא מבוטלת מדיני התאגידים האנגלו-אמריקניים שהתפתחו על רקע ביזור השליטה בחברות הציבוריות. גם הספרות האקדמית המודרנית העוסקת בדיני התאגידים התפתחה על רקע תופעת ההפרדה בין בעלות לשליטה. אולם רוב המנגנונים לפיקוח על ההנהלה בתאגיד עם בעלות מבוזרת אינם מתאימים להתמודדות עם כוחו של בעל השליטה: מקצת המנגנונים האלה פשוט אינם רלוונטיים לתאגיד עם בעל שליטה, ומקצתם אף משמשים להגברת כוחו של בעל השליטה.⁵⁸ בתאגיד עם בעלות מבוזרת מסור הכוח האפקטיבי לנווט את התאגיד בידי ההנהלה. בתאגיד עם בעל שליטה, לעומת זאת, הכוח האפקטיבי מסור בידי בעל מניות השליטה. כפי שהסביר בעבר פרופ' זוהר גושן,⁵⁹ השוני במבנה הבעלות משפיע על בעיות היסוד שעמן נדרשת מערכת המשפט להתמודד ועל האמצעים המתאימים להתמודדות עם בעיות אלה. פרק זה יפתח בסקירה קצרה של ההבדלים בבעיות הבסיסיות שעמן נדרשים להתמודד דיני התאגידים בשוק עם בעלות מבוזרת לעומת שוק עם בעלות ריכוזית. לאחר מכן אבחן את השלכות הנגזרות מן השוני במבנה הבעלות בכל הקשור למנגנוני הפיקוח והבקרה התאגידיים.

58 לניתוח מקיף של ההבחנה במנגנוני הפיקוח בין תאגיד בבעלות מבוזרת לתאגיד עם בעל שליטה ראו L. A. Bebchuk & A. Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards* 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009)

59 ראו ז' גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה 239 (ירושלים: המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, האוניברסיטה העברית, תשנ"ז).

א. בעיית הנציג: בעלות מבוזרת

תאגיד בבעלות מבוזרת מתאפיין בהפרדה בין הבעלות במניות התאגיד לבין השליטה בו. ניווט התאגיד נתון בידי הנהלה מקצועית שאינה מחזיקה בנתח משמעותי ממניות התאגיד. בעלי המניות, לעומת זאת, אינם מעורבים באופן פעיל בניהול.⁶⁰ להפרדה זו בין בעלות לשליטה יתרון ברור: היא מאפשרת פיזור סיכונים ומשאירה את משימת הניהול בידי אלה שמתמחים בכך. אולם בצד היתרונות, פיזור הבעלות מעלה חשש שההנהלה תפעל לקידום טובתה האישית גם על חשבון בעלי המניות, העובדים, הנושים וקהלים אחרים. (למען הנוחות, הדיון במחקר זה יתמקד ביחס שבין הנהלה לבעלי המניות בלבד. אולם אין בכך כדי לגרוע מחובתה של ההנהלה להביא בחשבון, במקרים המתאימים, את האינטרסים של קהלים אחרים.)

תופעה זו, שזכתה לכינוי "בעיית הנציג", יכולה לבוא לידי ביטוי במגוון דרכים: תשלומים מופרזים של שכר ותנאים נלווים לחברי ההנהלה;⁶¹ מינוי מקורבים לתפקידי מפתח; הנעת התאגיד לביצוע עסקאות שחברי ההנהלה מפיקים מהן טובות הנאה אישיות; ואף הרחבה בלתי מוצדקת של היקף הפעילות של התאגיד.⁶² ניגוד העניינים בין ההנהלה למשקיעים עלול לבוא לידי ביטוי גם בניהול רשלני גרדא, לרבות סירובה של ההנהלה כושלת לפנות את מקומה כדי לאפשר למנהלים מוכשרים יותר להנהיג את התאגיד.

עקרונית, היה אפשר לצפות מבעלי המניות לפקח על ההנהלה, אולם לבעלת מניות המחזיקה רק נתח זניח ממניות תאגיד בבעלות מבוזרת אין בדרך כלל יכולת או תמריץ לפקח על ההנהלה. יתר על כן, פיקוח אפקטיבי על ההנהלה מחייב השקעת זמן ומשאבים. בעל מניות שישקיע את הזמן והמשאבים הנדרשים כדי לפקח על ההנהלה יישא לבדו בעלויות הכרוכות במאמץ זה, בעוד פירות ההשקעה בפיקוח יתחלקו בין כלל המשקיעים. לכן משקיעים בחברות ציבוריות בבעלות מבוזרת נוקטים בדרך כלל טקטיקה של אדישות רציונלית.

60 ההנחה שבעלי המניות הם אכן "הבעלים" של התאגיד שנויה במחלוקת. ראו י' שטרן **הבעלות בחברה העסקית** (המכון הישראלי לדמוקרטיה, תשס"ט); י' שטרן "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים: תיאוריה, דין, מציאות" **מחקרי משפט** כא 245 (תשס"ד). ההתייחסות בטקסט אל בעלי המניות כאל "הבעלים" של התאגיד היא מטעמי נוחות הדיון בלבד.

61 L. A. BEBCHUK & J. FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (Cambridge: Harvard University Press, 2004)

62 M. C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323 (1986)

ב. בעיית הנציג: תאגיד עם בעל שליטה

מבחינה משפטית, מעמדה של ההנהלה בתאגיד עם בעל שליטה אינו שונה ממעמדה בתאגיד עם בעלות מבוזרת. בשני המקרים קובע החוק כי הגורם המוסמך לנהל את התאגיד הוא הדירקטוריון.⁶³ לבעל השליטה בכשירותו ככזה (דהיינו כל עוד לא נטל לעצמו משרה ניהולית) אין מעמד רשמי בכל הנוגע לקבלת החלטות הקשורות לניהול התאגיד, אולם המציאות מלמדת כי ההנהלה היא גורם משני בחשיבותו לבעל השליטה, שבידיו הכוח האמתי לנווט את ענייניו של התאגיד. השפעת בעל השליטה אינה דורשת ממנו למנות את עצמו לתפקיד ניהולי, אלא נובעת מכוחו למנות ולפטר דירקטורים לפי שיקול דעתו. לפיכך הקונפליקט המשמעותי בתאגיד עם בעל שליטה אינו נוגע למערכת היחסים שבין ההנהלה לבין בעלי המניות, כי אם למערכת היחסים שבין בעל מניות השליטה לבין בעלי מניות המיעוט.

דוגמה מישראל הממחישה היטב שגם בעל שליטה שאינו מכהן בתפקיד כלשהו בתאגיד הוא בעל השפעה היא פרשת בזק. פרשה זו התעוררה בעקבות הליכים לאישור תגמול נדיב להנהלה הבכירה של החברה. בעקבות פנייה של רשות ניירות ערך מינתה בזק את ד"ר יורם דנציגר (כיום שופט בית המשפט העליון) לבריקת ההליכים לאישור התגמול. בין השאר מצא ד"ר דנציגר כי סוגיית התגמול הובאה על ידי הנהלת החברה לאישורה של קבוצת בעלי מניות השליטה עוד בטרם עלתה לדין פורמלי בדירקטוריון,⁶⁴ אף שהחוק קובע כי הגורמים המוסמכים להחליט על תגמול נושאי משרה שאינם דירקטורים הם ועדת הביקורת והדירקטוריון.

קיומו של בעל שליטה מקטין את הצורך בעיצוב מנגנוני שוק או אמצעים משפטיים לשם פיקוח על ההנהלה. בעל השליטה יכול – באמצעות הסמכות למנות דירקטורים – לפקח על ההנהלה, ויש לו גם תמריץ לעשות כן: הוא משקיע סכום נכבד מהונו ומחזיק נתח גדול מן הזכויות הרכושיות בתאגיד. לכן חזקה עליו שישקיע משאבים בפיקוח על ההנהלה – הן לשיפור איכות הניהול הן למניעת פעולות של ההנהלה בניגוד עניינים. במילים אחרות, קיומו של בעל מניות דומיננטי ממתן במידה רבה את החשש מפני ניגוד עניינים בין ההנהלה של התאגיד לבין בעלי מניותיו.⁶⁵

63 ראו ס' 92 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

64 ראו יורם דנציגר דוח בדיקה בעניין בזק 12-16 (26.4.2007).

65 כפי שהוסבר קודם לכן, לבעל השליטה תמריץ קטן יותר במקרה שמדובר בחברה המוחזקת כחלק מפירמידת שליטה. הסיבה לכך היא שאמנם למשפחה השלטת יש היכולת להפעיל פיקוח על ההנהלה, אך ספק אם יש לה תמריץ ממשי לעשות כן במקרה שבו שיעור הבעלות הכלכלית בתאגידים הנמצאים בתחתית הפירמידה הוא נמוך יחסית.

עם זאת יש גם חשש כי בעל השליטה ינצל את מעמדו הדומיננטי לפגיעה בתאגיד או בבעלי מניות המיעוט.⁶⁶ כל עוד בעל השליטה נמצא בעמדה דומה לזו של שאר בעלי המניות, יש להניח כי יפעיל את השפעתו באופן שיעלה בקנה אחד עם טובת התאגיד, משום כך שהוא חשוף אולי יותר מכל בעל מניות אחר לפגיעה כלכלית במקרה של ירידת ערך התאגיד. אולם שיקולי בעל השליטה משתנים בכל מקרה שבו יש ניגוד עניינים בינו לבין התאגיד או לבין בעלי מניות המיעוט. בנסיבות אלה, בעל השליטה עלול להפעיל את השפעתו באופן שלא יעלה בקנה אחד עם טובת התאגיד. חשש זה מתעורר בעיקר כאשר בעל השליטה הוא צד לעסקה עם התאגיד (self-dealing), או עסקאות בעלי עניין.⁶⁷ לדוגמה, הניחו כי בעל שליטה המחזיק ב-60% ממניות התאגיד מציע לתאגיד לרכוש ממנו מקרקעין. הניחו כי השווי "האמתי" של הנכס הוא 1,000 ש"ח, אך בעל השליטה מעוניין למכור אותו לתאגיד במחיר של 2,000 ש"ח. אם העסקה תאושר, ייגרם לתאגיד הפסד כלכלי של 1,000 ש"ח, ומתוכם יישא בעל השליטה ב-600 ש"ח. אולם כמוכר המקרקעין, בעל השליטה יפיק רווח של 1,000 ש"ח מאישור העסקה בתנאים אלה. לפיכך בעל השליטה ירצה באישור העסקה אף שהיא פוגעת בתאגיד ולפיכך גם במשקיעים מקרב הציבור, הנושים ובעלי תביעות אחרים כלפי החברה.

החשש לניגוד עניינים אינו מוגבל למקרים שבהם בעל השליטה מתקשר התקשרות פורמלית בעסקה עם התאגיד. הוא יכול להתעורר גם במקרים נוספים שבהם פעולה כלשהי של התאגיד תשפיע על בעל השליטה באופן שונה מעל בעלי מניות אחרים. הניחו, לדוגמה, כי התמקדות בתחום פעילות כלשהו עשויה לפגוע ברווחיות התאגיד אך להעניק לבעל השליטה מעמד חברתי וכוח פוליטי. בנסיבות אלה עשוי בעל השליטה להעדיף פגיעה מסוימת בשווי השקעתו בתאגיד כדי לזכות במעמד הנכסף. בעגה המקצועית מקובל לכנות את מכלול הרווחים שבעל השליטה יכול להפיק ממעמדו "התועלת הפרטית משליטה" ("private benefits of control").

בעל השליטה עלול לנצל לרעה את כוחו גם בדרכים שאינן מערבות את התאגיד במישרין, אך עלולות לפגוע בשאר המשקיעים. לדוגמה, בעל השליטה יכול לפעול לקידום חלוקה מחדש של הזכויות הרכושיות או ביצור השליטה שלו בתאגיד באמצעות הקצאת מניות חדשות לעצמו, או למקורבים לו, שתביא לדילול החזקות

66 לניתוח מקיף של ניגודי העניינים העלולים להתעורר בחברה עם בעל שליטה ראו R. J. Gilson & J. N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003); גושן, לעיל ה"ש 59.

67 למחקר מקיף שהשווה בין שיטות משפט בכל הנוגע לאופן ההתמודדות עם עסקאות בעלי עניין ראו S. Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

של בעלי מניות המיעוט. אמנם פעולה זו אינה פוגעת בתאגיד ככזה, אך היא עלולה לפגוע ישירות במשקיעים מקרב הציבור.⁶⁸ בדומה לכך, בעל השליטה עלול לנצל את הנגישות שיש לו למידע על עסקי התאגיד כדי לרכוש את מניותיהם של בעלי המניות מקרב הציבור במחיר הנמוך מאוד משוויין הכלכלי האמתי.⁶⁹

ג. מנגנוני הפיקוח והבקרה

מנגנוני הפיקוח והבקרה של התאגיד המודרני עוצבו על רקע מציאות כלכלית שמתאפיינת בצורך להתמודד עם פער האינטרסים שבין ההנהלה לבין בעלי המניות. האם מנגנונים אלה מתאימים גם להתמודדות עם החשש שבעל השליטה ינצל את כוחו לרעה? כפי שהדיון להלן יראה, השוני במבנה הבעלות משליך השלכה דרמטית על מידת האפקטיביות של מרבית המנגנונים הקיימים להגנה על המשקיעים.

1. דמוקרטיה תאגידית: מעמד האספה הכללית

בעלות מבוזרת. אמצעי "קלסי" לפיקוח על הנהלת התאגיד הוא הענקת הכוח לבעלי המניות – במסגרת האספה הכללית – לקבל החלטות בנושאים מסוימים. עמדת המוצא של דיני התאגידים היא שההנהלה – ולא בעלי המניות – היא האחראית לניהול השוטף של עסקי התאגיד. עם זאת אישורם של בעלי המניות נדרש בהחלטות מסוימות שבאשר להן נתונה ההנהלה בניגוד עניינים (תגמול נושאי משרה מסוימים); בהחלטות על מינוי דירקטורים; ובהחלטות אחרות שיש להן השפעה מהותית על ענייניו של כל בעל מניות (שינוי תקנון ומיזוג ופירוק, לדוגמה).⁷⁰ ההצבעה באספה הכללית אינה מבטיחה פיקוח מושלם על ההנהלה, כיוון שבעלי המניות אינם חשופים לכל המידע הרלוונטי ואין בידיהם תמריצים מספיקים להשקעת המשאבים הנחוצים לשם פיקוח.

68 V. Atanasov et al., *The Anatomy of Financial Tunneling in an Emerging Market*, ECGI – Finance Working Paper No. 123/2006 (September 2007). לסקירה מקיפה של יכולת בעל השליטה לפגוע בבעלי מניות המיעוט במישור ההוני ראו V. Atanasov et al., *Unbundling and Measuring Tunneling*, U. of Texas Law, Law and Econ. Research Paper No. 117 (January 2008)

69 הביטוי הקיצוני ביותר לחשש זה הוא עסקה מסוג "going private" שבה בעל השליטה רוכש את כל המניות המוחזקות בידי המיעוט והופך את החברה מציבורית לפרטית. עסקה זו תידון בהרחבה בהמשך.

70 כמובן, יש החולקים על ההנחה שהעברת הכוח לבעלי המניות תבטיח את קבלתן של החלטות יעילות. ראו לדוגמה I. Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. Rev. 561 (2006); S. M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. 601 (2006)

עם זאת אמצעי זה מקובל כפתרון עקרוני לפיקוח על הנהלת החברה, ולאחרונה אף נשמעים בארצות הברית קולות הקוראים להעביר סמכויות החלטה נוספות לאספה הכללית במטרה להגביר את הפיקוח של בעלי המניות.⁷¹

בעל שליטה. לבעל השליטה מובטח בדרך כלל רוב באספה הכללית. לפיכך ההצבעה באספה הכללית אינה מספקת אמצעי אפקטיבי לפיקוח על בעל השליטה. יתר על כן, בהנחה שהנהלת התאגיד פועלת ככלל בהתאם לרצונו של בעל השליטה, סביר להניח כי כל הצעה המובאת לפני האספה תהיה על דעתו של בעל השליטה. לפיכך העברת סוגיה כלשהי להצבעה באספה הכללית אינה מספקת מנגנון בקרה יעיל על בעלי השליטה. כדי שההצבעה באספה הכללית תוכל לשמש מנגנון בקרה על בעל השליטה, יש להקנות למשקיעי המיעוט מעמד מיוחד בהצבעה (לדוגמה, באמצעות דרישות לרוב מיוחדים).⁷²

2. מינוי דירקטורים

בעלות מבוזרת. התפיסה האנגלו-אמריקנית המסורתית רואה בדירקטוריון גורם המפקח על ההנהלה מטעם בעלי המניות, שאין בידיהם היכולת או התמריץ לפקח במישרין על הנהלת החברה.⁷³ תפיסה זו באה לידי ביטוי בהענקת סמכות למינוי הדירקטורים לאספה הכללית (ולפיטורים).⁷⁴ סמכות זו של האספה הכללית יוצרת עבור הדירקטורים תמריץ שוקי למלא את תפקידם כהלכה. כיוון שמינוי כדירקטור (לרבות חידוש מינוי) מחייב את תמיכת הרוב באספה הכללית, דירקטור שנכשל בהגנה על עניינם של בעלי המניות יתקשה לכאורה לזכות בתמיכה הנדרשת.⁷⁵ לאחרונה אף יש בארצות הברית נטייה לחזק את מעמדם של בעלי המניות בהקשר זה באמצעות מתן הכוח להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון, גם שלא על דעת ההנהלה, ובאמצעות

71 L. A. Bebhuk, *The Case for Increasing Shareholders Power*, 118 HARV. L. REV. 833 (2005)

72 לניתוח מקיף של השיקולים המנחים בעניין קביעת דרישה של אישור רוב מקרב המיעוט ראו Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 426-429 (2003)

73 במדינות אחרות דורשים ייצוג בדירקטוריון למגזרים אחרים, כגון עובדים. ראו י' שטרן "כלכלת בעלי מניות או כלכלת קהלים: דיני חברות במבט משווה" המשפט יט 213 (תשס"ד).

74 ראו ס' 59 לחוק החברות.

75 ראו לדוגמה S. Srinivasan, *Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements*, 43 J. ACCT. RES. 291 (2005); S. C. Gilson, *Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default*, 27 J. FIN. ECON. 355 (1990)

שינויים אחרים בכללי המינוי של דירקטורים המקלים על משקיעים מוסדיים להשפיע על הרכב הדירקטוריון.⁷⁶ שנית, סמכות האספה הכללית למנות דירקטורים היא תנאי הכרחי לקיומו של שוק שליטה. לאור סמכות האספה הכללית למנות דירקטורים נוטים בתי המשפט שלא להתערב בשיקול הדעת של ההנהלה, בנימוק ששוק הדירקטורים הוא פורום נאות יותר להתמודדות עם טעויות בשיקול הדעת וכשלים אחרים בניהול.⁷⁷ בעל שליטה. סמכות האספה הכללית למנות דירקטורים היא המקנה גם לבעל שליטה שאינו מכהן בתפקיד כלשהו בתאגיד את היכולת להשפיע על ההנהלה. לבעל השליטה מובטח בדרך כלל רוב באספה הכללית ועמו היכולת למנות דירקטורים ולפטורם. לדירקטור המעוניין לזכות במינוי מחדש לדירקטוריון יש אפוא אינטרס ברור לרצות את בעל השליטה. בר בבר, לבעלי מניות המיעוט אין יכולת להעניש דירקטורים שנכשלו בפיקוח על בעל השליטה באמצעות הטלת וטו על מינוים לדירקטוריון. לפיכך סמכות האספה הכללית למנות דירקטורים אינה מספקת לדירקטורים תמריץ להגן על עניינם של בעלי מניות המיעוט מפני ניצול לרעה על ידי בעל השליטה.

אמנם אפשר לטעון כי שוק הדירקטורים מתבסס לא רק על האפשרות לזכות במינוי הנכסף לדירקטוריון, אלא גם על נורמות חברתיות, ובייחוד הרצון של דירקטורים לשמור על מוניטין של תפקוד מקצועי נאות.⁷⁸ אולם יש לזכור גם כי לדירקטורים יש תחושה טבעית של נאמנות והכרת תודה כלפי הגורם שלו הם חבים את משרתם, דהיינו בעל השליטה.⁷⁹ יתר על כן, ציבור המשקיעים אינו חשוף בדרך כלל למידע הנדרש לצורך הערכת תפקודו הפרטני של כל חבר דירקטוריון. לבעלי השליטה, לעומת זאת, מידע זמין על תפקוד הדירקטורים ועל התנהגותם בישיבות הדירקטוריון. לפיכך, כל עוד מובטח לבעל השליטה רוב בהצבעה למינוי דירקטורים, קשה לצפות כי לדירקטורים יהיו תמריצי שוק אפקטיביים להפעיל פיקוח על בעל השליטה.

76 L. A. Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 Bus. Law. 43 (2003); Security Holder Director Nominations, Exchange Act Release No. 48,626, Investment Company Act Release No. 26,206, 68 Fed. Reg. 60,784 (proposed Oct. 23, 2003)

77 ראו לדוגמה *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 698 (Del. Ch. 2005): "Redress for [directors'] failures [...] must come [...] through the actions of shareholders [...] and not from this Court" הדירקטורים [...] צריכה להיות [...] פעולה של בעלי המניות [...] ולא של בית המשפט."

78 M. A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 COLUM. L. REV. 1253 (1999); E. B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 UCLA L. REV. 1009 (1997)

79 D. C. Langevoort, *Resetting the Corporate Thermostat: Lessons from the Recent Financial Scandals about Self-Deception, Deceiving Others and the Design of Internal Controls*, 93 GEO. L.J. 285 (2004)

3. שוק השליטה

בעלות מבוזרת. מנגנון שוק מרכזי לפיקוח על ההנהלה בתאגיד עם בעלות מבוזרת הוא החשש מפני השתלטות עוינת. מנגנון זה אפקטיבי במיוחד במקרים שבהם פער האינטרסים בין ההנהלה למשקיעים – בין שהוא בא לידי ביטוי בהפקת רווחים פרטיים ובין שהוא בא לידי ביטוי בניהול כושל – מביא לירידת שווי השוק של מניות התאגיד הנסחרות בבורסה. כאשר מחיר המניות יורד, משתלט פוטנציאלי יכול לנסות להעלות את ערך התאגיד על ידי החלפת ההנהלה ושינוי האסטרטגיה העסקית של החברה. כיוון שסמכות מינוי הדירקטורים נתונה בידי האספה הכללית, הדרך להחליף את ההנהלה היא לרכוש מספר גדול מספיק של מניות לשם השגת רוב באספה. המשתלט פונה אפוא לבעלי המניות הקיימים של התאגיד ומציע לרכוש מהם את מניותיהם במחיר הגבוה ממחיר השוק ("פרמיה"). אם המשתלט הפוטנציאלי יצליח לרכוש כמות מספקת של מניות כדי לזכות ברוב באספה הכללית, הוא יוכל להפעיל את סמכות האספה ולפעול להדחת ההנהלה הקיימת.⁸⁰

החשש מפני השתלטות עוינת משמש תמריץ חשוב להנהלה לניהול איכותי של התאגיד. הדירקטורים ונושאי המשרה של התאגיד יודעים כי ניהול כושל, שיביא לירידת ערך המניה, יהפוך את התאגיד למטרה מפתה להשתלטות עוינת, וזו תגרוור את הדחת ההנהלה המכהנת מתפקידיה. לפיכך גם כאשר בעלי המניות מפוזרים ונטולי יכולת השפעה ממשית, יכולתם למכור את המניות למשתלט פוטנציאלי בשילוב סמכות האספה הכללית למנות דירקטורים הם גורם מרסן המונע מן ההנהלה לנצל את כוחה לרעה.

מטבע הדברים, ההנהלה הקיימת, המעוניינת לשמר את עמדת הכוח שלה, צפויה לנקוט מגוון צעדים כדי לסכל את ניסיון ההשתלטות.⁸¹ ואכן, אחד מן האתגרים המרכזיים אשר ניצבו לפני המחוקקים, בתי המשפט והאקדמיה המשפטית בארצות הברית במרוצת שנות השמונים והתשעים של המאה הקודמת היה התוויית גבולות כוחה של הנהלת התאגיד לנקוט פעולות שתכליתן למנוע ממשלת פוטנציאלי לממש את כוונתו ולרכוש כמות מספקת של מניות כדי להבטיח רוב באספה הכללית.⁸²

80 לסקירה של ההסדרה המשפטית של שוק זה בארצות הברית ראו י' שטרן רכישת חברות פרק 36 (ירושלים: המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, האוניברסיטה העברית, תשנ"ו).

81 לסקירה של האמצעים העומדים לרשות ההנהלה ראו ש' חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטות עוינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו(3) 819 (תשס"ג).

82 לניתוח אקדמי של המדיניות הראויה בעניין ראו F. H. Easterbrook & D. R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981); L. A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028 (1982).

בעל שליטה. בניגוד להנהלה של חברה בבעלות מבוזרת, בעל השליטה וההנהלה הפועלת מטעמו אינם חשופים לחשש מפני השתלטות עוינת. תנאי הכרחי לפעולתו של שוק שליטה הוא שלמשתלט פוטנציאלי יש אפשרות עקרונית לרכוש מספר גדול מספיק של מניות כדי להשיג את הרוב הנדרש לשם החלפת ההנהלה. אולם כאשר בעל מניות השליטה מחזיק כמות מניות שמבטיחה לו את הרוב באספה הכללית, איי אפשר להביא להחלפת ההנהלה באמצעות רכישת מניות בשוק. הדרך היחידה להחליף את ההנהלה היא להשיג את הסכמתו של בעל השליטה או לרכוש ממנו את מניותיו. לפיכך בעלי השליטה אינם צריכים לחשוש כי תפקוד לקוי שלהם יביא – גם אם הוא מוריד את ערך המניה – לאברן עמדת השליטה שלהם.

4. משקיעים מוסדיים

בעלות מבוזרת. המשקיעים המוסדיים – הכוללים בישראל את קרנות הנאמנות, קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים המשתתפים ברווחים – משמשים מנגנון שוק נוסף לפיקוח על ההנהלה בחברה עם בעלות מבוזרת.⁸³ משקיעים אלה מתוחכמים יחסית, מחזיקים בדרך כלל בנתח גדול ממניות החברה ומוטלת עליהם חובה משפטית להבטיח את נכסי העמיתים. לפיכך לעומת משקיעים "קטנים" אחרים, למשקיעים מוסדיים יש לכאורה הן התמריץ והן היכולת לנקוט מעורבות פעילה בכל הקשור לפיקוח על ההנהלה. אמנם מגבלות רגולציה מונעות בדרך כלל מגוף מוסדי יחיד להחזיק מניות בשיעור שיבטיח לו רוב באספה,⁸⁴ אך גופים מוסדיים שפועלים בתיאום יכולים תאורטית לזכות ברוב הנדרש כדי להעביר החלטות באספה הכללית.⁸⁵

בעל שליטה. מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה מותיר בידי הגופים המוסדיים יכולת השפעה מוגבלת בלבד. בהנחה שלבעל השליטה מובטח רוב באספה הכללית, גם גופים מוסדיים הפועלים בתיאום יתקשו להשפיע על תוצאות ההצבעה. בנסיבות אלה, האמצעי היחיד הפתוח לפני הגוף המוסדי הוא ההחלטה אם להשקיע בחברה ומתי

83 ניתוח של מעמד המשקיעים המוסדיים כמפקחים על ההנהלה ראו M. Kahan & E. B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1047-1062 (2007); B. S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992)

84 לעניין מגבלות ההשקעה של המוסדיים ראו תקנה 1741(א) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964; תקנה 6(א) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המירביים), התשנ"ה-1994; תקנה 41(א) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של המבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001.

85 עקרונות הממשל התאגידי של OECD קובעים כי על המערכת המשפטית לאפשר למשקיעים מוסדיים לתאם עמדות בנושאים הנוגעים לזכויותיהם כבעלי מניות. ראו OECD Principles of Corporate Governance (2004), Section 3(g)

למכור את המניות. לגופים המוסדיים תהיה השפעה פוטנציאלית רק בנוגע להצעות החלטה שבעניינן דורש המחוקק רוב מיוחס. יתר על כן, בשוק ריכוזי כמו ישראל, ספק אם המשקיעים המוסדיים יחפצו להסתכן בעימות עם בעלי השליטה, בייחוד לאור העובדה שרוב המשקיעים המוסדיים בישראל משתייכים לקבוצות עסקיות הנשלטות בידי בעלי השליטה החזקים במשק.⁸⁶

5. אחריות משפטית ואכיפה

בעלות מבוזרת. דרך נוספת להתמודדות עם פער האינטרסים בין ההנהלה לבעלי המניות היא הטלת אחריות על נושאי המשרה. דרך זו מקנה למעשה לבית המשפט סמכות פיקוח על הנהלת התאגיד. על נושאי המשרה של תאגיד מוטלות שתי חובות מרכזיות: חובת האמונים וחובת הזהירות. חובת האמונים דורשת מנושאי המשרה לפעול כשטובת החברה בלבד לנגד עיניהם ואוסרת עליהם לפעול בניגוד עניינים. חובת הזהירות מחייבת את נושאי המשרה לפעול בסבירות. חובות אלה משמשות את בתי המשפט לא רק לשם הטלת סנקציות כספיות על נושאי משרה שכשלו במילוי תפקידם, אלא גם לשם התוויית נורמות התנהגות באשר לפעולות מסוימות, כגון קביעת שכר בכירים ורכישת חברות.⁸⁷ בצד כללי האחריות, לפי חוק החברות מוטלת על הנהלת חברה ציבורית גם אחריות לפי חוק ניירות ערך. מחקרים מראים כי האכיפה הפרטית עולה בחשיבותה על האכיפה הציבורית בתרומתה לפיתוח שוק ההון.⁸⁸ ככלל, בתי המשפט נוטים שלא להטיל אחריות אישית על נושאי משרה בתאגיד, לרבות דירקטורים, בגין הפרה של חובת הזהירות⁸⁹ בשל שני טעמים מרכזיים. ראשית, בתי המשפט נרתעים מהתערבות בהחלטות המחייבות הפעלת שיקול דעת עסקי על ידי הדירקטורים.⁹⁰ שנית, ספק אם דרושה התערבות של בתי המשפט כדי לטפל במנהלים שכל חטאם מתמצה בניהול כושל גרדא, לנוכח קיומם של תמריצי שוק – כגון שוק

86 לדוגמה, חברות כלל ביטוח וכלל פיננסים נשלטות בידי קונצרן אי-די-בי.

87 W. T. Allen, J. B. Jacobs, & L. E. Strine, Jr., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287 (2001).

88 R. La Porta et al., *What Works in Securities Laws?*, 61 J. FIN. 1 (2006); J. C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. PA. L. REV. 229 (2007).

89 B. Black et al., *Liability Risk for Outside Directors: A Cross Border Analysis*, 11 EUR. FIN. MGT. 153 (2005).

90 ראו לדוגמה *In re Walt Disney Co.*, לעיל ה"ש 77, בעמ' 746: "Courts are ill-equipped to engage in post hoc substantive review of business decisions" [בתי המשפט אינם ערוכים לעסוק בבחינה מהותית בריעבד של החלטות עסקיות]."

הדירקטורים ושוק השליטה – אשר אמורים להניע את הדירקטורים להשקיע מאמצים סבירים בניהול התאגיד.⁹¹ כפי שקובע בית משפט בארצות הברית, בעלי מניות לא מרוצים יכולים תמיד לפטר את הדירקטורים.⁹²

פזור בעלי המניות משפיע גם על אמצעי האכיפה של חובות נושאי המשרה. בהנחה שההנהלה הפרה את החובות המוטלות עליה, ספק אם לבעל המניות היחיד יהיה תמריץ לפנות לבית המשפט בבקשה להטיל אחריות על מפרי החובה. דרך אחת להתגבר על מכשול זה היא אכיפת החובות החלות על ההנהלה על ידי המדינה, אולם לנוכח המשאבים המוגבלים העומדים לרשות רשויות האכיפה הממשלתיות, נחוצה גם מערכת פרטית אפקטיבית לאכיפה. הדרך המקובלת להשגת יעד זה היא ההכרה בהליכי תביעה קבוצתיים – תביעה ייצוגית או תביעה נגזרת.

שוק עם בעלי שליטה. תאגידים עם בעלי שליטה מעוררים שתי שאלות עיקריות בכל הנוגע לשימוש הראוי בכללי אחריות. ראשית, מהו ההיקף הראוי של מעורבות בתי המשפט בענייני התאגיד? החזקת בעל השליטה בנתח גדול מן הזכויות הרכושיות בתאגיד מעניקה לו תמריץ לפקח על נושאי המשרה של התאגיד; וההחזקה בזכויות ההצבעה מקנה לו יכולת לעשות כן. לפיכך נראה שעל בתי המשפט למשוך ידם, ככלל, מהתערבות בסוגיות שבאשר להן לא מתעורר ניגוד עניינים בין בעל השליטה לתאגיד או לשאר המשקיעים. אולם בכל הנוגע לפיקוח ובקרה על בעל השליטה, לדירקטורים אין תמריצי שוק למלא את תפקידם כהלכה: דירקטור שנכשל בתפקיד הפיקוח על בעל השליטה אינו צריך לחשוש לכהונתו בדירקטוריון (אין גם חשש מהשתלטות עוינת). לפיכך על בתי המשפט למלא תפקיד פעיל במקרים שבהם יש ניגוד עניינים בין בעל השליטה לשאר המשקיעים בחברה.⁹³ במילים אחרות, בשוק עם בעלות מבוזרת מקובל להניח כי האחריות המשפטית משמשת מנגנון משלים בלבד לתמריצי השוק במיתון ההשלכות של פער האינטרסים בין ההנהלה לבעלי המניות. אולם במקרים שבהם יש בעל שליטה, אי-אפשר להסתמך על תמריצי שוק בכל הנוגע לבקרה מצד נושאי המשרה של התאגיד על בעל השליטה. לנוכח חולשת מנגנוני הפיקוח השוקיים גוברת חשיבותם של מנגנוני הפיקוח המשפטיים בריסון כוחם של בעלי השליטה.

שנית, לנוכח הדומיננטיות של בעל השליטה, נשאלת השאלה אם אין מקום להכפיף אותו לחובות דומות בהיקפן לאלה המוטלות על נושאי המשרה בתאגיד ללא בעל שליטה. כפי שהדיון בפרק הבא יסביר, סוגיית האחריות המשפטית בתאגידים עם בעל שליטה אינה מפותחת דיה כדין הישראלי.

91 ראו לדוגמה, שם, בעמ' 698.

92 *Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.*, 978 F. Supp. 1342, 1351 (D. Nev. 1997)

93 ראו גם א' חמדני ו' חנס "הגינות מלאה? בעלי השליטה, חובות הדירקטוריון, וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 74 (תשס"ח).

6. תמריצי שוק נוספים

לשם השלמת התמונה ראוי לציין כמה תמריצי שוק נוספים. אפיק מרכזי למימון פעילות התאגיד הוא גיוס כספים בשוק ההון – בין באמצעות הנפקת איגרות חוב ובין באמצעות הנפקת מניות. הצורך העתידי לגייס כספים בשוק ההון אמור לשמש גורם מרסן להנהלת החברה ולבעלי השליטה. ההנחה היא שתאגיד שניהולו כושל (או בעל שליטה שחוטא בעסקאות בעלי עניין בעייתיות או פוגע בתאגיד באופן אחר) יתקשה לגייס הון בתנאים נוחים.⁹⁴ גם התחרות בשוק המוצרים אמורה להביא לריסון ההנהלה ובעלי השליטה. בשוק תחרותי לא צפוי שחברה המנוהלת באופן כושל תשרוד לאורך זמן. החשש מקריסת עסקיה של החברה – ואבדן מקום העבודה של ההנהלה – אמור ליצור לחץ על ההנהלה לפעול לשיפור התוצאות העסקיות של החברה. קיומם של מתחרים על לבם של הצרכנים יחייב גם את בעלי השליטה לשפר את אופן ניהול הפירמה ואף יפחית את הרווחים הפרטיים משליטה.⁹⁵ עם זאת חשוב לציין כי שוקי ההון והמוצרים מציבים בסופו של דבר הגבלות חלשות יחסית על כוחם של בעלי השליטה והמנהלים. שוק המוצרים ממתן את החשש מצעדים שיפגעו פגיעה ניכרת ביכולתה של החברה להתחרות בשוק; שוק ההון רלוונטי רק אם התאגיד יזדקק לגיוס הון בעתיד, וגם זאת בהנחה שהמידע בשוק הוא באיכות מספקת כדי לאפשר לשחקנים בו לתמחר כראוי התנהגות אופורטוניסטית של הנהגת התאגיד.

94 כמו בעלי מניות אחרים, גם בעלי שליטה מבצעים לעתים פעולות קנייה ומכירה במניות התאגיד. לניתוח ההשפעה של הבעלות והסחר במניות על התמריצים של בעלי השליטה ראו A. Faure-Grimaud & D. Gromb, *Public Trading and Private Incentives*, 17 REV. FIN. STUD. 985 (2004).

95 מחקר שנערך לאחרונה הראה כי שוק תחרותי מפחית את הרווחים הפרטיים משליטה (אלו נמדדו כהפרש הערך בין מניות בעלות זכויות הצבעה שונות). ראו M. Guadalupe & F. Perez-Gonzalez, *The Impact of Product Market Competition on Private Benefits of Control* (February 2006): <http://ssrn.com/abstract=890814>

פרק שלישי

מנגנוני הפיקוח בישראל: הפער בין המציאות העסקית להסדרה המשפטית

הפרק הקודם סקר את ההבדלים העיקריים בין תאגיד עם בעל שליטה לתאגיד בבעלות מבוזרת בכל הקשור למנגנוני הפיקוח והבקרה על קברניטי התאגיד. הניתוח העלה שתי מסקנות מרכזיות: ראשית, לרגולציה ולכללי אחריות יש תפקיד מפתח בתאגיד עם שליטה ריכוזית, לנוכח היעדרם של מנגנוני שוק אפקטיביים לפיקוח על בעלי השליטה; שנית, יש להבחין בין נסיבות שבהן נתון בעל השליטה בניגוד עניינים – ולכן מתחזק הצורך בהגנה על ציבור המשקיעים – לבין נסיבות שבהן האינטרס של בעל השליטה זהה לזה של כלל המשקיעים – ולכן על ההתערבות המשפטית להיות מוגבלת בהיקפה. האם הדין בישראל מספק מנגנונים נאותים לפיקוח על כוחם של בעלי השליטה? שאלה זו היא מסוג השאלות שקשה לתת עליהן תשובה אמפירית חד-משמעית. עם זאת הנתונים הקיימים מעלים ספק באשר לאפקטיביות של מנגנוני הפיקוח על בעלי השליטה בישראל.

מחקר שנערך לאחרונה ממקם את ישראל במקום נמוך יחסית על פי אחד המדדים המקובלים להערכת איכות ההגנה על משקיעים בחברות ציבוריות – גובה פרמיית השליטה הממוצעת. מחקר זה השווה את פרמיית השליטה – ההפרש בין מחיר מניה שהיא חלק מבלוק השליטה למחיר השוק של מניית מיעוט – בחברות ציבוריות בכמה מדינות. ההנחה שעמדה בבסיס המחקר היא שפרמיית השליטה היא אמצעי לכימות התועלת הפרטית משליטה (private benefits of control), ולפיכך גם מספקת אינדיקציה לאיכות מנגנוני הפיקוח על בעל השליטה. ככל שהפיקוח הדוק יותר, יקשה על בעל השליטה להפיק רווחים מעמדת השליטה בלי לחלוק אותם עם בעלי מניות המיעוט. המחקר מצא כי ישראל היא בין המדינות שבהן השווי הממוצע של פרמיית השליטה הוא גבוה יחסית.⁹⁶ החוקרים ניתחו עסקאות למכירת שליטה ב-39 מדינות

96 A. Dyck & L. Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004)

ומצאו כי התועלת הפרטית הממוצעת משליטה היא כ-14% מערך השוק של מניות התאגיד. בישראל, לעומת זאת, התועלת הפרטית הממוצעת משליטה היא כ-27% מערך השוק של מניות התאגיד.⁹⁷ התוצאות, ככל שמדובר בישראל, זכו לתמיכה במחקר מקיף שערכו לאחרונה פרופ' בני לאוטרבך ורונון ברק. המחקר בחן 54 עסקאות לרכישת שליטה בחברות ציבוריות בישראל, והערכתו הייתה שהתועלת הפרטית הממוצעת משליטה בישראל היא כ-30% מערך השוק של מניות התאגיד.⁹⁸

פרק זה יראה כי הדין הישראלי מתמודד עם ריכוזיות השליטה התמודדות חלקית בלבד. בתחומים מסוימים, דיני התאגידים בישראל מכירים בכוחו של בעל השליטה ומנסים להתמודד עמו. דוגמה בולטת בהקשר זה היא המנגנון הקבוע בחוק החברות לאישור עסקאות חריגות של חברה ציבורית עם בעל שליטה (או עסקאות חריגות שבהן לבעל השליטה יש עניין אישי). מנגנון זה מחייב, בין היתר, את אישור העסקה בתמיכה של שלישי מבעלי המניות שאין להם עניין אישי באישורה.⁹⁹ בתחומים אחרים, לעומת זאת, דומה שמערכת המשפט מתעלמת מכך שהגורם הדומיננטי במרבית התאגידים בישראל אינו הנהלה כי אם בעל השליטה, ומן ההשלכות של מציאות עסקית זו על מידת היעילות של גורמי הפיקוח והבקרה התאגידיים.

בפתח הדברים חשוב להדגיש כי הבעייתיות שתוצג בפרק זה אינה ייחודית לישראל. מתברר כי גם מדינות אחרות שבהן רווחת שליטה ריכוזית אינן מציעות מנגנונים יעילים לריסון כוחו של בעל השליטה.¹⁰⁰ הסבר אפשרי לפער זה בין המציאות העסקית להסדרה המשפטית הוא הדומיננטיות של הספרות האקדמית האנגלו-אמריקנית בתחום דיני התאגידים. ספרות זו מבוססת על ההנחה שבעיית היסוד של דיני התאגידים היא ההפרדה בין בעלות לשליטה.¹⁰¹

97 לשם השוואה, ממוצע התועלת הפרטית משליטה בארצות הברית ובבריטניה הוא 1% מערך השוק של מניות התאגיד; בשוודיה 7% ובאיטליה 37%. ראו שם.

98 ראו R. Barak & B. Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence*, Bar Ilan University Working Paper (2007): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965668

99 ראו ס' 270(4) ו-275 לחוק החברות.

100 כפי שמציינים המלומדים הנרי הנסמן ורייניר קראקמן: "Indeed, the remarkable fact is how little the principal corporate law jurisdictions are willing to bend corporate governance rules to protect minority shareholders" אכן, העובדה הראויה לציון היא עד כמה קטנה נכונותן של שיטות המשפט המובילות בתחום דיני החברות להתאים את כללי הממשל התאגידי כדי להגן על בעלי מניות המיעוט". ראו H. Hansmann & R. Kraakman, *The Basic Governance Structure, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW* (R. Kraakman et al., eds., Oxford: Oxford University Press, 2004)

101 לטענה שצפוי אירוד גלובלי של מודל המשטר התאגידי בהתאם למודל הרווח בארצות הברית ראו R. Kraakman & H. Hansmann, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL 439 (2001)

א. רגולציה של בעלי שליטה

בידיו של בעל השליטה, גם אם אינו מכהן רשמית בנושא משרה, הכוח לנווט את ענייניו של התאגיד. לנוכח מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה היה אפשר לצפות לרגולציה מקיפה בכל הקשור לגבולות הכוח של בעלי השליטה ולזכויותיהם וחובותיהם כלפי התאגיד והמשקיעים מקרב הציבור. אולם בחוק, בהלכה הפסוקה ובכתיבה האקדמית ההתייחסות לחובות בעלי השליטה מעטה בלבד.¹⁰² במקום להתמודד במישרין עם בעלי השליטה, הדין מתמקד בנושאי המשרה של התאגיד, בין שמדובר בתאגיד עם בעל שליטה ובין שמדובר בתאגיד בבעלות מבוזרת. בשל כך השחקן הדומיננטי, ככל שמדובר ברוב החברות הציבוריות בישראל, פועל בתחום אפור שגבולות המותר והאסור בו אינם ברורים.

חלק זה יסקור בקצרה את הדין הקיים בדבר חובות בעלי השליטה ואת השאלות שהוא מותיר ללא מענה. החלק הבא יטען כי ההתמקדות בנושאי המשרה וההתעלמות מבעלי השליטה מובילות לתוצאות בעייתיות. חשוב לציין כי הדין מתמקד במערכת היחסים שבין בעל השליטה, בעלי מניות המיעוט ומוסדות התאגיד. מחקר זה אינו עוסק בשאלה אם ראוי להטיל על בעל השליטה אחריות אישית כלפי קהלים אחרים, כגון נושים.

1. דיני חברות

חקיקה. ההתייחסות המרכזית בחוק החברות לחובות בעל השליטה נמצאת בסעיף 193, שמטיל על בעל השליטה חובה לפעול בהגינות כלפי החברה. חובה זו אינה ייחודית לבעל מניות השליטה, והיא חלה על כל בעל מניות היודע כי אופן הצבעתו יכריע בהחלטת האספה הכללית או אספת סוג של החברה, ועל כל בעל מניות שהתקנון מקנה לו כוח למנות נושא משרה בחברה, או למנוע את מינויו, או כוח אחר כלפי החברה.¹⁰³ למרות ההתייחסות הלקונית של המחוקק ראוי להעיר הערות אחדות באשר לטיב חובת ההגינות המוטלת על בעלי השליטה לפי סעיף 193. ראשית, חובת ההגינות שונה מהחובות המוטלות על נושאי המשרה של התאגיד – חובות הזהירות והאמונים. אמנם החוק אינו מגדיר את היקפה המדויק של חובת ההגינות, אך מקובל להניח כי

102 לניתוח של מגוון דוקטרינות שפועלות בעקיפין להגבלת כוחו של בעל השליטה ראו גושן, לעיל ח"ש 59, בעמ' 269-273.

103 על ההיסטוריה החקיקתית של סעיף זה, לרבות ההצעות לחוקק גרסה מפורטת יותר של חובות בעל השליטה, ראו י' גרוס "מגמות בחובות בעלי שליטה בחברה" משפט ועסקים א 271, 285-286 (תשס"ד).

היא חלשה יותר מחובת האמונים.¹⁰⁴ שנית, החוק מחיל את חובת ההגינות כלפי החברה בלבד, דהיינו סעיף 193 אינו מטיל מפורשות על בעל השליטה חובת הגינות כלפי בעלי מניות המיעוט.¹⁰⁵ עם זאת סעיף 192 אוסר על כל בעל מניות – גם אם אינו בעל שליטה – לקפח בעל מניות אחר.¹⁰⁶ לכאורה עילת הקיפוח, המעוגנת כיום בסעיף 191 לחוק החברות, יכולה לשמש בסיס להתערבות בית המשפט במקרים שבהם מנסה בעל השליטה לפגוע במיעוט. אולם פסיקת בית המשפט העליון בשנים האחרונות צמצמה במידה ניכרת את תחולתה האפקטיבית של עילת הקיפוח כאשר לחברות ציבוריות.¹⁰⁷ מכל מקום, חוק החברות אינו קובע הגדרה מפורטת של החובות המוטלות על בעל השליטה.¹⁰⁸

כדי לקבל תמונה מלאה של מעמד בעלי השליטה לפי דיני התאגידים יש לבחון גם את היקף החובות המוטלות על בעל השליטה בפסיקה. אולם כפי שהדיון להלן יראה, גם הפסיקה הישראלית אינה קובעת הגדרה ברורה של חובות בעלי השליטה ושל מגבלות הכוח שלהם.

פסיקה. עוד לפני חקיקת חוק החברות בשנת 1999 הכירה הפסיקה בישראל בקיומן של מגבלות על כוחו של בעל השליטה. בעניין קוסוי קבע בית המשפט העליון: "עיקרון מוכר וידוע הוא במשפטנו כי בעל השליטה נתון במסכת של חובות אמון, הבאות לשמור על בעל הכוח מפני שימוש בכוחו."¹⁰⁹ באותו עניין הטיל בית המשפט העליון אחריות על בעל שליטה שמכר את מניות השליטה בחברה לקונה, והלה רוקן את החברה מנכסיה. אולם הפסיקה בישראל לא הרחיבה חובה זו להקשרים נוספים

104 ראו צ' כהן בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות כרך א 316 (מהדורה שנייה, תל אביב: ההוצאה לאור של לשכת עורכי הדין, התשס"ו): "כינוי החובה בשם 'חובת הגינות' [...] נועד להבליט, כי החובה המוטלת על בעלי מניות השליטה נופלת בדרגתה מזו שמוטלת על נושאי משרה בחברה." פרופ' גרוס קובע כי חובת ההגינות של בעלי מניות השליטה היא בדרגת ביניים שבין חובת תום הלב לחובת האמון, וכי אפשר להתייחס אליה כאל "חובת אמון מוחלשת". ראו גרוס, לעיל ה"ש 103, בעמ' 284.

105 לעומת הסעיפים העוסקים בחובות נושאי משרה, סעיף זה אינו כולל כל התייחסות לחובותיו של בעל השליטה כלפי "אדם אחר". השוו' ס' 252(ב) ו-254(ב) לחוק החברות.

106 ראו ס' 193(א)(1) לחוק החברות.

107 ראו ע"א 3051/98 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"ד נט(1) 673 (להלן: עניין חברת השקעות דיסקונט); ע"א 9014/03 גרינפלד נ' לסר (להלן: עניין גרינפלד).

108 גישתו התמציתית של חוק החברות בהקשר זה בולטת במיוחד על רקע ההשוואה לחובות נושאי המשרה של החברה. בעניין נושאי המשרה החוק עוסק בהרחבה יחסית אגב הבחנה בין חובות זהירות, חובות אמון ופירוט מסוים של תוכנן של חובות אלה. ראו ס' 252-264 לחוק החברות.

109 ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 284 (להלן: עניין קוסוי).

החורגים מתחום מכירת השליטה.¹¹⁰ כפי שמציין פרופ' גושן,¹¹¹ הפסיקה הטילה הגבלות למיניהן על בעלי השליטה בעקיפין – דרך עילת הקיפוח והגבלות על כוח הרוב לשנות את מסמכי היסוד של החברה – אך בתי המשפט טרם יצקו תוכן של ממש לחובת ההגיונות של בעלי השליטה, ובייחוד באשר לחברות ציבוריות.

עם זאת במישור העקרוני הבהירו בתי המשפט בישראל כי חובות בעל השליטה פחותות בהיקפן מן החובות המוטלות על נושאי המשרה של החברה. על נושאי המשרה של החברה מוטלת חובת אמון המחייבת אותם לפעול לטובת החברה בלבד. ככלל, פעולה של נושא משרה לשם קידום עניינו האישי תיחשב הפרת חובת האמונים. בעל השליטה, לעומת זאת, אינו חייב לפעול כשרק טובת החברה לנגד עיניו, ומותר לו לפעול כדי לממש את האינטרס שלו כבעל הון בתאגיד.¹¹³

בעניין זה דומה כי הפסיקה הישראלית שואבת את השראתה בעיקר מן הפסיקה בכריטיניה. הגישה המקובלת בבתי המשפט בכריטיניה היא שאין להטיל חובות על בעלי השליטה אלא במסגרת חריגים מוגדרים ומצומצמים.¹¹⁴ גם באירופה – שבה רווחת תופעת השליטה הריכוזית בחברות ציבוריות – הטלת אחריות על בעלי השליטה בתאגידים אינה שכיחה, אם בשל היעדר הגדרה מפורשת של חובות בעלי השליטה, ואם בשל כך שבתי המשפט אינם ממהרים להטיל אחריות כזאת.¹¹⁵ עם זאת בשנים האחרונות מסתמנת באירופה מגמה של הרחבת חובות בעלי השליטה, בייחוד בהקשר של עסקאות בעלי עניין ודילול בעלי מניות המיעוט.¹¹⁶

110 לסקירה כללית של היקף החובות החלות על בעלי השליטה בדין הישראלי ראו כהן, לעיל ה"ש 104, כרך א, בעמ' 315-323; 'י גרוס וא' אבירם "חובת האמון של בעל מניות" עיוני משפט יט 309 (תשנ"ה).

111 ראו גושן, לעיל ה"ש 59, בעמ' 269-273.

112 ראו ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח שמש ז"ל, תק-על 2007(2) 3367 (להלן: עניין רייכרט), בעמ' 80: "חובותיו של בעל השליטה חלשות מאלו המוטלות על נושא המשרה."

113 ראו עניין קוסוי, לעיל ה"ש 109, בעמ' 284-285; גרוס, לעיל ה"ש 103, בעמ' 274. גם המחוקק נותן ביטוי להבחנה זו. לדוגמה, בעוד בעלי מניות רשאים להתקשר בהסכמי הצבעה (ראו ס' 189 לחוק החברות), החוק אוסר על עריכת הסכמי הצבעה בין דירקטורים (ס' 106 לחוק).

114 ראו Z. Cohen, *Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View*, 12 U. PA. INTL. BUS. L. 379 (1991). ראו גם א' חביב-סגל דיני חברות פרק י"א (תל אביב: Balance4 הפקות, התשס"ז) (ההגנה על בעלי מניות המיעוט התפתחה בכריטיניה במסגרת עילת הקיפוח, ואילו בתי המשפט בארצות הברית פעלו במסגרת מודל חובות האמון).

115 ראו G. Hertig & H. Kanda, *Related Party Transactions, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW* 126 (R. Kraakman et al. eds., Oxford: Oxford University Press, 2003).

116 ראו P. Conac et al., *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, ECGI – Law Working Paper No. 88/2007 (October 2007).

הפסיקה בארצות הברית, לעומת זאת, מחמירה יותר עם בעלי השליטה, לפחות במישור הרטורי. הפסיקה במדינת דלוור – המדינה המובילה בפיתוח דיני התאגידים בארצות הברית – מכירה בעיקרון שלפיו על בעל השליטה חלות חובות כלפי התאגיד ואף מסווגת חובות אלה כחובות אמון (ולא הגינות).¹¹⁷ בתי המשפט מחילים אפקטיבית את חובות האמון של בעל שליטה רק במקרים מסוימים, ובעיקר במצבים שבעל השליטה נתון בהם בניגוד עניינים עם התאגיד או עם בעלי מניות המיעוט;¹¹⁸ הפסיקה מכפיפה את בעל השליטה לחובות אמון כאשר הוא מבקש להתקשר בעסקה עם התאגיד,¹¹⁹ או כאשר הוא מבקש להפעיל את השפעתו באופן שייטיב את מצבו אך יפגע בבעלי מניות המיעוט.¹²⁰ בדומה לישראל, חובת האמון הוחלה גם על מכירת השליטה בתאגיד לגורם שעתיד לרוקן את התאגיד מנכסיו.¹²¹ יתר על כן, הפסיקה האמריקנית קובעת במפורש כי על בעל השליטה חלה חובת אמון גם ישירות כלפי בעלי מניות המיעוט, בסיטואציות שבהן יש חשש לניגוד עניינים בינו ובין שאר בעלי המניות.¹²² אמנם יש חוסר בהירות באשר להיקף החובה המוטלת על בעלי השליטה בנסיבות אחרות, אך הנטייה היא שלא להטיל על בעל השליטה חובות אמון ככל שהוא ממלא תפקיד "מסורתי" של בעל מניות כגון הצבעה באספה הכללית.¹²³

2. דיני ניירות ערך

חברות ציבוריות כפופות לא רק לחוק החברות אלא גם לחוק ניירות ערך. דיון במעמדו של בעל השליטה לפי חוק ניירות ערך מחייב הבחנה בין שני מישורים: מעגל האחראים במקרה של הפרת הוראות החוק על ידי התאגיד המדווח; והיקף תחולתן של חובות הדיווח. דיני ניירות ערך בישראל מטילים על בעל השליטה אחריות להפרת הוראות החוק על ידי התאגיד המדווח, אך ממעטים להכפיף את בעל השליטה לחובות דיווח ישירות.

- 117 ראו *Kahn v. Lynch Communication Sys.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)
- 118 במישור המעשי, חובת האמונים מופעלת כאשר בתי המשפט מחילים על פעולות מסוימות את מבחן ההגינות המלאה (entire fairness). לבחינה מקיפה של המקרים שבהם מחילים בתי המשפט בדלוור את מבחן ההגינות המלאה על עסקאות של בעלי שליטה ראו M. Siegel, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, 24 DEL. J. CORP. L. 27 (1999)
- 119 ראו M. T. Arnold, *Shareholder Duties under State Law*, 28 TULSA L.J. 213, 221 (1992)
- 120 ראו *Jones v. H. F. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d 464, 471 (Cal. 1969)
- 121 ראו *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, 901 A.2d 751 (Del. Ch. 2006)
- 122 ראו לדוגמה *Kahn v. Lynch Communication Sys.*, לעיל ה"ש 117. בעניין זה עסק בית המשפט בחובת האמונים של בעל השליטה כלפי בעלי מניות המיעוט בעסקה של "going private".
- 123 לסקירה של הדין האמריקני ראו J. D. COX, T. L. HAZEN, & F. H. O'NEAL, *CORPORATIONS* 250-258 (New York: Aspen Law & Business, c1997)

לעומת חוק החברות, חוק ניירות ערך מטיל על בעל השליטה אחריות הדומה בהיקפה לזו המוטלת על נושאי המשרה, כלומר בגין פרט מטעה בתשקיף או בכל מסמך גילוי אחר ובגין הפרת הוראות החוק על ידי התאגיד המדווח.¹²⁴ בעל השליטה אחראי אפוא לכל פרט מטעה בתשקיף או במסמך גילוי אחר, אלא אם הוכיח כי נקט את כל האמצעים הנאותים כדי שלא יהיה פרט כזה וכן כי האמין בתום לב שאין פרט כזה במסמכי הגילוי של התאגיד.

אולם חוק ניירות ערך והתקנות על פיו ממעטים להכפיף את בעל השליטה ישירות לחובות דיווח. התאגיד ונושאי המשרה שלו כפופים לרגולציה מפורטת בנוגע לאופן שבו עליהם להעביר מידע על החברה לציבור. בעל השליטה שאינו נושא משרה בתאגיד, לעומת זאת, אינו כפוף לכאורה לרגולציה בנוגע לפרסום מידע על התאגיד. בשל כך היו לאחרונה מקרים אחדים שבהם בעל השליטה (או בעל שליטה עתידי) פרסם בציבור – שלא על פי הכללים החלים על פרסום מידע על ידי התאגיד או נושאי המשרה שלו – תחזיות בדבר רווחיות התאגיד ושוויו העתידי.¹²⁵ יתר על כן, יש מצבים – כגון רכישת שליטה על ידי בעל מניות חדש – שבהם המידע הרלוונטי עבור המשקיעים נמצא דווקא בידי בעל השליטה ולא בידי הנהלת התאגיד. עם זאת בעל השליטה אינו כפוף לחובות דיווח מפורטות בנסיבות אלה.¹²⁶

3. הערכה ראשונית

המצב הקיים יוצר חוסר בהירות במישור הדין הפוזיטיבי באשר להיקף החובות של בעלי השליטה. לדוגמה, האם מוטלת על בעל השליטה חובה לפקח על נושאי המשרה של החברה ועל הדירקטורים שהוא ממנה כדי להבטיח כי הם ממלאים את תפקידם כראוי? במילים אחרות, האם על בעל השליטה – גם אם אינו מפעיל את שליטתו באופן אקטיבי – מוטלת "חובת זהירות" גורפת בכל הנוגע לאופן תפקודם של נושאי המשרה בחברה ולאיכות קבלת ההחלטות שלהם?¹²⁷ האם על בעל השליטה מוטלת חובה כלפי

124 ראו ס' 31, 38ג(א)(1) ו-52יג לחוק ניירות ערך. סעיף דומה קיים גם בחקיקה האמריקנית. לסקירה של אחריות בעלי שליטה בארצות הברית ראו L. C. Carson, II, *The Liability of Controlling Persons under the Federal Securities Acts*, 72 NOTRE DAME L. REV. 263 (1997).

125 ראו א' לוי-וינריב "ברשות ניירות ערך מקדמים חקיקה: פליטות פה של בעלי שליטה: עבירה פלילית" גלובס 26.2.2008.

126 כיום מוטלות חובות דיווח ישירות על בעלי השליטה במקרים מועטים, ובעיקר במקרים שהם פונים בהם לציבור בהצעת רכש מיוחדת או מלאה.

127 בית המשפט המחוזי קבע כי על בעל השליטה מוטלת חובה לפקח על נושאי המשרה. ראו ת"א (ת"א) 1134/95 שמש משה נ' רייכרט עזרא, תק"מח 2002(3) 9848. עם זאת נראה כי בית המשפט העליון מסתייג מעמדה זו. ראו פסק דינה של הנשיאה ביניש בעניין רייכרט, לעיל ה"ש 112, בעמ' 80.

בעלי מניות המיעוט גם בנסיבות שבהן אין התנהגותו פוגעת בתאגיד – לדוגמה כאשר הוא מבקש לרכוש מהמיעוט את מניותיו? האם חובת ההגינות חלה רק על פעולות (כמו הצבעה באספה הכללית) שמבצע בעל השליטה בכשירותו הפורמלית כבעל מניות, או שאולי חובה זו חלה גם אם בעל השליטה אינו נוקט פעולה המיוחדת לבעלי מניות, אלא מפעיל את השפעתו באורח לא פורמלי כדי לגרום לתאגיד שבשליטתו לקבל החלטות מסוימות?¹²⁸

כלי להפחית מחשיבותן של שאלות משפטיות אלה, הקושי המרכזי במצב הקיים נובע מן הפער בין מוקד הכוח בפועל לבין הגורם שבו מתמקדת הרגולציה התאגידית. בעוד בעל השליטה, גם אם אינו נושא בתפקיד פורמלי, הוא בעל היכולת לנווט את התאגיד, מערך הרגולציה התאגידית מתמקד כמעט בלעדית בנושאי המשרה. לנוכח מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה נשאלת השאלה מדוע אין לראות בו כתובת מרכזית להטלת אחריות כלפי התאגיד ובעלי מניות המיעוט. במילים אחרות, לנוכח ההכרה העקרונית בצורך להטיל חובות נאמנות על קברניטי התאגיד בחברה בבעלות מבוזרת – ההנהלה והדירקטוריון – מדוע לא להטיל אחריות דומה על בעל השליטה במקרה שבו מדובר בתאגיד בבעלות ריכוזית? בספרות המשפטית מקובל לציין נימוקים אחדים נגד הטלת אחריות על בעל השליטה.

פגיעה בקניין. הנימוק הראשון הוא החשש מפגיעה בזכויות הקניין של בעל מניות השליטה.¹²⁹ גישה זו, המתבססת על השליטה המוחלטת של בעל המניות בזכויות הנובעות מהמניות שרכש במיטב כספו, הייתה מבחינה היסטורית הנימוק הדומיננטי נגד הטלת אחריות על בעל השליטה, אך כיום היא נחשבת מיושנת.¹³⁰

האינטרס המסחרי. נימוק רווח יותר בקרב הקהילה המשפטית הוא ההבנה שבעל השליטה משקיע ממיטב כספו בתאגיד כדי לקדם את ענייניו העסקיים. לפיכך לא הגיוני לדרוש ממנו להפעיל את כוחו כאשר רק טובת התאגיד (או משקיעי המיעוט) לנגד עיניו, אגב התעלמות מהתכלית שלשמה השקיע את משאביו בתאגיד מלכתחילה.¹³¹

128 ראו לדוגמה *Summa Corporation v. Trans World Airlines, Inc.*, 540 A.2d 403 (Del. 1988)

129 ראו כהן, לעיל ה"ש 104, בעמ' 303-304.

130 ראו גרוס, לעיל ה"ש 103, בעמ' 275 ("על הגישה הקניינית אבד הכלח"). לביקורת משכנעת על רציונל זה למיתון החובות המוטלות על בעלי שליטה ראו שטרן, לעיל ה"ש 80, בעמ' 61-64; א' פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל 354-355 (ירושלים: המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש סאקר, האוניברסיטה העברית בירושלים, התשנ"ד).

131 ראו א' ברק שיקול דעת שיפוטי 496-497 (תל אביב: פפירוס, תשמ"ז). אוריאל פרוקצ'יה מציע הסבר שונה במקצת למיתון החובות המוטלות על בעל השליטה, לעיל ה"ש 130, בעמ' 354-355. לגישתו, ההצדקה נעוצה בכך שבעל השליטה הוא בעל מניות הרואה גם את טובת החברה לנגד עיניו. כפי שיוסבר בהמשך, כוחו של הסבר זה יפה אולי כדי לפטור את בעל השליטה מעולה של חובת הזהירות, אך ספק אם יש בו כדי לפטור אותו מחובת האמון.

תגמול עבור נשיאה בסיכון ועלויות פיקוח. על פי נימוק אחר, הגישה המקלה בנוגע לחובות בעל השליטה הכרחית כדי לאפשר את גיבושו של בלוק השליטה. הטענה היא שיש לאפשר לבעל השליטה מרחב מסוים של רווחים פרטיים משליטה כדי לפצות אותו על הסיכון הכרוך בהחזקת כמות נכבדת של מניות בחברה ועל עלויות הפיקוח על ההנהלה.¹³² גישה זו גורסת כי על קובעי המדיניות לשאוף שהתועלת הנלווית לשליטה בתאגיד לא תעלה על זו ההכרחית כדי לדרבן בעלי מניות להגיע לעמדת שליטה שתאפשר להם לפקח על ההנהלה.

בעלי שליטה פסיביים וקיומם של נושאי משרה. נימוק מסוג אחר טוען כי אין כל צורך בהסדרה של פעולות בעלי השליטה ככאלה וכי אפשר להסתפק ברגולציה של נושאי המשרה בתאגיד. הטלת חובות על בעלי שליטה והסדרת פעולתם היא עניין מורכב מבחינה מעשית. בעלי השליטה אינם עשויים מקשה אחת: מקצת בעלי השליטה אינם מעורבים מעורבות פעילה בניהול התאגיד, ואילו אחרים ממנים את עצמם לנושאי משרה בכירים; במקרים רבים אף אין מדובר בבעל שליטה יחיד, אלא בקבוצת משקיעים השותפים באמצעות הסכמי הצבעה לקבוצת השליטה בתאגיד. טעמים אלו למיתון החובות המוטלות על בעלי השליטה שנויים במחלוקת. אולם המשכו של פרק זה יתמקד בקשיים המתעוררים גם אם מניחים שטעמים אלו תקפים ומשכנעים. הדיון יצביע על כמה קשיים כבדי משקל הנובעים מהתמקדות בדירקטוריון כמטרה המרכזית להסדרה משפטית.

ב. הדירקטוריון כמוקד לרגולציה

מבחינה משפטית, נושאי המשרה – ובעיקר הדירקטוריון – הם המוסמכים לנהל את ענייני התאגיד. יתר על כן, החוק והפסיקה קובעים כי חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה הן כלפי התאגיד ולא כלפי בעל המניות שמינה אותם, כך שהדירקטוריון נדרש לנהל את התאגיד מתוך מטרה להשיא את טובתם של כלל בעלי המניות. ההתמקדות בדירקטוריון מיתרת לכאורה את הצורך ביצירת מערך מקביל של חובות בנוגע לבעל השליטה. אחרי ככלות הכול, אם בעל השליטה אינו נושא בכל תפקיד רשמי, הוא אינו מוסמך כבעל שליטה לנקוט פעולות כלשהן בשם התאגיד. לאור האמור לעיל אטען בפרק זה כי ההסדרים הקיימים בנוגע למעמד הדירקטורים וחובותיהם אינם מספקים מענה נאות לצורך בפיקוח על בעלי השליטה. אמנם ההצדקה המרכזית – אולי הבלעדית – לקיומו של מוסד הדירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה היא יצירת מנגנון פיקוח על בעל השליטה לשם הגנה על עניינם של בעלי

132 ראו Gilson & Gordon, לעיל ה"ש 66, בעמ' 785.

מניות המיעוט ושל קהלים אחרים. עם זאת ספק אם המתכונת הקיימת של הסדרת פעולת הדירקטוריון מתאימה לפיקוח אפקטיבי על בעלי השליטה. ככלל, הדין הקיים מתאפיין בהתייחסות חלקית לכל היותר לנגזרות מתפקיד הפיקוח של הדירקטוריון בכל הקשור להרכב הדירקטוריון, תפקידיו, חובות הדירקטורים והליכי המינוי שלהם.

1. הדירקטוריון ופיקוח על בעלי השליטה

התפיסה המודרנית מאמינה כי לדירקטוריון בחברה הציבורית שני תפקידים מרכזיים שבמידה מסוימת אינם מתיישבים זה עם זה. הדירקטוריון קובע את מדיניות התאגיד ומנחה את ההנהלה לפעול על פיה. בד בבד, הדירקטוריון נדרש לפקח על ההנהלה המקצועית מטעם בעלי המניות. בשנים האחרונות, המגמה בעולם המערבי היא להרחיב את תפקידיו של הדירקטוריון כגוף מפקח.¹³³ לאחרונה, מגמה זו באה לידי ביטוי בולט בחקיקה האמריקנית בעקבות קריסת אנרון, וורלדקום (WorldCom) וחברות אחרות. חוק Sarbanes-Oxley והכללים שנקבעו בעקבותיו מגבירים במידה רבה את עצמאות הדירקטוריון וכוללים הסדרה מפורטת של תפקידי הפיקוח המוטלים על ועדות הדירקטוריון למיניהן. אמנם הדעות חלוקות באשר לעיצובם האופטימלי של הכללים הנגזרים ממעמדו של הדירקטוריון כמפקח מטעם בעלי המניות על ההנהלה, אך יש הסכמה רחבה באשר לתפיסת יסוד זו בדבר תכלית מוסד הדירקטוריון.¹³⁴

מצב הדברים שונה בתאגיד עם בעל שליטה. לעומת בעלי המניות בתאגיד עם בעלות מבוזרת, ספק אם בעל השליטה זקוק להתערבות המחוקק לשם מינוי גורם ביניים שיפקח מטעמו על ההנהלה המקצועית של התאגיד. במילים אחרות, ספק אם הצורך בקיומו של גורם מפקח מטעם בעלי המניות על ההנהלה מצדיק את קיומו של דירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה. מכוח קל וחומר קשה למצוא הצדקה המתבססת על הצורך בהגנה על בעל מניות השליטה למצב המשפטי הקיים שבו החוק מחייב כל חברה ציבורית למנות דירקטוריון.

התשובה המתבקשת אפוא היא שתפקיד מרכזי של הדירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה הוא לשמש גורם מתווך בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט ואף קהלים אחרים, כגון נושים. במסגרת תפקיד זה נדרש הדירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה גם לוודא כי בעל השליטה אינו מנצל את כוחו לרעה לשם קידום ענייניו האישיים

133 L. W. Mitchell, *The Trouble with Boards*, GWU Law School Public Law Research Paper No. 159: <http://ssrn.com/abstract=801308> לדין במודל זה ראו פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 130, בעמ' 239-240.

134 J. N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1468 (2007)

על חשבון טובת התאגיד או בעלי מניות המיעוט.¹³⁵ ברוח זו קבעה הפסיקה בדלור בהזדמנויות אחדות כי תפקידם של הדירקטורים הוא להגן על עניינם של בעלי מניות המיעוט במקרים שבהם נתון בעל השליטה בניגוד עניינים.¹³⁶ ברם חוק החברות בישראל אינו נותן ביטוי הולם למעמדו של הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה. סעיף 92 לחוק החברות מגדיר את סמכויות הדירקטוריון ותפקידיו. סעיף זה קובע כי הדירקטוריון: "יתווה את מדיניות החברה ויפקח על ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו" [ההרגשה שלי]. סעיף זה מאמץ את המודל האנגלו-אמריקני המסורתי, שלפיו תפקיד הדירקטוריון הוא לפקח על המנכ"ל, ומתעלם מן העובדה שבתאגיד עם בעל שליטה לפונקציה זו של הדירקטוריון חשיבות פחותה, אם בכלל. יתר על כן, הסעיף שותק בכל הנוגע למעמדו של הדירקטוריון כלפי בעל השליטה בתאגיד. בפסיקה הישראלית, לעומת זאת, אפשר למצוא הדים לתפיסה שלפיה תפקידו של הדירקטוריון כולל גם פיקוח על בעל שליטה. הפסיקה קובעת כי חובת האמון של הדירקטורים – כמו גם של שאר נושאי המשרה – היא לתאגיד בלבד, ולא לבעל המניות שלו הם חבים את כהונתם.¹³⁷ על הדירקטורים להפעיל את שיקול דעתם באופן עצמאי, בלי להישמע להוראות בעל המניות שמינה אותם.¹³⁸ העמדה המקובלת אוסרת אפוא על נושאי המשרה לפעול לפי הוראות של בעל השליטה שאינן מתיישבות עם טובת התאגיד, או לנקוט פעולות לטובת בעל השליטה אם אלה אינן עולות בקנה אחד עם טובת התאגיד. עמדה זו חלה, כמובן, גם על בעל השליטה אם בחר למנות עצמו כנושא משרה בתאגיד שבשליטתו.

2. חובות נאמנות: נורמות התנהגות לעומת כללי אחריות

הבהרה חקיקתית שתפקידי הדירקטוריון כוללים גם פיקוח על בעל השליטה חשובה, אך אין בה די כדי להתמודד עם בעיה תשתיתית יותר: כפי שיוסבר בהרחבה להלן, ישנו מתח אינהרנטי בין הטעמים המובילים למיתון החובות המוטלות על בעל השליטה לבין הציפיות מהדירקטוריון. מתח זה מוביל לחוסר בהירות בכל הנוגע לתפקוד

135 לניתוח תפקידיהם של דירקטורים בחברות עם בעל שליטה ראו D. Demott, *Guests at the Table?: Independent Directors in Family-Influenced Public Companies*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 165 (August 2007)

136 ראו לדוגמה *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003); *Hollinger International v. Black*, 844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004)

137 ראו בש"א י"ם 916/03 הממונה על ההגבלים העסקיים נ' בראון פישמן תקשורת בע"מ, תק-מח 1231 (1)2004 (להלן: עניין בראון פישמן), פסקה 22: "חובת האמונים של הדירקטור מופנית כלפי החברה, ולא כלפי בעל המניות אשר מטעמו מונה הדירקטור." ראו גם *Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd. v. Meyer*, (1958) 3 All ER 66

138 עניין בראון פישמן, לעיל ה"ש 137, פסקה 22.

הדירקטוריון בנסיבות שבהן יש חשש לניגוד עניינים בין התאגיד או בעלי מניות המיעוט לבין בעל השליטה.

כאמור בסעיף 1 בפרק זה, הנחת המוצא של דיני התאגידים בישראל היא שראוי להטיל על בעל השליטה חובות בהיקף קטן יותר מזה המוטל על נושאי המשרה. נושאי המשרה נדרשים לשוות לנגד עיניהם את טובת התאגיד בלבד, ואילו בעל השליטה רשאי עקרונית לפעול לקידום מטרותיו העסקיות. לצורך הדיון בפרק זה אניח כי עמדת מוצא זו בדבר ההבחנה בין בעלי שליטה לבין נושאי המשרה מוצדקת עקרונית. בהינתן הנחת מוצא זו אטען כי הפער בהתייחסות הנורמטיבית לנושאי המשרה ולבעל השליטה מוביל לתוצאות בעייתיות.

בפתח הדברים יש להבהיר את תפקידן של החובות המוטלות על נושאי המשרה ועל בעלי השליטה בשיטת המשפט האנגלו-אמריקנית. ההכרעה בדבר היקף החובות המוטלות על נושאי המשרה או על בעלי השליטה קובעת במקרים רבים את הנורמות שעל פיהן יש לנהל את ענייני התאגיד. בתחומים מסוימים, בייחוד בכל הנוגע להגנה על צדדים שלישיים (שאינם התאגיד או בעלי המניות), קובע הדין כללי התנהגות ברורים. לדוגמה, חוק החברות הישראלי מגדיר במפורש את התנאים שבהם יכולה חברה לחלק דיווידנד לבעלי מניותיה. במקרים אלה, המשמעות של הטלת אחריות על גורם כלשהו היא בעיקרה אכיפתית, דהיינו הרחבת מעגל האחראים במקרה של הפרת נורמת ההתנהגות המוגדרת בחוק וקביעה מי יישא בסנקציה בגין הפרתה.

בתחומים אחרים, לעומת זאת, ובייחוד בכל הנוגע למשולש היחסים הכולל את התאגיד, בעל השליטה ובעלי מניות המיעוט, הדין אינו מגדיר כללי התנהגות ברורים, אלא מסתפק בהתוויית סטנדרטים להתנהגות השחקנים הרלוונטיים. במקרים אלה, החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעלי השליטה הן שמכתיבות נורמות התנהגות עבור קברניטי התאגיד ומכריעות בדבר תוקפן של פעולות ועסקאות למיניהן של התאגיד או של בעל השליטה. לדוגמה, חוק החברות אינו עוסק במפורש בשאלת זכותו של בעל השליטה למכור את מניות השליטה. הקביעה שחובת האמונים של בעל השליטה אוסרת עליו למכור את מניותיו למי שלמיטב ידיעתו ירוקן את התאגיד מנכסיו יוצרת, למעשה, כלל המגביל את מכירת השליטה בתאגיד. במילים אחרות, הטלת חובה על בעל השליטה אין פירושה רק שבעל השליטה יצטרך לשאת אף הוא בסנקציה במקרה של הפרת הוראות הדין. עצם הטלת החובה היא שמביאה לקביעה שבנסיבות מסוימות אי-אפשר למכור את השליטה בתאגיד.

הדיון שלהלן יסביר כיצד ההבחנה הרווחת בין בעלי השליטה לנושאי המשרה מביאה לתוצאות בעייתיות בשני מקרים: ראשית, כאשר בעל השליטה נדרש לסיוע מצד נושאי המשרה של החברה כדי להגשים את תכניותיו העסקיות; שנית, כאשר בעל השליטה מכהן כנושא משרה בחברה.

3. פעולה באמצעות נושאי המשרה

מארג חובות הנאמנות המוטלות על בעלי השליטה ועל נושאי המשרה קובע במקרים רבים את ההבחנה בין פעולות של הנהגת התאגיד שהן לגיטימיות לבין פעולות שאינן כאלה. ההבחנה בין הגישה המקלה על בעל השליטה לבין הגישה המחמירה עם נושאי המשרה מביאה למתח בנוגע לפעולות שמחייבות את בעל השליטה להיזקק לנושאי המשרה. בעל השליטה נדרש לעתים לסיוע מצד נושאי המשרה של התאגיד לשם הגשמת כוונותיו העסקיות. במקרים אלה עשויים הסטנדרטים המקובלים לבחינת התנהגות בעל השליטה להתנגש עם הסטנדרטים לבחינת התנהגות נושאי המשרה. התוצאה של התנגשות זו היא אי-בהירות בנוגע לתוקפה החוקי של הפעולה. להלן אציג מתח זה באמצעות דוגמאות אחדות.

דוגמה I: מכירת שליטה. לשם המחשה נשתמש בדוגמה היפותטית השואבת השראה מניסיונה של מדינת ישראל בשנים 2006–2007 למכור את השליטה בבנק לאומי לקבוצת משקיעים בראשות קרן סרברוס (Cerberus). הניחו כי במסגרת ההליכים למכירת השליטה בבנק מתברר שהרגולטור באחת מן המדינות שבהן פועל הבנק מסרב לאשר את העברת השליטה לידי הרוכש. לפיכך הרוכש מודיע לבעל השליטה הנוכחי כי השלמת הרכישה מותנית במכירת פעילות הבנק במדינה זו. ההחלטה על המכירה צריכה להתקבל על ידי הדירקטוריון של הבנק. לצורך הדוגמה הניחו גם כי מכירת הפעילות לא תביא לקריסת הבנק, אך תשלול ממנו את אחד ממקורות הצמיחה המבטיחים שלו.

לפי ההלכה הפסוקה בישראל ובארצות הברית, בעל השליטה רשאי למכור את מניותיו לכל רוכש כל עוד, למיטב ידיעתו של המוכר, הרוכש אינו מתכוון להביא את התאגיד למצב של חדלות פירעון.¹³⁹ על פי מבחן זה, בעל השליטה רשאי למכור את השליטה בבנק גם לרוכש שמתכוון למכור את פעילות הבנק במדינה כלשהי, גם אם מכירת הפעילות אינה עולה בקנה אחד עם טובת הבנק, ובהנחה שמכירת הפעילות לא תביא את הבנק לחדלות פירעון. אולם הקושי במקרה זה מתעורר בכל הקשור להחלטת הדירקטוריון, ששיתוף הפעולה שלו הכרחי כדי להשלים את המכירה. חובת האמונים של הדירקטורים דורשת מהם לקבל החלטה משיקולים של טובת הבנק בלבד, דהיינו על הדירקטורים להתעלם מן האינטרסים של בעל השליטה במכירת הפעילות בחו"ל ככל שאלה אינם עולים בקנה אחד עם טובת הבנק.¹⁴⁰ שיתוף הדירקטוריון בהחלטה

139 ראו עניין קוסוי, לעיל ה"ש 109.

140 לפסיקה ברוח זו בהקשר של מכירת שליטה ראו *In re Digex Inc.*, 789 A.2d 1176 (Del. Ch. 2001). בעניין זה נקבע כי הדירקטורים של החברה הפרו את חובת האמון בכך שוויתרו על זכות סטטוטורית של החברה כדי להקל על בעל השליטה למכור את גרעין השליטה.

על מכירת השליטה משנה לכאורה את המסגרת המשפטית לכחינת תוקפה של מכירת השליטה.¹⁴¹ מהו הדין, לדוגמה, במקרה שהדירקטוריון מאמין כי – אלמלא נדרש הדבר כדי לסייע לבעל השליטה להשלים את העסקה – לא הייתה כל הצדקה עסקית למכירת הפעילות בחר"ל? האם בנסיבות אלה רשאי הדירקטוריון להחליט על המכירה רק כיוון שבעל השליטה הנוכחי מעוניין בכך? האם חלה חובה על הדירקטוריון להתנות את שיתוף הפעולה עם בעל השליטה בתשלום פיצוי מאת בעל השליטה לבנק בגין אבדן הסיכוי לצמיחה עתידית?

דוגמה זו ממחישה את הבעייתיות בהבחנה בין חובות הדירקטוריון לבין חובות בעל השליטה. אם מיתון החובה המוטלת על בעל השליטה מוצדק עניינית, יש להחיל לכאורה גזרה שווה גם במקרה שבו הדירקטוריון מעורב במכירת השליטה. אם אכן ראוי לאפשר לבעל השליטה מרווח פעולה כלשהו גם במחיר פגיעה בטובת התאגיד, לדוגמה בעת מכירת שליטה, מדוע הצורך של בעל השליטה בשיתוף פעולה של מוסדות התאגיד צריך לשנות את הגישה המשפטית לעסקה? במילים אחרות, השאלה המכרעת צריכה להיות אם ראוי לאפשר לבעל השליטה למכור את השליטה בנסיבות אלה. אם התשובה לשאלה זו חיובית, יש להחיל על המכירה דין זהה בין שהדירקטוריון נדרש לנקוט פעולות לשם השלמת המכירה ובין שלא.

דוגמה II: רכישה ממונפת. דוגמה נוספת לקושי בהבחנה בין חובות נושאי המשרה לבין חובות בעל השליטה היא חוסר הבהירות בדין הישראלי באשר לרכישות ממונפות של שליטה. בעלי שליטה חדשים נוטלים לעתים הלוואות כדי לממן את רכישת גרעין השליטה. דוגמה בולטת מהשנים האחרונות היא ההלוואה הבנקאית שנטלה קבוצת משקיעים כדי לממן את רכישת קונצרן אי-די-בי.¹⁴² בדרך כלל מתכנן בעל השליטה החדש לגרום לתאגיד שאת מניותיו הוא רוכש לחלק דיווידנד נדיב כדי שהמזומנים ישמשו להחזרת ההלוואה שנטל לשם רכישת השליטה.

היזומה לחלוקת הדיווידנד בנסיבות אלה היא של בעל השליטה. יתר על כן, תאורתית, ייתכנו מקרים שבהם טובת התאגיד תחייב שהמזומנים יושקעו בתאגיד כדי להבטיח צמיחה עתידית. הואיל וכך, נשאלת השאלה מה הדין כאשר חלוקת הדיווידנד אינה עולה בקנה אחד עם טובת התאגיד. האם הפעלת ההשפעה של בעל השליטה לשם תשלום דיווידנד בנסיבות אלה עולה בקנה אחד עם חובת ההגיונות של בעל השליטה?

141 יודגש כי אין מדובר כאן בשאלה של מכירת הפעילות במחיר הולם בלבד. לדוגמה, ייתכן שהפעילות במדינה סינרגטית לפעילות הבנק ושהבנק השקיע משאבים רבים, לרבות ויתור על הזדמנויות עסקיות חלופיות, כדי לפתח את פעילות זו. אילו היה מדובר בשאלה של הבטחת מחיר הוגן גרדא, היה אפשר לפתור את הקושי באמצעות החלטה על עריכת מכרז.

142 רכישת אי-די-בי עמדה ביסוד פסק דין שעסק בהיקף חובות הגילוי של בעל השליטה. ראו ה"פ (ת"א) 1207/03 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, תק"מ 2004 (3) 957.

במבט ראשון נראה שמשיכת דיווידנד היא מן העניינים הנכללים בגדר שיקול הדעת המסחרי הלגיטימי של בעל השליטה כמשקיע בתאגיד. אולם במישור הפורמלי, לא בעל השליטה מחליט על חלוקת הדיווידנד אלא הדירקטוריון.¹⁴³ האם החלטה של הדירקטורים להיעתר לרצונו של בעל השליטה ולאשר תשלום דיווידנד עולה בקנה אחד עם חובת הנאמנות שלהם לתאגיד?¹⁴⁴ לכאורה, חל איסור על הדירקטורים לשקול את ענייניו של בעל השליטה במובחן מהאינטרס של טובת התאגיד, אולם קביעה משפטית פורמלית זו מנוגדת למציאות העסקית הרווחת, שבה ברור לכול כי חלוקת הדיווידנד בסמוך לרכישת שליטה נועדה להקל על בעל השליטה להחזיר את ההלוואות שנטל לצורך מימון הרכישה.

מטרת דיון זה אינה לטעון כי יש להגביל את יכולת בעלי השליטה למשוך דיווידנד כדי לממן רכישת שליטה בחברות ציבוריות,¹⁴⁵ אלא להמחיש את הבעייתיות הנובעת מבחירתה של מערכת המשפט להתעלם מבעלי השליטה ולהתמקד בדירקטוריון: אחד מן המהלכים העסקיים החשובים במשק נמצא בתחום האפור וללא הסדרה משפטית ברורה. לפיכך לא מפתיע כי בית המשפט המחוזי בחיפה, שנדרש לנושא זה לאחרונה, פסק כי תשלום דיווידנד לשם החזר הלוואה ששימשה לרכישת השליטה בתאגיד עולה כדי הפרת אמונים.¹⁴⁶

לסיכום, יש פער בעייתי בין הממד הרטורי של דיני התאגידים – הדורשים מנושאי המשרה של התאגיד לפעול כאשר רק טובת התאגיד לנגד עיניהם – לבין המציאות העסקית שבה פועלים במקרים רבים נושאי המשרה כדי להגשים את רצונם של בעלי השליטה. כמו כן, יש פער נורמטיבי בין הכללים החלים על בעל השליטה לבין אלה החלים על נושאי המשרה בתאגיד. בשל כך ישנה עמימות באשר לסוג הפעולות ולטיב השיקולים שהם לגיטימיים בתאגיד עם בעל שליטה.

143 כלל זה נקבע בס' 307 לחוק החברות המחייב כי ההחלטה על חלוקת דיווידנד תתקבל על ידי הדירקטוריון כל עוד לא נקבע אחרת בתקנון.

144 בתי המשפט במדינת דלוור בארצות הברית בחרו שלא לדון בשאלה זו לגופו של עניין וקבעו שלא יבחנו את שיקול דעת הדירקטוריון כל עוד הדיווידנד חולק באופן שוויוני לכלל בעלי המניות. ראו *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

145 בשוק עם בעלות מבוזרת מקובל לקדם בכרכה חלוקת דיווידנדים על ידי הנהלת החברה. בתשלום הדיווידנד מחזירה, למעשה, ההנהלה לבעלי המניות חלק מהשקעתם בחברה. יתר על כן, הוצאת המזומנים מקופת החברה מפחיתה מהיקף המשאבים העומדים לרשות הנהלת החברה ומחייבת אותה לזכות באמון ציבור המשקיעים מחדש באמצעות פנייה לגיוס הון. למעשה, יש הטוענים כי חלוקת דיווידנדים יכולה להוות דרך עבור בעלי שליטה לאותת לשוק כי אין בכוונתם למשוך רווחים פרטיים גדולים משליטה. ראו *M. Faccio et al., Dividends and Expropriation*, 91 Am. Econ. Rev. 54 (2001). מחקר זה הראה כי לחברות הנמצאות בתחתית קבוצת שליטה יש נטייה גדולה יותר לחלק דיווידנדים.

146 ראו ת"א (חי') 474/04 ירדן נ' ליפשיץ, תק-מח 10625 (3)2007.

4. בעל שליטה כנושא משרה

קושי דומה מתעורר כשמדובר בבעל שליטה המכהן כנושא משרה. בעל מניות שליטה שמכהן כנושא משרה בתאגיד שבשליטתו מאבד את החסינות היחסית שהוא זוכה בה כבעל מניות שליטה וחלות עליו חובות אמון וחובות זהירות ככל נושא משרה אחר.¹⁴⁷ אולם ספק אם כלל זה עולה בקנה אחד עם הטעמים העקרוניים התומכים במיתון החובות המוטלות על בעל השליטה.¹⁴⁸

לדוגמה, אחד הטעמים המקובלים למיתון החובות המוטלות על בעלי שליטה הוא שהשקעתו של בעל השליטה בהון התאגיד והסיכון הנלווה לה מצדיקים לאפשר לו לשקול שיקולים שאינם קשורים לטובת התאגיד בלבד. בהנחה שיש היגיון בטיעון זה, כוחו יפה גם אם בעל שליטה בוחר לכהן כנושא משרה.¹⁴⁹ במילים אחרות, גם בהקשר זה מתעוררת השאלה מדוע יש לקבוע את עמדת מערכת המשפט בנוגע לפעולות מסוימות בהתאם למעמדו הפורמלי של הגורם מקבל ההחלטה. יתר על כן, מצב זה מעמיד את בעל השליטה בדילמה: פיקוח מיטבי על ההנהלה – שממנו ייהנו כלל המשקיעים בתאגיד – דורש את מינויו כנושא משרה, אולם מינוי לתפקיד פעיל בהנהלת התאגיד כרוך באבדן החירות היחסית הנלווית למעמדו כבעל שליטה. לסיכום, ההצדקות המקובלות למיתון החובות המוטלות על בעלי שליטה ככאלה אמורות לכאורה לחול באותה מידה גם על מקרים שבהם בעל השליטה מכהן כנושא משרה בתאגיד.¹⁵⁰

5. האם מעורבות התאגיד רלוונטית?

לכאורה, אפשר ליישב את המתח שיוצרת ההבחנה בין חובות נושאי המשרה לחובות בעל השליטה על ידי התמקדות במעורבות התאגיד, כאישיות משפטית, בפעולה או בעסקה. לפי גישה זו, חובת ההגינות של בעלי השליטה באה רק להוסיף על ההגנות המוקנות לתאגיד ולמשקיעי המיעוט מכוח חובות האמון של נושאי המשרה ולא לגרוע מהן: לפיכך כל פעולה שמעורבים בה התאגיד ומוסדותיו כפופה לביקורת קפדנית

147 ראו לדוגמה *Hollinger International v. Black*, לעיל ה"ש 136.

148 ראו דיון לעיל בטקסט שליד הערות שוליים 129-132.

149 כפי שיוסבר בהמשך, הבחנה זו עולה בקנה אחד עם הנטייה שלא להטיל חובות משפטיות על בעלי השליטה מטעמים פרקטיים גרדא.

150 יודגש כי מחקר מדיניות זה אינו עוסק במקרים שבהם סוגיית היקף האחריות נוגעת לשיקולי אכיפה בלבד, דהיינו מקרים שבהם יש נורמה משפטית ברורה והשאלה הנשאלת היא מי צריך לשאת בתוצאות הפרת הנורמה. המחקר מתמקד במקרים שהדין עושה בהם שימוש בחובות הנאמנות המוטלות על נושאי המשרה כדי לקבוע את אמות המידה שעל פיהן יש לנהל את התאגיד.

במסגרת חובות האמון והזהירות החלות על נושאי המשרה. בד בבד, בעל השליטה כפוף לחובת הגינות גם בנסיבות שבהן הוא פועל פעולה עצמאית, בכשירותו כבעל מניות, וכשאינו מבקש להפעיל את השפעתו על התאגיד ועל מוסדותיו. לדוגמה, הצבעתו של בעל השליטה באספה הכללית (שאינה כרוכה במעורבות כלשהי של נושאי המשרה) תהיה כפופה לחובת ההגינות. לפי תזה זו, אם כן, אין כל עמימות באשר לחובות הדירקטוריון: על מוסדות החברה לפעול תמיד בהתאם לטובת התאגיד בלבד ובהתעלמות מן האינטרסים של בעל השליטה.

אולם הבחנה זו מתבססת על אמת מידה טכנית גרדא, ולכן היא אינה משכנעת. מבחינה עניינית, החשש מפני פגיעה בתאגיד או במשקיעי המיעוט קיים גם במקרים שבהם אין מעורבות פורמלית של התאגיד. יתר על כן, לעתים התאגיד מעורב בעסקה בהיקף מוגבל בלבד. לפיכך נשאלת השאלה: האם כל מעורבות שהיא של התאגיד – ללא קשר לטיב המעורבות ולהיקפה – מצדיקה בחינה של העסקה באמת מידה מחמירה יותר?¹⁵¹

לא זו אף זו. גם כאשר בעל השליטה אינו מבקש סיוע ממוסדות התאגיד, נושאי המשרה יכולים במקרים רבים לזווג פעולה כדי למנוע ממנו להוציא אל הפועל את מהלכיו. למעשה, הפרקטיקה של התגוננות מפני השתלטויות עוינות מתבססת על פעולת ההנהלה נגד ניסיונו של רוכש פוטנציאלי לרכוש מניות היישר מבעלי המניות הקיימים ללא מעורבות של התאגיד. הגישה המקנה לדירקטורים סמכות לפעול בנסיבות מסוימות לסיכול השתלטויות עוינות מושתתת על ההכרה כי לדירקטוריון יש תפקיד חשוב בהגנה על התאגיד והמשקיעים בו גם כאשר התאגיד אינו צד לעסקה. דוגמה ליישום עיקרון זה בהקשר של בעלי שליטה היא פרשת *Hollinger*, שבה התיר בית המשפט במדינת דלוור לדירקטורים של חברה ציבורית להפעיל "גלולת רעל" כדי למנוע מבעל השליטה למכור את מניותיו, מאחר שמכירת השליטה עמדה בניגוד לטובת התאגיד.¹⁵² העובדה שבעל השליטה פועל באופן שאינו מערב את מוסדות התאגיד אינה פוטרת את נושאי המשרה של התאגיד מן העיסוק בשאלה אם עליהם לזווג פעולות נגד בעל השליטה במקרה שבו הם מאמינים כי מעשיו אינם מתיישבים עם טובת התאגיד. ההכרעה בשאלה זו מחייבת קביעת עמדה באשר לתחום הפעולה הלגיטימי של בעל השליטה.

151 לדוגמה, לעתים נדרשים נושאי המשרה לנקוט פעולות בתוקף תפקידם כדי לסייע בידי בעל השליטה המעוניין למכור את השליטה. סיוע זה יכול לבוא לידי ביטוי, לדוגמה, במתן גישה לרוכשים פוטנציאליים למידע שיאפשר להם לבצע בריקת נאותות או בהתחייבות שונות של התאגיד בדבר אופן פעולתו בתקופה שבין חתימת הסכם הרכישה לבין העברת השליטה בפועל.

152 ראו את פסק הדין *Hollinger International v. Black*, לעיל ה"ש 136.

לסיכום, כשלעצמה, המעורבות הפורמלית של התאגיד אינה קריטריון נאות להבחנה בין מצבים שבהם ראוי להפעיל רק את חובות בעלי השליטה (דהיינו גישה המתחשבת באינטרסים המסחריים של בעל השליטה) לבין אלה שבהם ראוי להפעיל את חובות נושאי המשרה (דהיינו גישה המתמקדת בטובת התאגיד).

ניתוח זה מאיר היבט בעייתי נוסף בדין הקיים. מנגנוני הפיקוח והבקרה של התאגיד מופעלים במלוא עוצמתם כאשר העסקה מחייבת פעולה של התאגיד. דוגמאות בולטות הן עסקאות מיזוג ועסקאות חריגות של החברה שבהן יש לבעל השליטה עניין אישי. בעסקה חריגה בין חברה ציבורית לבעל השליטה, למשל, דורש החוק את אישור ועדת הביקורת, אישור הדירקטוריון ואישור האספה הכללית ברוב מיוחד. אולם הדין אינו מפעיל את מנגנוני הפיקוח של התאגיד כאשר בעל מניות השליטה נוקט פעולה שאינה מערבת את התאגיד כאישיות משפטית, גם אם פעולה זו עלולה להביא לפגיעה כלכלית קשה בבעלי מניות המיעוט. אם תפקידו של הדירקטוריון כולל גם הגנה על בעלי מניות המיעוט, לא ברור מדוע אי-מעורבות התאגיד כאישיות משפטית בפעולה מסוימת פוטרת את הדירקטוריון מפיקוח על בעל השליטה.

דוגמה: הצעת רכש מלאה. בעל שליטה עשוי להחליט על רכישת שליטה מלאה בתאגיד ומחיקתו מן המסחר בבורסה. דרך אחת להשלמת עסקה זו, המכונה בעגה המקצועית "going private", היא מיזוג בין החברה הציבורית לחברה פרטית בבעלות מלאה של בעל השליטה. דרך נוספת היא פנייה ישירה לבעלי מניות המיעוט בהצעה לרכוש מהם את מניותיהם, באמצעות הליך של הצעת רכש מלאה לפי סעיף 336 לחוק החברות.¹⁵³

אמנם רכישת מניות המיעוט בהליך של הצעת רכש מלאה אינה דורשת מעורבות פורמלית של התאגיד, אך היא יוצרת סכנה לפגיעה בבעלי מניות מהציבור משתי סיבות עיקריות: ראשית, בעל השליטה נתון בניגוד עניינים מובהק עם שאר בעלי המניות – בעל השליטה מעוניין כי מחיר הרכישה יהיה נמוך ככל האפשר, ואילו ציבור המשקיעים מעוניין לקבל את התמורה המרבית בגין מכירת המניות; שנית, יש חשש שהמניע לעסקה הוא רצונו של בעל השליטה – שמעמדו מקנה לו גישה למידע בנוגע למצבו הפיננסי של התאגיד והצפי להתפתחות עסקיו בעתיד – לרכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך משוויון האמתי.¹⁵⁴

מסיבה זו מציע הדין האמריקני כמה מנגנונים להגנה על בעלי מניות המיעוט. במישור דיני ניירות הערך הפדרליים, על בעל השליטה המבקש לרכוש את מניות

153 ראו ה' אהרוני-ברק וא' חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים 3/1 56 (2009); א' חמדני וש' חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים 401 (תשס"ח).

154 ראו G. Subraminian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2 (2005)

המיעוט מוטלות חובות גילוי נרחבות באשר לתכלית העסקה ולהגיונותה לכלל בעלי המניות.¹⁵⁵ חובות אלה נועדו להקשות על בעל השליטה היוזם עסקה ממניעים לא כשרים. בה בעת התחבטו בתי המשפט במדינת דלוור בשאלה אם העובדה שהתאגיד אינו צד פורמלי לעסקה צריכה להשפיע על היקף ההגנה המוענקת לבעלי מניות המיעוט, ובייחוד בכל הנוגע למעורבות הדירקטוריון. לדוגמה, האם יש להקנות לדירקטוריון זכות וטו בנוגע לעסקה אף על פי שמדובר לכאורה בפנייה ישירה של בעל השליטה אל בעלי המניות, או שדי ברדישה שהדירקטוריון יחווה את דעתו באשר לתנאי העסקה? עם זאת נקודת המוצא של בתי המשפט בדלוור היא שהדירקטוריון אינו יכול להיות פסיבי לחלוטין כשמדובר בעסקה שהיא כה מהותית עבור בעלי מניות המיעוט. לפיכך הפסיקה האמריקנית מעניקה משקל למעורבותו של דירקטוריון החברה כגורם מתווך בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.¹⁵⁶

בישראל, לעומת זאת, החוק שותק באשר למעורבות הדירקטוריון בהצעת רכש מלאה. לנוכח שתיקת המחוקק, הגישה הרווחת בשוק היא שעסקה מסוג זה אינה מעניינת של הדירקטוריון, והוא אינו נדרש למעורבות כלשהי.¹⁵⁷ מצב דברים זה ממחיש את הבעייתיות שבהיעדר תפיסה מגובשת בדין הישראלי באשר למעמד הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה.

ג. תמריצי שוק והרכב הדירקטוריון

הדיון עד עתה התמקד בעמימות הקשורה לציפיות מהדירקטוריון לפעול כגורם מפקח על בעל השליטה, ובמתח שבין ההצדקות למיתון החובות המוטלות על בעל השליטה לבין העקרונות המנחים באשר לחובות האמונים של הדירקטוריון. חלק זה יעסוק

155 ראו כלל 13e-3 לפי Securities Exchange Act of 1934; J. M. Koenig, *A Brief Roadmap to Going Private*, COLUM. BUS. L. REV. 505, 540 (2004)

156 ראו *In re Pure Resources, Inc.*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)

157 ראו גם א' חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" תאגידים ב/3 110 (2005). ההגנה המרכזית המוענקת לבעלי המניות היא האפשרות הקבועה בס' 338 לחוק החברות לפנות לבית המשפט בבקשה כי יקבע שהמניות נרכשו מהן במחיר הנמוך משוויין ההוגן. אולם פרט לכך שמדובר בהליך מורכב, המחייב את בית המשפט לקבוע את שווייה הכלכלי של החברה, העמדה המקובלת היא כי אין די בהגנה זו בנסיבות אלה (ראו L. A. Bebuchuk & M. Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP, לעיל ה"ש 23). הסיבה לכך היא שמנגנון ההערכה אינו מתמודד עם הבעייתיות המרכזית של עסקאות מסוג זה – החשש שבעל השליטה מבקש לנצל את נגישותו למידע לא פומבי על החברה. על רקע זה יש להקפיד על מנגנונים שיגבירו את השקיפות הנדרשת מבעל השליטה בין במישרין – על ידי הטלת חובות גילוי על בעל השליטה – ובין בעקיפין – על ידי הגברת מעורבות הדירקטוריון בתהליך.

בפער בין תפיסת הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה לבין מערך התמריצים של הדירקטורים והדרישות המשפטיות בדבר הרכב הדירקטוריון.

1. סמכות המינוי של הדירקטורים

הכוח של בעל השליטה למנות דירקטורים אינו עולה בקנה אחד עם התפיסה של הדירקטוריון כגורם המפקח גם על בעל השליטה. בידי בעל השליטה הסמכות למנות דירקטורים ולפטרם אם האופן שבו הם מנהלים את התאגיד אינו לרוחו. סעיף 59 לחוק החברות קובע כי האספה הכללית ממנה דירקטורים; סעיף 230 לחוק קובע כי האספה הכללית רשאית בכל עת לפטר דירקטור, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון. גם הפסיקה קובעת כי אין למנוע מבעל השליטה לפטר דירקטורים.¹⁵⁸ קביעות אלה מספקות למעשה את התשתית המשפטית המקנה לבעל השליטה את היכולת לנווט את ענייניו של התאגיד.

מנגד, הפסיקה מאמצת עמדה בלתי מתפשרת שמחייבת את הדירקטורים להעמיד את טובת התאגיד לנגד עיניהם גם במקרה שהיא מתנגשת עם האינטרסים של בעל מניות השליטה. לפיכך, בנסיבות שבהן טובת התאגיד מתנגשת עם האינטרס של בעל השליטה, עומדים הדירקטורים לפני דילמה, שכן הדרישה המשפטית מהם – להביא בחשבון את טובת התאגיד ורק אותה – אינה עולה בקנה אחד עם המציאות העסקית, שלפיה דירקטור הפועל בניגוד לרצונו המפורש או המשתמע של בעל השליטה יאלץ ככל הנראה לחפש משרה אחרת. גם אם בעל השליטה יימנע מצעד קיצוני כמו הפסקת הכהונה של דירקטור מכהן, סביר להניח כי כהונתו של דירקטור שאינו לרוחו לא תחודש בכוח העת.

לכאורה, אפשר לטעון כי המצב הקיים מספק איזון ראוי בין מעמדו המיוחד של בעל השליטה לבין הצורך בהגנה על עניינם של כלל המשקיעים. נוסף על תפקידי הביקורת שלו, הדירקטוריון מעורב במגוון החלטות עסקיות ניהוליות. לפיכך הגבלה גורפת של סמכות בעל השליטה למנות דירקטורים תמנע מבעל השליטה להשפיע על התנהלות התאגיד. בד בבד, דיני התאגידיים מספקים לבעלי מניות המיעוט הגנה באמצעות הדרישה מהדירקטורים הנבחרים שלא להעדיף את ענייניו של בעל השליטה על פני טובת התאגיד, דהיינו לפעול לטובת כלל המשקיעים בתאגיד. לפי גישה זו, די בחובות המשפטיות המוטלות על הדירקטורים כדי לספק הגנה נאותה לכלל המשקיעים בתאגיד.

אולם ספק אם ההסדר הקיים אכן מאזן כראוי בין מעמדו של בעל השליטה לבין הציפיות שהדירקטוריון יפעל במקרים מסוימים כגורם מבקר בכל הקשור לבעל השליטה. ההסתמכות הבלעדית על החשיפה המשפטית של הדירקטורים כבסיס להגנת

158 ראו עניין בראון פישמן, לעיל ה"ש 137, פסקה 22.

המיעוט אינה עומדת במבחן המציאות. יש לזכור כי בתי המשפט נוהגים שלא להתערב בשיקול דעתם העסקי של דירקטורים ושלא להטיל עליהם אחריות אישית,¹⁵⁹ מאחר שבתי המשפט אינם מוכשרים לקבל החלטות עסקיות ולנוכח החשש שמעורבות פעילה מדי של בתי המשפט תניא מועמדים ראויים מלהצטרף לדירקטוריון ותרתיע דירקטורים מכהנים מנטילת סיכונים. יתר על כן, הדירקטורים עשויים להיות מוגנים אפקטיבית מפני אחריות משפטית על ידי הסדרים כגון פטור, ביטוח או שיפוי. בישראל גם נדירים המקרים שבהם בית המשפט קיים דיון לגופו של עניין בתביעה נגזרת של בעלי המניות בחברה ציבורית נגד דירקטורים בגין כישלונם לפקח כראוי על בעל השליטה.

לסיכום, אין די בחובות המשפטיות של נושאי המשרה – הנאכפות באופן חלקי לכל היותר – כדי להתגבר על כוחות השוק שמספקים לדירקטורים תמריץ ברור לרצות את בעל השליטה. יש צורך לגבש גם מנגנוני שוק כדי להבטיח פיקוח נאות על כוחו של בעל השליטה.

2. דירקטורים חיצוניים

חוק החברות בישראל עשה כבדת דרך מסוימת בהתמודדות עם הבעייתיות הטמונה במצב שבו בעל השליטה ממנה את הדירקטורים בעזרת מוסד הדירקטור החיצוני. תת-פרק זה יסביר כי מוסד הדירקטור החיצוני במתכונתו הנוכחית אינו מספק פתרון הולם, כיוון שמנגנון המינוי מותיר על כנה את התלות של הדירקטורים החיצוניים בבעל השליטה.

המנגנון הקיים. סעיף 219 לחוק החברות מחייב כל חברה ציבורית למנות לפחות שני "דירקטורים חיצוניים". המחוקק מאמץ מנגנון כפול לצורך הבטחת אי-תלותם של הדירקטורים החיצוניים בבעל השליטה. ראשית, החוק קובע תנאי כשירות שנועדו להבטיח כי לא ימונה לדירקטור חיצוני מי שיש לו זיקה לחברה או לבעל השליטה.¹⁶⁰ שנית, החוק מעניק מעמד מיוחד למיעוט בהצבעה על מינוי דירקטורים חיצוניים: סעיף 239(ב) קובע כי הדירקטורים החיצוניים ימונו על ידי האספה הכללית, ובלבד שמניין הקולות באספה הכללית יכולול לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות בחברה שאינם בעלי השליטה או מי מטעמם, המשתתפים בהצבעה.

מחקרים ממדינות שונות מלמדים כי מערכת אפקטיבית של דירקטורים בלתי תלויים עשויה להגדיל במידה רבה את ערכם של תאגידים עם בעלי שליטה,¹⁶¹ אולם

159 לסקירת מגמה שיפוטית זו בישראל ראו ש' חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" עיוני משפט לא(2) 313 (2009).

160 ראו ס' 240(ב) לחוק החברות.

161 ראו B. S. Black et al., *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea*, 22 J.L. ECON. & ORG. 366 (2006)

בחינה מעמיקה של הליך המינוי מעמידה בספק את האפקטיביות של המתכונת הנוכחית של מוסד הדירקטורים החיצוניים ככלי לפיקוח על בעל השליטה. אי־תלות. כאמור, חוק החברות דורש כי לדירקטור החיצוני לא תהיה זיקה לתאגיד או לבעל השליטה. אין חולק על כך שקשה במיוחד לצפות מדירקטור בעל קשרים מתמשכים עם בעל השליטה לשמש גורם מבקר של בעל השליטה. דירקטור בלתי תלוי, לעומת זאת, חשוף פחות מדירקטור אחר לסכנה שהחלטותיו בדירקטוריון יושפעו מקשריו עם בעל השליטה. אולם הדרישה להיעדר זיקה אינה פותרת את הקושי הנובע מהתניית המינוי לדירקטור חיצוני בתמיכת בעל השליטה. במילים אחרות, מינוי הדירקטור החיצוני על ידי בעל השליטה יוצר תלות של הדירקטור החיצוני בבעל השליטה.

תמיכת המיעוט. חוק החברות אינו מסתפק בדרישות האי־תלות, אלא דורש תמיכה של לפחות שליש מקרב בעלי מניות המיעוט במועמדותו של דירקטור חיצוני. אמנם הסדר זה מקנה כוח מסוים למיעוט להשפיע על בחירת הדירקטור החיצוני, אך אינו פותר את המועמד מן הצורך לזכות בתמיכת בעל השליטה. לכאורה, אפשר לטעון כי הדרישה לתמיכה של המיעוט מאזנת את התלות בבעל השליטה, אולם טיעון זה מתעלם מן הפערים הרמטיים במעמד הצדדים ובתמריציהם.

ראשית, בכל הנוגע לחידוש המינוי של דירקטור מכהן, לבעל השליטה מידע רב יותר מאשר למשקיעים חיצוניים על כישורי המועמד והאופן שבו הוא מבצע את עבודתו בדירקטוריון. שנית, רשימת המועמדים המובאת לאישור האספה הכללית מגובשת בדרך כלל על ידי ההנהלה, דהיינו על דעתו של בעל השליטה. אמנם לפני בעלי מניות המיעוט פתוחה האפשרות החוקית להציע מועמדים מטעמם להצבעה באספה הכללית,¹⁶² אולם לבעלי מניות המיעוט אין סיבה ממשית להשקיע זמן ומשאבים בגיבוש רשימת מועמדים חלופית בעוד החוק מתנה את המינוי בתמיכת בעל השליטה. תאורטית, העובדה שהחוק דורש תמיכה ברוב של שליש מקרב בעלי מניות המיעוט מאפשרת למיעוט מאורגן של בעלי המניות להטיל וטו על מינוי של דירקטור חיצוני מטעם בעל השליטה ולהשתמש בכוח זה כדי ללחוץ עליו להסכים למינוי מטעמם. אולם ככל שמדובר בקבוצה של בעלי מניות מיעוט (ולא במשקיע מיעוט דומיננטי המחזיק בנתח ניכר ממניות התאגיד), בעיית הפעולה המשותפת ("collective action problem") תמנע בדרך כלל שימוש אפקטיבי ביכולת תאורטית זו. ניתוח זה מסביר אולי את הפרקטיקה הרווחת בשוק ההון, שלפיה הגופים המוסדיים אינם משתתפים כלל בהצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים.

162 ס' 66(א) לחוק החברות קובע כי סדר היום באספה הכללית ייקבע על ידי הדירקטוריון. ס' 66(ב) לחוק החברות קובע כי בעל מניה אחד או יותר שלו אחוז אחד לפחות מזכויות ההצבעה רשאי לבקש מהדירקטוריון לכלול נושא בסדר היום של האספה הכללית.

לסיכום, גם לדירקטורים החיצוניים אין כיום תמריץ שוק משמעותי לפעול כגורם מפקח על בעל השליטה.

3. תפקידי הדירקטורים החיצוניים ומשקלם בקבלת החלטות

כדי לעמוד על האפקטיביות של מוסד הדירקטור החיצוני כמנגנון בקרה על בעל השליטה יש לבחון גם את משקלם היחסי של הדירקטורים החיצוניים בדירקטוריון ואת התפקידים שמייחדת להם החקיקה בניהול עסקיו של התאגיד. נושא זה נידון לאחרונה בהרחבה על ידי ועדת גושן, שמונתה על ידי הרשות לניירות ערך כדי לבחון את עקרונות המבנה והמשטר של התאגידים בישראל. הוועדה המליצה על מגוון רפורמות שנועדו לחזק את מעמדם של הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים בעבודת הדירקטוריון. לפיכך הדיון שלהלן יעמוד בקצרה בלבד על בעיות אחדות המתעוררות בהקשר זה.

סעיף 115 לחוק החברות קובע כי כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בוועדת הביקורת של הדירקטוריון, שמעורבותה נדרשת כיום בעיקר באישור עסקאות בעלי עניין. אולם אף שהדירקטורים החיצוניים חייבים לכהן בוועדת הביקורת, החוק אינו דורש כי רוב חברי ועדה זו יהיו דירקטורים חיצוניים.

יתר על כן, חשוב שהליכים מסוימים ינוהלו על ידי דירקטורים בלתי תלויים בלבד. דוגמה לכך היא ניהול משא ומתן עם בעלי השליטה בדבר התנאים של עסקאות בעלי עניין. בארצות הברית התפתחה בעידוד הפסיקה פרקטיקה של שימוש בוועדות מיוחדות, המורכבות מדירקטורים עצמאיים בלבד, לשם ניהול משא ומתן עם בעל השליטה.¹⁶³ ועדות אלה, המקבלות את האמצעים הנדרשים כדי לשכור את שירותיהם של יועצים מקצועיים בלתי תלויים בחברה, מוסמכות לנהל משא ומתן עם בעל השליטה על תנאי העסקה בטרם תובא לאישור הדירקטוריון. הרציונל העומד ביסוד הפסיקה המעודדת את השימוש בוועדות אלה הוא ההכרה כי ניהול המשא ומתן על תנאי העסקה חשוב במקרים רבים לא פחות מהשלב "האחרון" של הענקת האישור הפורמלי לה. בישראל, לעומת זאת, אין כל התייחסות בחוק או בפסיקה לניהול משא ומתן על ידי ועדה עצמאית של הדירקטוריון במקרים של ניגוד עניינים פוטנציאלי בין החברה לבעל השליטה.¹⁶⁴

163 הפסיקה האמריקנית עושה שימוש במונח "independent directors" שהוא דומה, אך לא זהה, למוסד הדירקטור החיצוני לפי חוק החברות הישראלי. לסקירת התפתחות הפסיקה בנושא ראו S. M. Haas, *Towards A Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2445 (2004).

164 ראו גם ע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר, תק-על 4137 (4)2006 (להלן: עניין עטר); חמרני וחנס, לעיל ה"ש 93.

ד. הדמוקרטיה התאגידית וגורמי הפיקוח

הדיון עד עתה התמקד בבעל השליטה ובדירקטוריון. ביטוי נוסף לפער שישנו בתאגיד עם בעל שליטה בין המציאות העסקית לבין ההסדרה המשפטית נוגע לעצמאות מנגנוני הפיקוח ולתפקיד האספה הכללית כמנגנון בקרה. פרק זה יתמקד בדוגמה של מינוי רואה החשבון המבקר של התאגיד.

הרוחות הכספיים של התאגיד הם הערוץ המרכזי להעברת מידע על מצבו הפיננסי של התאגיד לציבור המשקיעים.¹⁶⁵ לנוכח חשיבות הרוחות הכספיים, רואה החשבון המבקר הוא אחד משומרי הסף החשובים של התאגיד. מקובל אף להניח כי מרבית פרשיות התרמית שזועזעו את שוק ההון האמריקני בתחילת שנות האלפיים היו תוצאה של כישלון פיקוח מצד פירמות רואי החשבון.¹⁶⁶ בעקבות פרשיות אלה גברה ההכרה בצורך להבטיח את אי-תלותו של רואה החשבון המבקר בהנהלת התאגיד שעליה הוא אמור לפקח. למאמץ זה שותפות גם רשויות הפיקוח בישראל, שפעלו בשנים האחרונות לאימוץ רפורמות העוסקות באי-תלותו של רואה החשבון המבקר.

נדבך חיוני בהבטחת היעדר תלות הוא הליך המינוי של הגורם המבקר. בהקשר זה, חוק Sarbanes-Oxley משנת 2002, שכלל מגוון רפורמות מקיפות בכל הקשור לשומרי הסף של התאגיד, קבע כי האחריות למינוי רואה החשבון המבקר תהיה בידיה של ועדת הביקורת (audit committee) המורכבת אך ורק מדירקטורים עצמאיים (independent).

חוק החברות בישראל מאמץ לכאורה מנגנון אפקטיבי יותר בכל הנוגע להליכי המינוי של רואה החשבון המבקר. סעיף 154 לחוק קובע כי הסמכות למנות את רואה החשבון המבקר נתונה בידי האספה הכללית של החברה. אולם רושם ראשוני זה הוא מוטעה כשמדובר בתאגידים עם בעל שליטה. הכוח לנווט את ענייני התאגיד נמצא בידי בעל השליטה, שלעתים מכהן גם כנושא משרה בתאגיד. תפקידו של רואה החשבון המבקר הוא לפקח לא רק על נושאי המשרה אלא גם (ולו בעקיפין) על בעל השליטה והפועלים מטעמו.¹⁶⁷ הענקה הסמכות למנות את רואה החשבון המבקר לאספה הכללית מקנה למעשה את סמכות המינוי לבעל השליטה ולפיכך מעמידה את רואה החשבון המבקר בדילמה אינהרנטית. מצד אחד, חובתו המקצועית היא לבצע את

165 חובת המינוי של רואה החשבון המבקר קבועה בס' 154 לחוק החברות.

166 ראו J. C. Coffee, Jr., *Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid"* 57 Bus. Law. (2002)

167 שאלה אחרת העולה בהקשר זה היא אם תפיסת תפקידו של רואה החשבון המבקר באופן זה צריכה להשפיע גם על התפקידים שהוא נדרש למלא, כגון מעורבות גוברת בפיקוח על עסקאות בעלי עניין.

עבודת הביקורת כהלכה ולחשוף כל מידע שהנהגה או בעל השליטה מנסים להסתיר מעיני הציבור. מצד שני, ביצוע התפקיד כהלכה עלול לעלות לרואה החשבון המבקר באבדן הקוח.

לסיכום, בתאגיד עם בעל שליטה הסמכת האספה הכללית למינוי רואה חשבון מבקר אינה מתיישבת עם מעמדו של רואה החשבון המבקר כשומר סף. קושי דומה מתעורר בכל הקשור להסמכת האספה הכללית להעניק פטור מאחריות לנושאי המשרה של התאגיד, לדרישה לאישור האספה בנוגע לתנאי ההעסקה של הדירקטורים, ובהקשרים דומים נוספים שבהם חוק החברות דורש את אישור האספה הכללית.

ה. אכיפה פרטית ובתי המשפט

הדין עד שלב זה התמקד בדין המהותי, אולם פיקוח ובקרה על כוחם של בעלי השליטה מחייב גם את קיומה של מערכת אפקטיבית לאכיפתם של הסדרים אלה. האכיפה יכולה להיות ממשלתית – בין במסגרת המשפט הפלילי ובין באמצעות קנסות מנהליים – או פרטית.

הפרק הקודם הסביר כי כללי אחריות ומערכת אכיפה חיוניים במיוחד בשוק המתאפיין בריכוזיות שליטה בחברות ציבוריות, על רקע חולשת מנגנוני הפיקוח השוקיים. בשוק עם שליטה ריכוזית כמו ישראל יש יתרון נוסף למערכת אפקטיבית של אכיפה פרטית-אזרחית – יכולתה לספק פתרונות לכשלים אפשריים במערכת האכיפה הציבורית. בין היתר, אכיפה אזרחית עשויה למתן את החשש מפני השפעת שיקולים פוליטיים לסוגיהם על מנגנון האכיפה. רשויות האכיפה של המדינה עלולות להיות מושפעות בפעולתן משיקולים פוליטיים שיכולים להשפיע עליהן להתמקד בנושאים מסוימים ולהזניח אחרים, או להימנע מנקיטת פעולות אכיפה כלפי גורמים מסוימים. ביזור סמכות האכיפה מבטיח כי גם במקום שבו רשויות המדינה אינן נוקטות צעדי אכיפה, יהיו גורמים בעלי תמריץ לאכוף את החוק. תובענות ייצוגיות ונגזרות מוגשות על ידי עורכי דין פרטיים, שמונעים בעיקר משיקולים של רווח כלכלי, דהיינו שכר טרחה נדיב שיוכלו לגבות אם יזכו בתביעה. אין ספק כי מנגנון זה חשוף לניצול לרעה במקרים מסוימים, ועל מערכת המשפט לאמץ מנגנונים שיתמודדו עם חשש זה. עם זאת המניע הכספי של עורכי הדין המתמחים בתביעות ייצוגיות הוא שהופך אותן למנגנון אפקטיבי לאכיפה פרטית.

יתרון זה של האכיפה הפרטית חשוב במיוחד במבנה שוק ריכוזי כמו בישראל. ריכוזיות השליטה בכלכלה הישראלית מקנה למשפחות השולטות בתאגידים יכולת השפעה לא מבוטלת. לפיכך יש סכנה שהכוח הכלכלי והפוליטי הנתון בידי המשפחות השולטות ישפיע גם על התנהלות מערכת האכיפה הציבורית. מערכת האכיפה הפרטית, לעומת זאת, חשופה פחות להשפעות מסוג זה.

החקיקה בישראל מכירה באפשרות לנהל הליכי תביעה קבוצתיים. עם זאת הרושם הוא שבתי המשפט בישראל אינם מעודדים תביעות נגזרות או ייצוגיות על ידי משקיעים נגד חברות ציבוריות או נושאי המשרה שלהן, ובמקרים רבים תביעות בשם משקיעים בתאגיד נדחות על הסף. לעתים הנימוק הוא חוסר תום הלב של התובע הייצוגי (בייחוד במקרים שבהם מדובר בתובע סדרתי או במי שרכש מניות כדי להגיש את התביעה);¹⁶⁸ במקרים אחרים בתי המשפט מתעקשים על ההבחנה בין תביעה נגזרת לתביעה ייצוגית או קובעים כי אין ראיות לכאורה לקיומה של עילת תביעה.¹⁶⁹ אמנם אי-אפשר לקבוע ממצאים חד-משמעיים בנושא זה ללא מחקר מקיף. עם זאת היעדרם של בתי המשפט מהזירה בולט במיוחד בכל הנוגע לביקורת שיפוטית על עסקאות בעלי עניין – האפיק המרכזי העומד לרשות בעל שליטה לשם ניצול לרעה של מעמדו.

168 ההבדל התפיסתי בין ארצות הברית לישראל בהקשר זה הוא גדול ביותר. לשם המחשה, הפסיקה בישראל נוטה שלא לאשר תביעות על ידי תובעים מקצועיים או כאלה שרכשו את מניותיהם מתוך מטרה להגיש תביעה. במדינת דלוור, לעומת זאת, אפשר למצוא פסקי דין בעניינם של תובעים שרכשו את המניות מתוך מטרה להגיש לאחר מכן תביעה. ראו לדוגמה *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2004 WL 1305745, (Del. Ch., June 30, 2004).

169 ראו עניין חברת השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 107; עניין גרינפלד, לעיל ה"ש 107.

פרק רביעי

קווים מנחים לפתרון

הספרות האקדמית הענפה בנושא ממשל תאגידי (corporate governance) מתמקדת לרוב בתאגידים בבעלות מבוזרת ואינה עוסקת בהרחבה בתאגידים עם בעל שליטה. נקודת המוצא של פרק זה היא שעקרונות היסוד של ממשל תאגידי יעיל צריכים לחול גם על תאגידים עם בעלי שליטה: על מערכת המשפט להגדיר את חובות בעלי השליטה ואת זכויותיהם; לזהות את מנגנוני הבקרה והפיקוח התאגידיים; להגדיר את הציפיות ממנגנונים אלה ואת חובותיהם; ולספק להם תמריצים שוקיים ומשפטיים לביצוע תפקידם כהלכה. פרק זה יציע אפוא כמה עקרונות מנחים לעיצוב מנגנוני הפיקוח והבקרה בתאגידים עם בעל שליטה. הדיון בפרק זה יהיה ראשוני ולא ממצה. ניתוח אקדמי מעמיק יותר של ההמלצות בפרק זה יידחה למועד אחר. ההסדרה של תאגידים עם בעל שליטה מחייבת איזון בין היתרונות ובין החסרונות הנובעים מתופעת השליטה. לבעל השליטה יש תמריץ ואף יכולת לפקח על ההנהלה ובכך להטיב עם כלל המשקיעים בתאגיד. מנגד, בעל השליטה עלול לפגוע בתאגיד או בבעלי מניות המיעוט כאשר טובתם מתנגשת באינטרסים שלו. לא זו אף זו, בניגוד להנהלה של חברה בבעלות מבוזרת, בעל השליטה אינו כפוף לתמריצי שוק בעלי משקל שיכולים למתן את החשש מפני התנהגות אופורטוניסטית במקרה של ניגוד עניינים. משתמע מכך כי יש לצמצם את ההתערבות המשפטית בהחלטות עסקיות "רגילות" ולהגביר את הפיקוח המשפטי לשם הגנה על ציבור המשקיעים בנסיבות שבהן נתון בעל השליטה בניגוד עניינים.

פרק זה יעסוק בסוגיות האלה: הצורך בהגדרת זכויות בעלי השליטה וחובותיהם, אגב הרחבת חובות הדיווח הישירות המוטלות על בעל השליטה; חיזוק מעמדו של הדירקטוריון כגורם מפקח על בעל השליטה; יצירת תמריצי שוק עבור הדירקטורים באמצעות הענקת כוח אפקטיבי למיעוט למנות דירקטורים חיצוניים; עידוד הגופים המוסדיים להגביר את המעורבות בנסיבות המתאימות; יצירת מנגנונים שיחלישו את הזיקה שבין גורמי הפיקוח והבקרה לבעל השליטה; עידוד האכיפה הפרטית בתחום דיני התאגידים.

א. בעלי שליטה

כפי שהסברתי בפרק הקודם, ההבחנה בין חובות נושאי המשרה לחובות בעל השליטה מביאה לחוסר בהירות באשר למעמד הדירקטוריון וגבולות הכוח של בעל השליטה. לפיכך יש צורך בהסדרה מפורשת של מעמד בעל השליטה, זכויותיו, חובותיו ומערכת היחסים שבינו לבין בעלי מניות המיעוט והדירקטוריון.

אפשר לציין שתי גישות קיצון להסדרת מעמדו של בעל השליטה. לפי הגישה הראשונה, הדומיננטיות של בעל השליטה מחייבת לכאורה לראות בו – ולא בנושאי המשרה – את הכתובת המרכזית להטלת אחריות. לפיכך יש להטיל על בעל השליטה חובות אמון וזהירות השקולות לאלה החלות על נושאי המשרה בתאגיד ללא בעל שליטה. הגישה השנייה גורסת כי הטעמים למיתון החובות המוטלות על בעלי השליטה משכנעים, ולכן יש להטיל על בעל השליטה אחריות מופחתת.

התזה של מחקר זה היא שאי-אפשר לקבוע עמדה קטגורית בכל הנוגע לחובות בעלי השליטה. מעמדו של בעל השליטה כמשקיע דומיננטי בעל אינטרסים השונים מאלה של התאגיד מקשה על החלת מודל חובות האמונים וזהירות שהתפתח בנוגע לנושאי משרה גם על בעל השליטה. מנגד, החלה גורפת של חובות מרוככות בלבד על בעל השליטה תעניק הגנת חסר למשקיעים מהציבור. לפיכך יש לאמץ גישת ביניים שתבסס על עיצוב נקודתי של חובות וזכויות בעלי השליטה לפי מהות העניין, מתוך שאיפה שחובות וזכויות אלה יוגדרו בחקיקה.¹⁷⁰

בסופו של הדיון אציע פתרון אפשרי לקושי לקבוע קביעה חד-משמעית של גבולות המותר והאסור בהתנהגות בעלי שליטה – הרחבה ניכרת של חובות הגילוי והדיווח המוטלות על בעלי שליטה בחברות ציבוריות.

1. חובות נאמנות

תת-פרק זה בוחן את הגישה שלפיה יש להחיל על בעלי שליטה חובות שוות ערך לאלה החלות על נושאי המשרה. הניתוח שלהלן יצביע על הקשיים שבהכפפת בעלי שליטה לחובות הנאמנות המוטלות על נושאי המשרה – השילוב של חובת האמונים וחובת הזהירות. תחילה אדון בחובת הזהירות ובעלי שליטה ולאחר מכן בקושי בהחלה גורפת של חובת האמונים על בעלי שליטה.

170 ראו עניין קוסוי, לעיל ה"ש 109, בעמ' 285-286 (שימוש בעיקרון בדבר חובת האמון של בעל שליטה להכרעה במקרים קונקרטיים הוא עניין מורכב, המחייב איזון בין זכות הבעלות מזה לשליטה בחברה מזה).

חובת זהירות

חובת הזהירות היא כלי חשוב בפיקוח משפטי על נושאי המשרה ובהתוויית נורמות התנהגות עבורם, בין השאר מאחר שהפרת חובה זו אינה מותנית בהוכחת ניגוד עניינים או חוסר תום לב של נושא המשרה. חובת הזהירות דורשת מנושאי המשרה לפעול בסבירות ולנקוט מעורבות פעילה בעניינים הנתונים לסמכותם. כמו כן היא דורשת מן הדירקטורים לנקוט אמצעים סבירים כדי לפקח על המנכ"ל ושאר בעלי התפקידים בתאגיד.¹⁷¹ לנוכח מעמדה המרכזי של חובה זו נשאלת השאלה: האם ראוי להטיל חובת זהירות גם על בעלי שליטה?¹⁷²

ככל שחובת הזהירות מיועדת להגן על התאגיד או על בעלי מניותיו, הטלתה על בעלי שליטה בעייתית משתי סיבות מרכזיות.

תמריצי שוק וחובת הזהירות. ספק אם יש צורך להטיל חובת זהירות על בעל שליטה המחזיק בנתח גדול של הבעלות הכלכלית בתאגיד.¹⁷³ חובת הזהירות נועדה לספק לנושאי המשרה – שבדרך כלל אינם מחזיקים בבעלות ניכרת בהון התאגיד – תמריץ לפעול כראוי ולהגן על עניינם של כלל המשקיעים בתאגיד. כל עוד בעל השליטה אינו נתון בניגוד עניינים, חזקה עליו שיפעל לטובת התאגיד וכלל המשקיעים. לנוכח תמריץ שוקי זה, עולה השאלה אם יש צורך בהתערבות משפטית – באמצעות הטלת חובת זהירות – כדי להניע את בעל השליטה לפעול לטובת התאגיד, על רקע ההנחה שלבתי המשפט אין כשירות מוסדית לקבל החלטות עסקיות במהותן ולכן התערבות מסוג זה כרוכה בעלויות גבוהות.

מסקנה זו אינה תלויה בהיקף המעורבות של בעל השליטה בענייני התאגיד. דהיינו גם בעל שליטה שבוחר להוציא את השפעתו מן הכוח אל הפועל אינו צריך להיות חשוף לאחריות בגין פעולה רשלנית גרדא (להבדיל מפעולה בניגוד עניינים). לפיכך, בהנחה שבעל השליטה לא היה נתון בניגוד עניינים, ספק אם יש להטיל עליו אחריות כלפי התאגיד באשר להחלטות עסקיות שקיבל או שבעניינן הפעיל את השפעתו על מוסדות התאגיד. מטעמים דומים אין להטיל אחריות על בעל השליטה בגין חוסר סבירות

171 ראו ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד 289 (4): 289 (להלן: עניין בוכבינדר); *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006)

172 לתמיכה בהטלת חובת זהירות על בעלי שליטה ראו פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 130, בעמ' 354-355.

173 מחקר זה אינו דן בשאלה מה ייחשב שיעור בעלות גדול דיו. לדוגמה, ייתכן שיש מקום להטיל חובת זהירות על בעלי שליטה המחזיקים בשליטה דרך פירמידת שליטה. לגישה המסתייגת מהטלת אחריות בגין הפרת חובת זהירות על בעל שליטה ראו *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, לעיל ה"ש 121.

במינוי הדירקטורים של התאגיד או בגין אי-הפעלת פיקוח נאות על הדירקטורים, המנכ"ל ונושאי משרה אחרים.¹⁷⁴

בעלי שליטה לא פעילים. במישור הפורמלי, השפעתו של בעל שליטה (שאינו מכהן כנושא משרה בתאגיד) מוגבלת להצבעה על מינוי דירקטורים. אמנם המציאות מלמדת כי לבעל השליטה יש במקרים רבים יכולת להכתיב להנהלה כיצד לפעול גם שלא על פי הליך מוסדר לפי חוק החברות. עם זאת לא הכרחי שבעלי השליטה ישתמשו בכוח זה. יש בעלי שליטה שאינם ממנים את עצמם לנושאי משרה בתאגיד; עקרונית, ייתכן גם שבעלי השליטה לא יעשו שימוש בכוחם כדי להתקשר עם התאגיד בעסקאות בעלי עניין או להשפיע על נושאי המשרה למטרות אחרות; לבסוף, יש בעלי שליטה שנמנים עם קבוצת שליטה (מכוח הסכמי הצבעה למשל) ואין להם בהכרח יכולת השפעה ניכרת.

נושא משרה שאינו משתמש בסמכויות הנלוות לתפקידו מפר את חובתו כלפי התאגיד. אולם דומה שעל מערכת המשפט לכבד את רצונו של בעל שליטה שמעדיף שלא להיות מעורב בענייני התאגיד. הכפפת בעלי שליטה לא פעילים לאחריות הדומה במהותה לחובת הזהירות המוטלת על נושאי המשרה תהיה בעייתית, וספק אם יש מקום להטיל חובה על בעל שליטה "לא פעיל" לנקוט מעורבות פעילה כדי לפקח על נושאי המשרה והדירקטורים שמינה.¹⁷⁵

כפי שהסברתי בהרחבה בפרק הקודם, יש לשאוף לעמדה אחידה בכל הנוגע להיקף החובות של נושאי המשרה ושל בעלי השליטה. לפיכך לדיון בתת-פרק זה השלכות גם לעניין היקף האחריות בגין הפרת חובת הזהירות של נושאי המשרה בתאגיד עם בעל שליטה. כאשר לבעל השליטה בתאגיד יש בעלות ניכרת בהון, מתעורר ספק בנוגע לצורך להחיל את חובת הזהירות במתכונתה המקובלת גם על נושאי המשרה של התאגיד. כל עוד לרשות בעל השליטה עומדים הכלים לפקח על נושאי המשרה ולהעביר מתפקידם את מי שכשלו, התועלת הצפויה ממעורבות בית המשפט בהחלטות עסקיות גרדא מוטלת בספק. עם זאת יש להדגיש כי הניתוח במחקר זה עוסק בחובת הזהירות בהנחה שחובה זו נועדה להגן על התאגיד ובעלי מניותיו בלבד. כידוע, חובת הזהירות משמשת במקרים מסוימים גם להגנה על צדדים אחרים, ובייחוד נושים. במקרים אלה עולה השאלה אם שיקולי אכיפה מחייבים את הרחבת מעגל האחראים והטלת אחריות על בעל השליטה. מחקר מדיניות זה אינו דן בשאלה אם ראוי להטיל

174 בהיבט זה, האחריות המוטלת על בעל השליטה צריכה להיות פחותה מזו המוטלת על הדירקטורים הנכשלים בפיקוח על חברי ההנהלה. ראו, *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959, 968–970 (Del. Ch. 1996)

175 לפי ס' 1 לחוק החברות, דירקטור הוא "חבר בדירקטוריון של חברה ומי שמשמש בפועל בתפקיד דירקטור, יאה תוארו אשר יאה."

על בעל השליטה אחריות כלפי צדדים שלישיים אלה.¹⁷⁶ מטעמים דומים, מחקר זה אינו עוסק בשאלת גבולות האחריות של בעל השליטה להפרת דיני ניירות ערך או כל חיקוק אחר.

חובת אמונים

תכלית חובת האמונים של נושאי משרה היא למנוע פעולה של מנהלי התאגיד לשם קידום טובתם האישית. ההנחה העומדת ביסוד חובה זו היא שנושאי המשרה אינם אמורים לפעול משיקולים שאינם טובתו של התאגיד. כפי שקבע בית המשפט העליון: "חובת האמונים אינה מבוססת על קיומה של יריבות בין הדירקטור לחברה. חובת האמונים מבוססת על קיומו של אינטרס אחד בלבד הראוי להגנה והוא אינטרס החברה."¹⁷⁷ במקרה של ניגוד עניינים בין טובת התאגיד לבין טובת נושא המשרה, החוק קובע מנגנוני אישור שמטרתם להבטיח כי העסקה או הפעולה יהיו לטובת התאגיד למרות קיומו של ניגוד עניינים.

בכל הנוגע לתחולת חובת האמונים ישנה הבחנה ברורה בין נושאי המשרה לבין בעלי השליטה. בעוד הציפייה היא שנושאי המשרה לא יהיו נתונים בניגוד עניינים, מעמדם של בעלי השליטה כמשקיעים כרוך בנסיבות מסוימות בניגוד עניינים בלתי נמנע בין טובתם לטובת התאגיד. לפיכך הטלת חובה גורפת על בעלי השליטה להתעלם מטובתם האישית כמשקיעים אינה הגיונית. הדוגמאות שלהלן ימחישו את הבעייתיות הכרוכה בניסיון להכפיף בעלי שליטה לחובת האמונים: חובת האמונים מחייבת נושא משרה שלא לקבל על עצמו את התפקיד כאשר ידוע לו כי אינו כשיר למלאו. אך האם החלת חובת האמונים על בעל השליטה תחייב אותו למכור את השליטה כאשר הוא מאמין שיש בעל שליטה אחר שיוביל את התאגיד להישגים טובים יותר?¹⁷⁸ האם על בעל שליטה להסכים לוותר עליה (על ידי דילול החזקותיו) כדי לאפשר לתאגיד הנתון בקשיים לגייס הון? האם על בעל שליטה המעוניין בנזילות, ולפיכך רוצה לממש את השקעתו, להימנע ממכירת המניות כל עוד לא מצא משקיע חדש אשר אין ספק באשר לכישוריו העסקיים ובאשר לכוונתו לעשות בהם שימוש כדי להשיא את ערכו של התאגיד? האם יש לחייב בעל שליטה להזרים הון נוסף לתאגיד הנתון בקשיים?¹⁷⁹

176 לדיון מקיף בשאלה זו ראו N. A. Mendelson, *A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts*, 102 COLUM. L. REV. 1203 (2002)

177 ראו עניין בוכבינדר, לעיל ה"ש 171, בעמ' 332.

178 לכאורה, חובת האמונים מחייבת בעל שליטה היודע כי אינו כשיר להשפיע על החברה לא להתערב בענייניה. אך לעתים לא די בכך. לדוגמה, ייתכן שמנהלים מוכשרים יסרכו לכהן בתאגיד כל עוד לגורם מסוים יש שליטה.

179 הפסיקה הישראלית מסתייגת מחיובם של בעלי מניות להגריל את השקעתם בתאגיד. ראו ע"א 524/88 פרי העמק – אגודה חקלאית נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529.

שאלות אלה מתעוררות בנסיבות שבהן יש התנגשות ישירה ובלתי נמנעת בין טובת התאגיד לבין ההגנה על מעמדו של בעל השליטה כמשקיע. עמדת ההשפעה של בעל השליטה נרכשת בדרך כלל על ידי השקעה כספית ניכרת במניות התאגיד, ולפיכך יש לאזן בין הצורך בהגנה על זכויותיו הכלכליות לבין ההגנה על טובת שאר המשקיעים.¹⁸⁰ לפי קביעת חוק החברות, פעולה בניגוד עניינים – גם אם היא מיטיבה עם התאגיד – מהווה הפרה של חובת האמונים. מכיון שמעמדו של בעל השליטה כמשקיע יוצר לעתים קונפליקט בין טובתו לזו של התאגיד, הכפפת בעלי שליטה לחובת אמונים גורפת – בדומה לזו החלה על נושאי משרה – תיצור חשש מתמיד מפני הפרת החובה על ידי בעלי השליטה. בהתחשב בנסיבות אלה, החלת מודל חובת האמון, המבוסס על ההנחה שנושא המשרה אינו אמור לפעול כדי לקדם את טובתו האישית, היא בעייתית.

מעבר לכך כל קביעה שתעדיף קטגורית את טובת התאגיד על פני זכויותיו הכלכליות של בעל השליטה תזמין קשיים יישומיים לא פשוטים. לדוגמה, יש חשש שהכרה באפשרות – ולו מצומצמת – לחייב את בעל השליטה למכור את השליטה תוביל לניסיונות אופורטוניסטיים מצד ההנהלה או בעלי מניות המיעוט להדיח את בעל השליטה מעמדת השליטה או לפגוע בו כלכלית בתואנה שטובת התאגיד מחייבת זאת. הדיון התמציתי בתת-פרק זה הראה מדוע, על אף הקריאות להשוואת מעמדו של בעל השליטה לזה של נושאי המשרה, אי-אפשר לנקוט את האסטרטגיה המתבקשת כביכול של הכפפת בעלי השליטה לחובות הנאמנות החלות על נושאי המשרה של התאגיד. הדיון בתת-פרק הבא יציין את הקשיים העולים מן העמדות המקובלות בעד מיתון האחריות המוטלת על בעלי השליטה.

2. חובת ההגיונות

הפרק הקודם הציג שלושה נימוקים מקובלים נגד הרחבת האחריות של בעלי השליטה: ראשית, החשש מפני פגיעה בזכויות הקניין של בעל מניות השליטה; שנית, בעל השליטה משקיע ממיטב כספו בתאגיד כדי לקדם את ענייניו העסקיים, ולכן אי-אפשר לדרוש ממנו להתעלם מן האינטרסים המסחריים שלו; שלישית, הצורך בפיצוי בעלי השליטה בגין הסיכון הכרוך בהחזקת כמות נכבדת של מניות ובגין עלויות הפיקוח על ההנהלה. מחקר מדיניות זה לא ינתח הצדקות אלה בהרחבה. עם זאת להלן אעמוד על קשיים אחרים הכרוכים בשימוש בטיעונים אלה כהצדקה לבחירה של חוק החברות בישראל להכפיף את בעל השליטה באופן גורף לחובת ההגיונות בלבד.

180 דרך אפשרית לאיזון זה אפשר למצוא בהגדרת "עניין אישי" בס' 1 לחוק החברות שלפיו "עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה" לא יהווה עניין אישי.

חוסר עקביות ואי־בהירות. כמתואר בהרחבה בפרק הקודם, אי־אפשר לנתק את הדיון בחובות נושאי המשרה מדיון בחובות בעל השליטה. הטעמים המקובלים נגד הטלת אחריות על בעל השליטה חלים לכאורה גם על נושאי המשרה הנדרשים לשתף פעולה עם בעל השליטה. כזכור, החובות המוטלות על נושאי המשרה משמשות במקרים רבים להתוויית נורמות התנהגות ולהבחנה בין פעולות לגיטמיות לשאינן כאלה. הסתמכות על הצדקות אלה בכל הנוגע לבעלי השליטה בלבד, ולא בנוגע לנושאי המשרה, מביאה לחוסר עקביות באשר לכללי ההתנהגות המחייבים בתאגיד עם בעל שליטה. לדוגמה, אם ראוי לאפשר לבעל השליטה להפיק רווחים פרטיים משליטה כדי לתגמל אותו על ההוצאות הכרוכות בפיקוח על ההנהלה, יש לאפשר גם לדירקטורים של התאגיד – ואולי אף לחייבם – לשקול את האינטרס המסחרי הלגיטימי של בעל השליטה כאשר הם נדרשים לאשר עסקאות בעלי עניין. במילים אחרות, יש צורך בהחלת כללים ברורים שיגדירו את גבולות המותר והאסור בהתנהגות בעלי השליטה.

תחולה גורפת. בהנחה שבעל השליטה אינו נתון בניגוד עניינים, חזקה עליו שינהל את עסקי התאגיד לטובת כלל המשקיעים. שאלת היקף האחריות של בעל השליטה מתעוררת אפוא במלוא חריפותה כאשר יש התנגשות פוטנציאלית בין טובת התאגיד או בעלי מניות המיעוט לבין טובתו. הנימוקים שפורטו לעיל נגד הטלת אחריות על בעלי השליטה חלים לכאורה במידה שווה בכל הקשר שבו עלול להתעורר ניגוד עניינים בין בעל השליטה לבין התאגיד. נימוקים אלה תומכים במתן אפשרות לבעל השליטה לפעול למען קידום ענייניו האישיים גם על חשבון טובת התאגיד, אך אינם מספקים מענה לשאלה מה הם גבולות הכוח של בעל השליטה. גם בהנחה שיש לאפשר לבעל השליטה חופש פעולה מסוים כדי לקדם את ענייניו האישיים, נשאלת השאלה מתי ראוי לסייג עיקרון זה למען טובת התאגיד?

שליטה יעילה. גם בהנחה שראוי לאפשר לבעל השליטה להפיק רווחים פרטיים משליטה, יעד מדיניות חשוב לא פחות הוא עידוד שליטה בידי בעלי שליטה "יעילים". שלא כבעלי שליטה שבכוונתם להפיק תועלת משליטה בעיקר על ידי העברת משאבים מהתאגיד לרשותם, בעלי שליטה יעילים מפיקים תועלת מעמדת השליטה באמצעות פעולות להשאת ערך התאגיד עבור כלל המשקיעים.¹⁸¹ לפיכך יש להבטיח כי התמריץ המוענק לבעלי שליטה בדמות רווחים פרטיים משליטה יוכווון בעיקר לעידוד שולטים יעילים. לרשות שולטים יעילים עומדים מקורות אחדים להפקת רווחים פרטיים משליטה. ראשית, בעל שליטה יכול להפיק רווחים פרטיים מעסקאות בעלי עניין יעילות, דהיינו עסקאות שהמרכיב הסינרגטי בהן מאפשר גם לתאגיד ולבעלי מניות

181 ראו L. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957 (1994)

המיעוט להפיק מהן תועלת.¹⁸² שנית, בעל השליטה יכול להפיק רווחים משליטה שאינם באים מכיסם של התאגיד או בעלי מניות המיעוט. דוגמה מובהקת לרווחים מסוג זה היא רווחים לא כספיים משליטה, הנובעים מעצם היותו של בעל השליטה בעמדת השפעה בחברה ציבורית בעלת כוח כלכלי לא מבוטל.¹⁸³ לבסוף, יש לזכור כי היכולת להשפיע על ניהול את התאגיד – בין במישרין ובין בעקיפין – עשויה כשלעצמה להיטיב עם בעלי שליטה יעילים, דהיינו מי שהכנתם העסקית ויכולת הניהול שלהם תביא בסופו של דבר להעלאת שווי התאגיד ובכלל זה שווי מניות השליטה.

לסיכום, גם גישה שלפיה יש לאפשר לבעל שליטה להפיק רווחים פרטיים משליטה (או לאפשר לבעל השליטה להביא בחשבון אינטרסים מסחריים לגיטימיים) אינה מחייבת כי בעל השליטה יורשה לפגוע בטובת התאגיד או בעלי מניות המיעוט כדי להפיק רווחים אלה. לפחות במישור ההצהרתי, מן הראוי להבהיר כי השקעתו הנכבדת של בעל השליטה במניות התאגיד אינה מקנה לו את הזכות להפיק רווחים על חשבון שאר המשקיעים בחברה. לפיכך אי-אפשר להסתפק בקביעה כללית שלפיה ראוי למתן את החובות המוטלות על בעל השליטה, בד בבד עם אימוץ קטגורי של חובת הגינות (או כל חובה מופחתת אחרת), ויש לפעול להגדרה ברורה של זכויות בעל השליטה וחובותיו כלפי התאגיד והמשקיעים.

3. חובות בעלי שליטה: סיכום ביניים

אפשר לסכם את הניתוח עד שלב זה באופן שלהלן. ההבחנה הנוהגת בדין הישראלי בין חובות נושאי המשרה לחובות בעלי השליטה, אגב התמקדות בדירקטוריון ככתובת המרכזית להטלת חובות משפטיות, היא בעייתית. המצב הקיים מתעלם ממעמד הדומיננטי של בעלי השליטה ואינו מספק מענה לצורך בהתוויית גבולות הכוח שלהם. יתר על כן, ההצדקות התאורטיות לצמצום היקף האחריות של בעלי השליטה אינן מסייעות בהבהרת מעמדם הראוי של בעלי השליטה וגבולות האחריות שלהם. עם זאת אי-אפשר להתמודד עם הבעיה באמצעות החלה גורפת של חובות נושאי המשרה – חובת הזהירות וחובת האמונים – על בעלי השליטה. חובות אלה, המיועדות בעיקר לשמש אמצעי לפתרון בעיית פער האינטרסים שבין ההנהלה לבין בעלי המניות בתאגיד שיש בו פיזור רחב של מניות, לא בהכרח עולות בקנה אחד עם מעמדם של בעלי השליטה. לאור האמור אפשר להסיק כמה מסקנות ראשוניות.

182 ראו Gilson & Gordon, לעיל ה"ש 66, בעמ' 793.

183 לדין בתופעת הרווחים הלא כספיים משליטה ובהשלכותיה בנוגע למבנה הבעלות בחברות ציבוריות ראו Gilson, לעיל ה"ש 19, בעמ' 1653-1663.

הימנעות מקביעות קטגוריות. ראוי להימנע מקביעות קטגוריות בדבר טיב האחריות של בעל השליטה וגבולותיה. קביעה גורפת שיש להקל בחובות בעלי השליטה – לדוגמה, על ידי הכפפתם לחובת הגינות בלבד – היא בעייתית כמו קביעה גורפת שיש להחיל על בעלי שליטה אותן חובות המוטלות על נושאי המשרה.

הבהרת גבולות הכוח של בעלי שליטה. על מערכת המשפט לשאוף להבהיר את גבולות הכוח של בעל השליטה ולהקפיד על החלה עקבית של הנורמות הרלוונטיות בנוגע לבעלי השליטה ולנושאי המשרה. אם פעולה מסוימת – כגון חלוקת דיווידנד לשם מימון רכישת השליטה – היא לגיטימית לגופה, עמדת מערכת המשפט כלפיה צריכה להיות זהה, בין שהחלטת התקבלה על ידי נושאי המשרה ובין שהתקבלה על ידי בעל השליטה. במילים אחרות, הגדרת זכויותיהם של בעלי השליטה בכל הקשור לתאגיד צריכה להשפיע על היקף חובותיהם של נושאי המשרה.

חובות בעלי שליטה. במישור המשפטי יש לקבוע תנאי סף לצורך הבחנה בין פעולות של בעלי שליטה שיש להכפיף לפיקוח מוגבר, לרבות הטלת אחריות אישית על בעלי השליטה, לבין פעולות שבאשר להן יש להעניק לבעל שליטה – ולפועלים מטעמו – חופש פעולה יחסי. הדין במדינת דלוור, לדוגמה, מטיל עקרונית על בעל השליטה חובת אמון, אך בתי המשפט יכפיפו את התנהגות בעל השליטה לבחינה קפדנית רק בנסיבות שבהן בעל השליטה נמצא משני צדיה של עסקה המפלה בינו לבין שאר בעלי מניות המיעוט.¹⁸⁴

דיון מקיף ברשימת המקרים שבהם ראוי להטיל על בעל השליטה אחריות מחמירה חורג ממסגרת הדיון כאן. עם זאת אפשר לציין סוג אחד של מצבים שבהם ראוי להתייחס לבעל השליטה ככתובת מרכזית להטלת אחריות: כאשר בעל השליטה פועל להעברת משאבים לידי מהתאגיד או מבעלי מניות המיעוט. כפי שהוסבר לעיל, שולטים "לא יעילים" הם אלה שעיקר כוחם בהעברת משאבים לידיהם מקופת התאגיד או מכיסם של בעלי המניות (להבדיל מיצירת מקורות ערך חדשים). לפיכך, במקרים של עסקאות בעלי עניין פוגעניות, הכתובת המרכזית להטלת אחריות צריכה להיות בעל השליטה שזים את העסקה ונהנה מפירותיה – ולא הדירקטורים שאישרו אותה. כך גם המצב בארצות הברית, שם מקובל להגיש תביעות נגד בעלי השליטה – ולא רק נגד הדירקטורים – בגין הפרת חובות אמון בעסקאות של בעלי עניין.¹⁸⁵

184 ראו *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, לעיל ה"ש 144. חוק החברות נוקט גישה דומה כאשר הוא מחיל את מנגנוני האישור המיוחדים רק במקרה שיש עסקה חריגה של התאגיד עם בעל השליטה או עסקה חריגה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי.

185 בין היתר מאחר שייטכן שדירקטורים שנכשלים בפיקוח על עסקה שיוזם בעל השליטה מפרים את חובת הזהירות בלבד, ולכן קל יותר לבתי המשפט להתמקד בבעלי השליטה הנתונים בניגוד עניינים. ראו M. ARON EISENBERG, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ASSOCIATIONS 706-707 (8th ed., St. Paul, MN: West, 2000)

האפקטיביות המוגבלת של סטנדרטים משפטיים. לניסיון להסדיר את פעולות בעלי השליטה באמצעות סטנדרטים של אמון, זהירות או הגינות אפקטיביות מוגבלת לכל היותר. המשימה של התוויית גבולות המותר והאסור עבור בעלי שליטה היא מורכבת משום שלבעלי השליטה יש במקרים רבים ניגודי עניינים שהם אינהרנטיים למעמדם כמשקיעים בתאגיד. יתר על כן, לבתי המשפט יש יכולת מוסדית מצומצמת להתמודד עם המשימה של עיצוב גבולות הפעולה של בעלי השליטה על בסיס סטנדרטים עמומים של אמון או הגינות. לפיכך דרך הפעולה הראויה במקרים רבים היא קביעה חקיקתית באשר לסוג המקרים שבהם אי-אפשר להסתמך על הכרעתו של בעל השליטה. לדוגמה, יש לקבוע עמדה בשאלה אם תגמול בכירים בתאגיד עם בעל שליטה (בהנחה שלא מדובר בתגמול בעל השליטה עצמו או בני משפחתו) הוא סוגיה שבה אפשר להסתמך על בעל השליטה. אם התשובה לשאלה זו שלילית, דרך ההתמודדות הראויה היא יצירת הליכי אישור מיוחדים (בדומה לעסקאות בעלי עניין) שיגבילו את כוחו של בעל השליטה להכריע בסוגיה זו.

גילוי וייצוג המיעוט. בשל הקושי בהגדרת תחום הפעולה הלגיטימי של בעלי השליטה והאפקטיביות המוגבלת של בתי המשפט בהקשר זה, יש לפעול בשני מישורים מרכזיים: הרחבת חובות הדיווח של בעל השליטה; וחיוק מוסד הדירקטוריון אגב הענקת ייצוג גם למשקיעי המיעוט. להלן אדון בהצעות אלה שיתרונן בכך שהן נמנעות מקביעה חד-משמעית בנוגע לזכויות בעל השליטה ומעצימות את יכולתם של כוחות השוק להפעיל פיקוח על בעל השליטה.

ב. הרחבת חובות הדיווח

הכרעה משפטית חד-משמעית בדבר גבולות הכוח של בעלי שליטה היא עניין מורכב. מנגנון נוסף לפיקוח על בעלי שליטה, שאינו מחייב הכרעה משפטית חד-משמעית בדבר היקף כוחו הלגיטימי של בעל השליטה, הוא החלת חובות דיווח ישירות על בעלי שליטה. בהתאם לגישה כיום, התאגיד הוא המטרה העיקרית לחובות הדיווח לפי חוק ניירות ערך. אולם במקרים רבים דווקא למידע שברשות בעל השליטה יש חשיבות רבה יותר לציבור המשקיעים. הרחבת משטר הגילוי החל על בעלי השליטה מוצדקת בהתקיים אחד מן התנאים האלה: ראשית, במקרה שהמידע הרלוונטי הוא מהותי לציבור המשקיעים, אך אינו נמצא ברשות הנהלת התאגיד המדווח אלא בידי בעל השליטה. יתרונה של דרישת הגילוי במקרים אלה בכך שהיא פונה ישירות אל הגורם שבידיו המידע המהותי. שנית, במקרה שיישום חובות האמון או ההגינות אינו מחייב הכרעה ברורה. יתרונה של טקטיקת הגילוי במקרים אלה בכך שאינה כופה דרך פעולה מסוימת על השחקנים בשוק, אלא מספקת לציבור המשקיעים מידע שיאפשר לכוחות השוק לפעול פעולה מושכלת.

הצורך בוודאות בקרב הקהילה העסקית אינו עולה בקנה אחד עם הטלת חובת גילוי כללית ובלתי מוגדרת על בעלי השליטה. לפיכך מוצע לקבוע בחקיקה רשימה של אירועים מהותיים שיחייבו את בעל השליטה לדווח לציבור על אודות פרטים מוגדרים מראש הנוגעים לאירועים אלה. להלן ארון בשתי דוגמאות מרכזיות: רכישה או מכירה של שליטה והצעת רכש מלאה.

1. רכישת שליטה

דרך מקובלת להעברת שליטה בחברות ציבוריות בישראל היא מכירת המניות המוחזקות בידי בעל השליטה. ככלל, התאגיד ובעלי מניות המיעוט אינם צד לעסקה. הצדדים לעסקה מסוג זה הם בעל השליטה והגורם המבקש לרכוש את השליטה בחברה.

חוק החברות אינו מעניק לבעלי מניות המיעוט מעמד רשמי בכל הקשור לעסקה;¹⁸⁶ גם נושאי המשרה של החברה אינם כפופים לחובות מיוחדות כאשר בעל השליטה מוכר את מניותיו לבעל שליטה חדש. המגבלה היחידה היא זו הנובעת מחובת ההגיונות של בעל השליטה, שפורשה בעניין קוסוי כמטילה איסור על בעל השליטה למכור את השליטה בתאגיד כאשר הוא יודע כי הרוכש עומד לרוקן את החברה מנכסיה.

בספרות האקדמית יש חילוקי דעות נוקבים בשאלה אם ראוי להגביל את כוחם של בעלי שליטה למכור את מניות השליטה למרבה במחיר.¹⁸⁷ גישתו העקרונית של הדין הישראלי היא שאין לאסור על בעל השליטה למכור את השליטה בפרמיה. אולם גם בהנחה שגישה עקרונית זו מוצדקת, נשאלת השאלה אם ראוי שלא להסדיר כלל עסקאות כה חשובות במשק הישראלי.¹⁸⁸ מבחינה משפטית, אמנם בעלי מניות המיעוט והתאגיד אינם בדרך כלל צד למכירת שליטה, אך לעסקה זו יש ללא ספק השפעה כלכלית ניכרת על המשקיעים בתאגיד. מכירה לבעל שליטה "גרוע" – ולו במובנים של היעדר כישורי ניהול – עלולה לפגוע פגיעה קשה בתאגיד ובמשקיעים.¹⁸⁹ למכירת

186 החוק אף קובע במפורש כי עסקה שבמסגרתה נרכשת דבוקת שליטה קיימת פטורה מן החובה לבצע הצעת רכש מיוחדת. ראו ס' 328(ב) לחוק החברות. בחלק ממדינות אירופה, לעומת זאת, קיים כלל של "mandatory bid" (חובה לבצע הצעת רכש למניות החברה) המחייב למעשה לאפשר לכלל בעלי המניות להשתתף בעסקה.

187 לסקירה מקיפה של הגישות השונות בסוגיה ראו שטרן, לעיל ה"ש 80; F. H. Easterbrook & D. R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698, 715-719 (1982)

188 לשם השוואה, חוק החברות קובע הסדרים מפורטים יחסית בנוגע להשתלטויות עוינות ומיזוגים, אף ששני מתוים אלה לרכישת שליטה נדירים יחסית בשוק ההון הישראלי לנוכח ריכוזיות השליטה בחברות ציבוריות. ראו ס' 314-327 (מיזוגים) ו-328-335 (הצעת רכש מיוחדת) לחוק החברות.

189 לפי פרופ' פרוקצ'יה, יש להטיל אחריות גם על בעל שליטה המוכר את השליטה בחברה למשתלט הידוע כרשלן. ראו פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 130, בעמ' 354-355.

השליטה עשויות להיות גם השלכות כבדות משקל נוספות. לדוגמה, מכירת השליטה עלולה להטיל על התאגיד הגבלות מכוח דיני ההגבלים העסקיים או הכבדת הרגולציה במקרה של חפיפה בין תחומי הפעילות של התאגיד לאלה של בעל השליטה החדש.¹⁹⁰ לפיכך, גם אם אין להתערב התערבות דרמטית במהלכי העברת השליטה, עולה השאלה אם לא ראוי להגביר את השקיפות הנוגעת לזהותו של בעל השליטה החדש, תכניותיו באשר לחברה, מקורות המימון שלו ופרטים נוספים שעשויים להיות מהותיים למשקיעים.

החקיקה בארצות הברית, למשל, מטילה על מי שרוכש יותר מ-5% ממניותיה של חברה ציבורית את החובה לדווח לא רק על ביצוע הרכישה, אלא גם על מידע בדבר תכניות עסקיות בנוגע לחברה והמקורות למימון הרכישה.¹⁹¹ בישראל, תקנה 33 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, מחייבת את התאגיד לדווח על שינוי בהיקף ההחזקות של "בעל עניין". אולם תקנה זו אינה מחייבת את התאגיד או את בעל השליטה לגלות מידע כלשהו באשר למניעים לרכישת השליטה, מקורות המימון ותכניות בעל השליטה. יתר על כן, בידי הנהלת התאגיד אין לרוב המידע הנוגע לתכניותיו של בעל השליטה החדש. הפסיקה הישראלית דחתה אף היא ניסיונות להרחיב את חובת הגילוי החלה על בעל השליטה החדש. בפסק הדין בעניין רכישת השליטה בקונצרן איי-די-בי קבע לאחרונה בית המשפט המחוזי בתל אביב כי בעל השליטה החדש אינו חייב לחשוף לפני בעלי המניות בחברה מסמך שסיפק לבנק אשר מימן את הרכישה ובו תכניות למימוש חלק מנכסי החברה לצורך החזר ההלוואה,¹⁹² אף שהמסמך שימש את בעל השליטה מול גורמים חיצוניים נוספים כגון חברות דירוג אשראי. לשם השוואה, כאשר מדובר במציע של הצעת רכש מיוחדת, התקנות דורשות פירוט מלא באשר למקורות המימון ולתכנית המציע להחזר ההלוואה.¹⁹³ לאור החשיבות של אירוע מכירת שליטה, מוצע לאמץ את המודל האמריקני ולחייב במפורש את בעל השליטה החדש ישירות בדיווח על פרטים מהותיים הנוגעים לעסקה ולתכניות לעתיד בנוגע לתאגיד.

190 M. Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J. LAW & ECON. & ORG. 368 (1993); M. Burkhardt et al., *Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control*, 55 J. FIN. 647 (2000)

191 L. LOSS & J. SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 2223; CFR 240.13d-1 17 (3rd ed., New York: Aspen Law & Business, 1991)

192 ראו ה"פ (ת"א) 1207/03 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"מ תשס"ג (2) 673.

193 ראו תקנות 15 ו-16 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 (מציע בהצעת רכש מיוחדת חייב לגלות את פרטי הסכם ההלוואה שקיבל לשם מימון ההצעה, לרבות תכניות המציע למימון החזר ההלוואה).

2. הצעת רכש מלאה

החשש המרכזי בעסקה של הצעת רכש מלאה – שבמסגרתה רוכש בעל השליטה ישירות מהציבור את כל מניותיו – הוא שבעל השליטה ישתמש ביתרונו בניגשות למידע על עסקי התאגיד כדי לרכוש את מניות המיעוט במחיר נמוך מדי.¹⁹⁴ על רקע זה בולט הצורך במשטר גילוי שיבטיח כי לבעלי מניות המיעוט יהיה מידע מלא ככל האפשר על הרקע להצעת הרכש, ושיאפשר להם להחליט באופן מושכל אם להיענות להצעה. דיני ניירות ערך בארצות הברית מטילים על בעל השליטה היוזם מהלך של הצעת רכש מלאה חובות גילוי מקיפות באשר למניעי העסקה והעיתוי לביצועה. בעל השליטה אף נדרש לפרט מדוע, לדעתו, העסקה הוגנת.¹⁹⁵ תכליתן המוצהרת של חובות גילוי אלה היא הגנה על בעלי מניות המיעוט והכבדה על בעל השליטה המבקש לעשות שימוש לרעה במנגנון הצעת הרכש: דיווח לא מדויק בנוגע למניעים להצעת הרכש עלול להטיל על בעל השליטה אחריות פלילית.¹⁹⁶ על דרישות גילוי סטטוטוריות אלה נוספת הקפדת בתי המשפט של מדינת דלוור על גילוי נאות של בעל השליטה מכוח חובת האמונים שלו כלפי בעלי מניות המיעוט.

בישראל, לעומת זאת, חובות הגילוי של בעל השליטה מתייחסות רק להיבטים טכניים הנוגעים להצעת הרכש ולתנאיה, והוא אינו נדרש לפרט את המניעים לביצוע העסקה ואת הערכתו בנוגע להגיונותה.¹⁹⁷ לנוכח היתרון במידע של בעל השליטה, מן הראוי להטיל עליו דרישות גילוי בהיקף רחב יותר, בהתאם למתכונת הדיווח המקובלת בארצות הברית. הטלת חובת הגילוי בנסיבות אלה מתבקשת מאחר שמידע מפורט על נסיבות ההצעה חיוני לשם מתן האפשרות לשוק להכריע אם לקבלה ואם לאו.

הדיון הציע שתי דוגמאות שבהן ראוי לשקול את הרחבת חובות הדיווח החלות על בעל השליטה. כמובן, יש מקום לשקול את הרחבת הדיווח למקרים נוספים. לדוגמה, ייתכן שיש להטיל חובת דיווח ישירות על בעל השליטה גם במקרים שבהם הוא מחליט להביא לסיום כהונתו של דירקטור (או להפעיל השפעתו הלא פורמלית כדי להביא

194 לכאורה, מצב כזה אינו אפשרי לאור חובות הדיווח המקיפות המוטלות על כל חברה ציבורית. אולם גם בהנחה הלא ראלית כי חובות הדיווח לפי חוק ניירות ערך נאכפות אכיפה מושלמת, עשויים להיווצר פערי מידע בין ציבור המשקיעים לבין בעל השליטה. ראו J. C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1314-1315 (1999)

195 ראו R. J. GILSON & B. S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS 155. Koening, לעיל ה"ש 155, 1307 (2nd ed. Westbury, N.Y: Foundation Press, 1995)

196 ראו R. C. CLARK, CORPORATE LAW 524 (Boston: Little, Brown and Co., 1986). ראו גם *Howing Co. v. Nationwide Corp.*, 826 F.2d 1470 (6th Cir. 1987)

197 ראו תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000. לניתוח מקיף יותר ראו אהרוני-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 153.

לסיום כהונה של נושא משרה בכיר אחר בתאגיד), או במקרים שבהם בעל השליטה מבקש להתקשר עם תאגיד בעסקאות חריגות.

ג. הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה

תפקיד חשוב של הדירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה הוא פיקוח על בעל השליטה בנסיבות המתאימות לשם הגנה על התאגיד, בעלי מניות המיעוט ושאר המשקיעים. תפקידו זה של הדירקטוריון אינו בא לידי ביטוי מפורש בחוק החברות. להכרה רשמית במעמד הדירקטוריון בנוגע לבעל השליטה – כמו גם בהכרה שלדירקטוריון חובת אמונים כלפי בעלי מניות המיעוט בנסיבות מסוימות – חשיבות הצהרתית לעניין האופן שבו תופסים הדירקטורים את תפקידם ואת הציפיות מהם. לפיכך מן הראוי לפעול להבהרת הציפיות מן הדירקטורים במישור זה.

נוסף על המישור ההצהרתי יש לתרגם למישור המעשי את העיקרון שלפיו תפקיד הדירקטוריון כולל פיקוח על בעל השליטה, בד בבד עם עיצוב כללי המשטר התאגידי באופן שיאזן בין הצורך לאפשר לבעל השליטה להשפיע על ניהול התאגיד ולהגן על ההשקעה שלו בהון לבין הצורך לאפשר לדירקטורים למלא במקרים המתאימים את תפקידם כמפקחים על בעל השליטה. חלק זה ידון בשני צעדים ספציפיים במישור זה: ראשית, דחיית הגישה הפורמליסטית הגורסת כי הדירקטוריון אינו מעורב במקרים שבהם החברה, כאישיות משפטית, אינה צד לעסקה, ועירוד הדירקטוריון למעורבות בכל המקרים שבהם מתעורר חשש לניגוד עניינים של בעל השליטה, גם אם התאגיד אינו צד לעסקה; שנית, יצירת תמריצים נאותים לדירקטורים למלא את תפקידם כראוי.

1. מעורבות הדירקטוריון: ממבחן פורמלי למבחן ענייני

חלק בלתי נפרד מתפקיד הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה הוא מעורבות פעילה במקרים שבהם יש חשש שטובת בעל השליטה אינה עולה בקנה אחד עם טובת התאגיד או בעלי מניות המיעוט. עיקרון זה בא לידי ביטוי חלקי כיום בסעיף 92(8) לחוק החברות, הדורש כי הדירקטוריון יאשר עסקאות חריגות עם בעל השליטה או עסקאות חריגות שבהן יש לבעל השליטה עניין אישי.

אולם אף שלדירקטוריון מעמד מפתח בעסקאות בעלי עניין, החוק שותק באשר למעמדו בהקשרים אחרים. הקושי המרכזי מתעורר כיום בנסיבות שבהן יש חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט, במקרים שבהם התאגיד אינו צד פורמלי לעסקה. לפיכך יש להבטיח – בחקיקה, בפסיקה, או בכל דרך אחרת – כי הדירקטוריון יהיה מעורב בכל מקרה שבו בעל השליטה נתון בניגוד עניינים פוטנציאלי עם התאגיד או עם בעלי מניות המיעוט, לשם התמודדות עם החשש שבעל השליטה יפעל באופן אופורטוניסטי.

כמובן, אופי מעורבות הדירקטוריון והיקפה ייקבעו בהתאם לנסיבות העסקה. להלן אציג כמה דוגמאות אפשריות להגברת מעורבות הדירקטוריון.

הצעת רכש מלאה. כאמור לעיל, התאגיד אינו צד לעסקה של הצעת רכש מלאה. בהתאם לזאת, הפרקטיקה הרווחת בישראל היא שהדירקטוריון אינו מעורב בעסקאות מסוג זה. אולם אי-מעורבות של הדירקטוריון בעסקה שבה יש קונפליקט כה ברור בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט אינה עולה בקנה אחד עם תפקיד הדירקטוריון כגורם פיקוח במקרים שבהם ישנו ניגוד עניינים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. יתר על כן, בידי הדירקטורים המידע בדבר הנתונים המכריעים בעסקה זו – השווי האמתי של התאגיד ותחזיות הרווח שלו. ולפיכך שתיקת הדירקטורים שוללת מבעלי מניות המיעוט מקור מידע חשוב לצורך ההחלטה אם להשתתף בהצעת הרכש. מסיבה זו יש לעודד את הדירקטוריון להיות מעורב באופן פעיל גם בהצעת רכש מלאה. לכל הפחות, יש לחייב את הדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה לחוות דעתם על כדאיות העסקה עבור בעלי מניות המיעוט.

הצעת רכש מיוחדת. במסגרת הצעת רכש מיוחדת לפי סעיף 328 לחוק החברות, בעל מניות בחברה ציבורית רוכש לראשונה מניות המקנות לו 25% (או 45% מזכויות ההצבעה). סעיף זה נועד להסדיר השתלטויות עוינות, אך מתברר כי במקרים רבים משתמשים בו בעלי מניות דומיננטיים המבקשים להגדיל את היקף החזקותיהם.

סעיף 329 לחוק החברות קובע כי דירקטוריון החברה שהצעת הרכש מתייחסת למניותיה יחווה דעתו לניצעים בדבר כדאיותה של הצעת הרכש המיוחדת, אך מאפשר לדירקטוריון שלא לחוות דעתו באשר לכדאיות הצעת הרכש המיוחדת אם "אינו יכול לעשות כן". מתברר שהנהוג הרווח בשוק ההון הוא הימנעות של הדירקטורים מלחוות דעתם כאשר המציע בהצעת הרכש המיוחדת הוא בעל השליטה הנוכחי. בהנחה שיש הצדקה להסדר הקבוע בחוק באשר להצעת רכש מיוחדת,¹⁹⁸ מן הראוי שלא לאפשר לדירקטורים להתחמק מן החובה להביע דעה באשר להצעת הרכש. ובהנחה שחלק מהדירקטורים נתונים בניגוד עניינים, אפשר להגביל את החובה למתן חוות דעת לדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה.

מכירת שליטה. העברת השליטה בחברה ציבורית אינה מחייבת מעורבות של התאגיד ומוסדותיו. עם זאת, לאור ההשלכות הדרמטיות האפשריות של עסקה מסוג זה, יש לבחון מהו התפקיד הרצוי של הדירקטוריון בנסיבות שבהן מחליט בעל השליטה על העברת השליטה. לדוגמה, האם ראוי כי הדירקטוריון ידון בעסקה, בכוונותיו של בעל השליטה החדש ובהשלכותיה האפשריות של העסקה על התאגיד? לשם המחשה, ברוח מקיף שהוכן על ידי ועדת מומחים באיחוד האירופי כחלק מן הפרויקט להרמוניזציה

198 לדיון בעניין זה ראו ז' גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381 (תשס"ב).

של דיני החברות, הומלץ כי בנסיבות מסוימות יידרש הדירקטוריון לפרסם דוח למשקיעים בדבר ההשלכות הצפויות לתאגיד בגין העברת השליטה.¹⁹⁹ על רקע האמור לעיל, יש מקום לשקול את מעמד הדירקטוריון בעסקאות להעברת שליטה.

2. חובות נאמנות כלפי בעלי מניות המיעוט

ביטוי נוסף לתפקיד הדירקטורים בתאגיד עם בעל שליטה טמון בהגדרת חובות הדירקטורים. החוק הישראלי קובע כי נושאי המשרה – ובכלל זה הדירקטורים – חבים חובות זהירות ואמון כלפי התאגיד. אמנם החוק אינו שולל את קיומן של חובות כלפי אדם אחר, אך אינו מתייחס במפורש לחובות כלפי בעלי מניות המיעוט. לפיכך עולה השאלה אם על נושאי המשרה של התאגיד חלות חובות במישרין כלפי בעלי מניות המיעוט.

ככלל, על הדירקטורים מוטלת החובה לפעול לטובת התאגיד ולא כלפי בעל מניות זה או אחר, לרבות בעל המניות שמינה אותם. אולם כפי שקבע בית המשפט העליון, בנסיבות מסוימות ראוי להכיר בקיומה של חובה ישירה גם כלפי בעלי המניות ככאלה.²⁰⁰ הכרה זו מתבקשת במיוחד כאשר החובה לפעול לטובת בעלי המניות אינה מנוגדת לחובה לפעול כלפי התאגיד, ובנסיבות שבהן קיומה של חובה כלפי התאגיד אינו מספק הגנה לבעלי מניות המיעוט.²⁰¹

כפי שעולה מהדיון במחקר מדיניות זה, פעולות מסוימות של בעלי שליטה אינן מערבות את התאגיד, אך עלולות לפגוע ישירות בבעלי מניות המיעוט. עם פעולות אלה נמנות רכישת מניות במסגרת הצעת רכש מלאה; מיזוגים מסוימים שבהם נרכשות מניות המיעוט; ועסקאות לשינוי מבנה ההון של התאגיד באופן שעלול להיטיב עם בעל השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט. במצבים שהפגיעה בהם בבעלי מניות המיעוט נובעת מן הפגיעה בתאגיד, עומדת לרשות בעלי מניות המיעוט הגנה עקיפה באמצעות חובות נושאי המשרה כלפי התאגיד (וההליך של תביעה נגזרת). אולם סעדים אלה אינם מתאימים במקרה שבו התאגיד אינו נפגע מפעולות בעל השליטה. חוסר הבהירות בדין הישראלי באשר להיקף החובות שהדירקטורים חבים במישרין לבעלי המניות אינו עולה בקנה אחד עם הצורך להגן על ציבור המשקיעים מפני ניגודי עניינים של בעלי השליטה.

199 ראו *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 96 (2002):

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

200 ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזבון ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171.

201 דוגמה למקרה שבו ראוי להכיר בחובות נאמנות כלפי בעלי המניות היא עסקת מיזוג. ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 153.

לפיכך יש להבהיר (בחקיקה או בפסיקה) כי בנסיבות המתאימות תחול על הדירקטורים חובת זהירות או אמונים (לפי העניין) ישירות כלפי בעלי מניות המיעוט. הכרה זו תסיר כל ספק באשר לחובתם של הדירקטורים לפעול כדי להגן על המשקיעים מהציבור בכל המקרים שבהם יש חשש לניגודי עניינים של בעלי השליטה ותאפשר לבעלי מניות המיעוט לפנות לבית המשפט לשם הגנה על זכויותיהם.

ד. תמריצי שוק והרכב הדירקטוריון

ההכרה בתפקידי הדירקטוריון בכל הנוגע לבעל השליטה היא צעד חיוני, אך לא מספק. מערכת המשפט אינה יכולה להעניק למשקיעים הגנה מוחלטת, וכללי אחריות אינם משום תחליף ממצה לתמריצי שוק עבור הדירקטורים. יתר על כן, הדינמיות של עולם העסקים והשוני באופי הפעילות בין תאגידים שונים מקשים את גיבושה של הבחנה ברורה בין פעולות עסקיות במהותן (שבהן יש להימנע מהתערבות משפטית) לבין פעולות שבהן עלול להיות בעל השליטה בניגוד עניינים (שבהן התערבות משפטית היא חיונית). לפיכך חשוב לוודא שבידי קבוצה מקרב חברי הדירקטוריון יהיו תמריצי שוק נאותים לפעול להגנה על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט. חלק זה יציע כמה כיווני פעולה אפשריים כדי לשפר את תמריצי השוק של הדירקטורים. נדון בקצרה בשינויים בהרכב הדירקטוריון וועדותיו שמטרתם להביא לידי ביטוי את מעמדו של הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה.

1. תמריצי שוק

מן ההכרה במעמדו של הדירקטוריון כמפקח על בעל השליטה משתמע לכאורה כי יש להעניק למיעוט בלבד את הכוח למנות את חברי הדירקטוריון. אולם חשוב לזכור כי הדירקטוריון אינו ממלא רק תפקידים של פיקוח ובקרה, אלא גם תפקידים עסקיים במהותם, כגון התוויית אסטרטגיה והכרעה בדבר עסקאות מהותיות. מכאן נובע כי על הדירקטוריון לפעול במקרים רבים בשיתוף פעולה עם בעל השליטה. יתר על כן, גם בהקשר זה יש לקבוע איזון ראוי בין הצורך בפיקוח על בעלי השליטה לבין ההכרה באינטרסים הלגיטימיים שלהם. מעמדו של בעל השליטה כמשקיע הדומיננטי בתאגיד מחייב כי יוענק גם לו כוח להשפיע על הרכב הדירקטוריון. הסדר שלפיו כל הדירקטורים יהיו נציגי המיעוט יכול להביא לפגיעה בחברה ואף לשיתוק הדירקטוריון.²⁰² שלילת היכולת מבעל השליטה למנות דירקטורים תיצור אפוא איזון

202 ראו לדוגמה, D. Langevoort, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, 89 GEO.

L.J. 797 (2001)

לא ראוי בין תפקידי הפיקוח לתפקידי הניהול של הדירקטוריון. לפיכך מתבקש הסדר שיאזן בין הצורך בייצוג המיעוט לבין הצורך בייצוג בעל השליטה בדירקטוריון. לכאורה, ההסדר הראוי ביותר הוא קביעת מנגנון של הצבעה מצטברת, המקנה לבעלי מניות יכולת להשפיע על הרכב הדירקטוריון בהתאם לכוח ההצבעה היחסי שלהם.²⁰³ יתרונו של מנגנון זה בכך שייצוג בעלי מניות המיעוט בדירקטוריון ייקבע בהתאם לשיעור ההחזקות של בעל השליטה בהון התאגיד. ככל ששיעור ההחזקות של בעל השליטה גדול יותר, כך תגדל גם יכולת ההשפעה שלו על הרכב הדירקטוריון. אולם כאמור בפרק הקודם, החוק בישראל כבר עשה כברת דרך לחיזוק יכולת ההשפעה של המיעוט על הרכב הדירקטוריון באמצעות מוסד הדירקטורים החיצוניים. ההסדר הקיים מתנה כיום מינוי של דירקטור חיצוני בתמיכה מינימלית של המיעוט, עם זאת הוא משאיר על כנה את התלות של הדירקטור החיצוני בבעל השליטה ואינו מקנה אפשרות של ממש למיעוט להציע מועמדים חלופיים לכהונת הדירקטור החיצוני. לנוכח קיומו של מוסד הדירקטור החיצוני, דרך אפשרית לשיפור המצב היא להקנות למיעוט – או לגופים המוסדיים בלבד – יכולת השפעה אפקטיבית בבחירתם של הדירקטורים החיצוניים.²⁰⁴ לשם כך יש להעניק לבעלי מניות המיעוט את האפשרות האפקטיבית להציע מועמדים לכהונת דירקטור חיצוני. דרך פשוטה להשגת יעד זה היא הקביעה כי מינוי דירקטור חיצוני יהיה כפוף לאישור של המיעוט בלבד, דהיינו בלי שתידרש תמיכה של בעל השליטה.²⁰⁵ בד בבד יש ליצור תמריצים עבור הגופים המוסדיים לקבל עליהם את ההובלה של בעלי מניות המיעוט בכל הנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים. מנגנון דומה מקובל גם באיטליה, ששינתה את החוק לאחרונה באופן המקנה מעמד מיוחד לגופים המוסדיים במינוי נציגים לדירקטוריון.²⁰⁶

- 203 J. N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative* ראו *Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124 (1994). ברוח על רפורמות ממשל תאגידי שהוכן על ידי ועדת מומחים עבור ממשלת קוריאה הומלץ על מעבר לשיטה של הצבעה מצטברת כאמצעי להקנות כוח למיעוט. ראו B. S. Black et al., *Introduction to Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness: Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea*, 26 J. CORP. L. 546, 588-590 (2001)
- 204 מחקר מדיניות זה לא ידון בשאלה אם ראוי להעניק את האפשרות למנות דירקטורים חיצוניים לגופים מוסדיים בלבד.
- 205 ראו גם דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (27 בינואר 2008): www.mof.gov.il/hon/2001/general/mainpage.asp. מחקר מדיניות זה אינו דן בשאלה אם ראוי להקנות זכות זו לכלל בעלי מניות המיעוט או לייחד אותה לגופים המוסדיים בלבד.
- 206 M. Bianchis & L. Enriques, *Corporate Governance in Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?* (January 2001): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203112#PaperDownload

נוסף על חשיבותה לצורך פיקוח נאות על בעלי השליטה, הענקת ייצוג למיעוט בדירקטוריון מגנה בעקיפין על זכויות ציבור העמיתים של הגופים המוסדיים. הרפורמות המקיפות בשוק הפנסיה בישראל הביאו להזרמת חלק ניכר מחסכונות הציבור לשוק ההון. כמו כן המשבר בשוק ההון בישראל במחצית השנייה של שנת 2008 המחיש את העובדה שכספי העמיתים תופסים מקום מרכזי בשוק ההון בישראל, וכי הדרך להגביר השקעות בשוק ההון היא לעודד את הגופים המוסדיים המופקדים על החיסכון הפנסיוני לעשות כן. אולם על אף התפקיד המרכזי של חסכונותיהם כמקור הון עבור בעלי השליטה, החוסכים לפנסיה אינם זוכים כיום לייצוג בדירקטוריון. ייצוג כזה הוא אחד האמצעים המרכזיים להגנה על משקיעים בחברה ציבורית ובחברה פרטית. יש אף מקרים שבהם משקיעים גדולים יחסית בחברות ציבוריות מגיעים להסכמות עם בעל השליטה המאפשרות להם מינוי נציג מטעמם לדירקטוריון. הגופים המוסדיים נתונים לרגולציה שמגבילה מאוד – הן באמצעות הגבלת שיעור ההחזקות בחברה נתונה הן באמצעות האיסור על החזקת שליטה – את יכולתם להגיע להסכמות מסוג זה עם בעלי שליטה. יתר על כן, טובת העמיתים מובילה בדרך כלל גופים מוסדיים לפזר את השקעותיהם, כך שכל גוף מוסדי מחזיק רק בנתח קטן מאוד מכוח ההצבעה בחברה, ופיזור ההשקעות מקשה על גוף מוסדי להגיע לשיעור החזקות שיאפשר לו לנהל משא ומתן עם בעל השליטה כדי לקבל ייצוג בדירקטוריון. הענקת הכוח לבעלי מניות המיעוט – ובכך לגופים המוסדיים כקבוצה – עשויה לכן לחזק את ההגנה המוענקת לציבור העמיתים של הגופים המוסדיים.

המנגנון המוצע ייצור תנאים שיאפשרו לגופים המוסדיים כקבוצה לקחת חלק פעיל בגיבוש שוק לדירקטורים חיצוניים. במצב אידאלי ייווצר שוק של דירקטורים חיצוניים מקצועיים, שיהיו תלויים במשקיעים המוסדיים לשם כהונתם. עם זאת לעומת פתרונות רגולציה אחרים, מנגנון זה אינו מטיל עלות ציית גבוהה על חברות. מתן היכולת למיעוט למנות דירקטורים חיצוניים מעורר שתי התנגדויות אפשריות שבהן אדון בקצרה. ראשית, אפשר לטעון כי הוספת נציג מטעם המיעוט תפגע בהרמוניה בין חברי הדירקטוריון ותיצור דירקטוריון "לעומתי" שיפגע באיכות הניהול של התאגיד. טענות מסוג זה אינן חדשות, והן מועלות כלפי כל ניסיון לבצע רפורמות במבנה הדירקטוריון או להגביר את אחריות הדירקטורים.²⁰⁷ אולם ספק אם טענות אלה הן משכנעות בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים בתאגיד עם בעלי שליטה. ראשית, יש לזכור כי ההנהלה – ולא הדירקטוריון – היא המופקדת על ניהולו השוטף של התאגיד. הדירקטוריון הוא גוף מבקר ומייעץ, וספק אם אחידות דעות בין חבריו היא תופעה רצויה. למעשה, יש הטוענים כי אחד מן הכשלים המונעים

207 ראו לדוגמה S. M. Bainbridge, *Why a Board: Group Decision Making in Corporate Governance*, 55 *VAND. L. REV.* 1, 49-50 (2002)

מדירקטוריונים למלא את תפקידם כראוי הוא הנטייה לקונסנזוס.²⁰⁸ שנית, יש לזכור שבעלי השליטה מעניקים לעתים במסגרת הסכמי הצבעה לבעלי מניות מיעוט זכויות ייצוג בדירקטוריון. אם החשש מדירקטור "לעומתי" הוא כה כבד, היה אפשר לצפות שבעלי השליטה לא היו נוקטים צעד מסוג זה כלל.

התנגדות נוספת מתמקדת בחשש מפני התנהגות סחטנית של מיעוט "חזק". החשש מסחיטה אכן צריך לבוא על פתרונו, אך אין בו כדי לפסול את המנגנון המוצע. בעל מניות מיעוט דומיננטי יכול להתנהג באופן אופורטוניסטי גם כיום – באמצעות הטלת וטו על אישור המינוי. יתר על כן, לא ברור מה יהיה האינטרס של המיעוט לפגוע בחברה באמצעות מינוי דירקטור שאינו מתאים – מינוי כזה הרי יביא לפגיעה מתמשכת במחיר המניה. שלישית, אפשר תמיד לפנות לבית המשפט בבקשה לפסילת מועמדות. לבסוף, אפשר לערוך שינויים במנגנון הבחירה כדי למתן את החשש. במקרה הקיצוני ביותר אפשר ליצור מנגנון שיקנה לגופים מוסדיים בלבד (בהנחה שהם מחזיקים מעל אחוז מסוים ממניות התאגיד) את האפשרות למנות דירקטורים חיצוניים.²⁰⁹

2. הרכב הדירקטוריון וועדותיו

כד בכד עם מתן האפשרות לבעלי מניות המיעוט להשפיע על הרכב הדירקטוריון, יש גם לוודא כי הדירקטורים החיצוניים ושאר הדירקטורים הבלתי תלויים ימלאו פונקציות שבהן יש חשיבות לעצמאותם מבעל השליטה. ככל שאפשר להבחין בין פונקציות הבקרה של הדירקטוריון (כגון אישור דוחות כספיים או עסקאות בעלי עניין) לבין פונקציות ניהוליות-עסקיות במהותן (כגון החלטה על הנפקת חוב), יש לשאוף לכך שהאחריות לפונקציות הבקרה תופקד בידי הדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה או שתלותם בו מופחתת.

בעניין זה עסקה באחרונה בהרחבה ועדת גושן, שהמלצותיה נמצאות כעת בשלבי חקיקה.²¹⁰ הוועדה עסקה במגוון נושאים, כגון מספר הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון, תפקידי ועדת הביקורת ומשקלם של הדירקטורים הבלתי תלויים בוועדה זו. מתוך ההמלצות המרכזיות של הוועדה בהקשר זה אפשר למנות את ההמלצה שרוב

208 ראו לדוגמה M. A. O'Connor, *The Enron Board: The Perils of Groupthink*, 71 U. CINN. L. REV. 1233 (2003)

209 הסדר מסוג זה אומץ לאחרונה באיטליה. ראו C. Malberti & E. Sironi, *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis*: www.ssrn.com

210 ראו דוח הוועדה לבחינת קוד Corporate Governance בישראל (2006) (להלן: ועדת גושן). המלצת הוועדה בעניין דירקטורים בלתי תלויים כבר עוגנה בס' 219(ה) לחוק החברות.

חברי ועדת הביקורת יהיו דירקטורים בלתי תלויים ושבראש ועדת הביקורת יעמוד דירקטור חיצוני.²¹¹

כפי שדוח גושן מציין,²¹² ספק אם די בהמלצות אלה. לדוגמה, ספק אם ראוי להתיר לדירקטורים הקשורים לבעל השליטה לכהן בוועדת הביקורת. החשש מתעורר משום שכהונתם של גורמים הקשורים לבעל השליטה עלולה לפגוע בתפקודה של ועדת הביקורת, בייחוד במקרים שבהם יש ניגוד עניינים ישיר בין התאגיד לבין בעל השליטה. לדוגמה, בהנחה שתפקידה של ועדת הביקורת כולל ניהול משא ומתן עם בעל השליטה על תנאים של עסקאות בעלי עניין, שיתופו במשא ומתן מטעם התאגיד של גורם המזוהה עם בעל השליטה אינו מתיישב עם דינמיקה של משא ומתן בין צדדים בלתי קשורים, ובכך מחליש את ההגנה המוענקת לבעלי מניות המיעוט. עם זאת ייתכן שאין לקבוע בנושא זה כללים מחייבים בחקיקה, אלא להשאיר את המלאכה בידי בתי המשפט. אלה יפעלו במסגרת הביקורת השיפוטית על תוקפן של עסקאות בעלי עניין כדי לעודד בעלי שליטה להפעיל את הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים באופן שיחזק את ההגנה המוענקת לבעלי מניות המיעוט.²¹³

ה. משקיעים מוסדיים

גורם נוסף שביכולתו למלא תפקיד חשוב בפיקוח על התנהלותן של החברות הציבוריות הוא הגופים המוסדיים. כדי לאפשר לגופים המוסדיים להביא לידי ביטוי את חובותיהם כלפי העמיתים, יש להתחשב במגבלות הנובעות ממעמדם של המוסדיים בישראל כמחזיקי מניות מיעוט בשוק עם בעלי שליטה והמגבלות הרגולציה המוטלות עליהם. הדיון התמציתי שלהלן מבוסס על מסקנותיה של הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, שהגישה את המלצותיה בחודש פברואר 2008 לממונה על שוק ההון במשרד האוצר, וחלק מהמלצותיה כבר עוגנו בחקיקה.

לנוכח כוחם המוגבל של הגופים המוסדיים, יש לנקוט פעולות אחדות להגברת מעורבותם בפיקוח על בעלי השליטה.

מיקוד חובות ההשתתפות וההצבעה. יש למקד את חובות ההשתתפות וההצבעה המוטלות בחקיקה על גופים מוסדיים אלה בהצעות החלטה שבהן יש להם יכולת

211 ההבדל בין דירקטור חיצוני לדירקטור בלתי תלוי לפי חוק החברות הוא שהליך הבחירה של הדירקטור החיצוני מעניק כוח השפעה מסוים למיעוט. ראו ס' 219(ה) ו-239 לחוק החברות.

212 ועדת גושן, לעיל ה"ש 210, בעמ' 20.

213 ראו גם עניין עטר, לעיל ה"ש 164 (דעת המיעוט של הנשיא ברק). להרחבה בנושא זה ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 93.

השפעה פוטנציאלית. כפי שהוסבר בפרק הקודם, לגופים המוסדיים בתאגיד עם בעל שליטה כוח השפעה בעיקר בנסיבות שבהן המחוקק מגביל את כוחו של בעל השליטה להעביר החלטות באספה ברוב רגיל. חוק החברות אכן דורש רוב מיוחס לאישורן של החלטות מסוימות שבהן יש חשש לניגוד עניינים של בעל השליטה, והחקיקה החלה על המשקיעים המוסדיים מחייבת אותם להשתתף ולהצביע באספות כלליות במקרים מסוימים.²¹⁴ יש לוודא כי חובת ההשתתפות של המוסדיים בתאגיד עם בעל שליטה תחול בעיקר במקרים שבהם יש להם כקבוצה יכולת השפעה על תוצאת ההצבעה. שנית, גם בנסיבות שבהן נדרשת מעורבות המוסדיים לפי חוק, יכולת ההשפעה שלהם מוחלשת בשל הסתפקות המחוקק באישור העסקה על ידי שלישי בלבד מקרב בעלי מניות המיעוט. לפיכך מן הראוי להעלות את הרוב הדרוש לאישור עסקאות בעלי עניין משליש לרוב "רגיל" מקרב המיעוט.

מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים. יש להגביר את מעורבות המוסדיים במינוי דירקטורים, ובייחוד דירקטורים חיצוניים, בחברות ציבוריות. יכולת ההשפעה של בעלי המניות במסגרת ההצבעה באספה הכללית היא בסופו של דבר מוגבלת: לא כל הסוגיות מובאות לאישור האספה, ובעלי המניות חשופים למידע חלקי בלבד על הנעשה בחברה. בד בבד חשוב לזכור כי המוסדיים אינם אמורים ליטול חלק פעיל בהנהלת התאגיד. אשר על כן, יש לאזן בין מעמד הגופים המוסדיים כמשקיעים פיננסיים לבין הצורך להביא לידי ביטוי את מעמדם כמחזיקים בנתח גדול מן המניות בשוק ההון הישראלי. בתת-פרק הקודם נטען כי יש לשנות את כללי המינוי של הדירקטורים החיצוניים כדי להקנות לבעלי מניות המיעוט – ובייחוד לגופים המוסדיים – יכולת השפעה על הרכב הדירקטוריון. בצד שינויים אלה יש לחייב את הגופים המוסדיים להשתתף ולהצביע באספות העוסקות במינוי דירקטורים חיצוניים.²¹⁵

גופים מקצועיים. הגופים המוסדיים סובלים מבעיות פעולה משותפת הנובעות מכך שפיקוח על ההנהלה או על בעלי השליטה, לרבות בחינת הצבעות החלטה לשם קביעת עמדה מושכלת, הוא מוצר ציבורי שכלל המשקיעים מפיקים ממנו תועלת. יתר על כן, הגופים המוסדיים עלולים להימצא בניגוד עניינים בין אינטרסים מסחריים שלהם לבין טובת העמיתים. כדי להתמודד עם קשיים אלה יש לעודד את פעילותם של גורמים מקצועיים שיבחנו הצעות החלטה ויספקו המלצות להצבעה. בידי גורמים מקצועיים מסוג זה יהיו המשאבים הנדרשים כדי לערוך בחינה איכותית

214 ראו לדוגמה ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994. כללי ההשתתפות באספות כלליות שוננו ברוח הדיון בטקסט בכל הנוגע לרוב הגופים המוסדיים. ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009.

215 המלצה זו עוגנה לאחרונה בחקיקה. ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

של הצעות החלטה. כמו כן, גופים אלה ממתנים במידה מסוימת את החשש מפני השפעה של ניגודי עניינים על ההצבעה. מבחינה משפטית, הדרך לעודד את פעולתם של גופים מוסדיים היא באמצעות הענקת הקלות מסוימות למי מהם שיעשו שימוש בגורמים אלה.

שיתופי פעולה. כללי הרגולציה והצורך בפיזור השקעות מונעים בדרך כלל מגוף מוסדי להחזיק בנתח משמעותי ממניות התאגיד. עובדה זו מחלישה הן את יכולת ההשפעה הן את התמריץ של הגוף המוסדי להיות מעורב באופן פעיל בפיקוח על ההנהלה ובעלי השליטה. עם זאת במקרים רבים יש לגופים המוסדיים כקבוצה נתח בעלות מצרפי משמעותי ממניות התאגיד. נתח זה מעניק להם, כקבוצה, יכולת השפעה על התנהגות ההנהלה ובעלי השליטה. אולם גוף מוסדי הפועל בתיאום עם גופים מוסדיים אחרים חשוף כיום לחקירה פלילית בחשד לעברה על חוקי ההגבלים העסקיים. הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט מחייבת אפוא את רשות ההגבלים העסקיים לקבוע כללים שיאפשרו שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים מחד גיסא, ושמירה על התחרות במשק מאידך גיסא.

ו. גורמי בקרה נוספים

הדיון בפתח פרק הקודם התמקד ברפורמות הנחוצות לשיפור תפקודו של הדירקטוריון כגורם מפקח, בנסיבות המתאימות, על בעל השליטה. סוגיות דומות מתעוררות באשר למנגנוני בקרה תאגידיים נוספים, כגון רואה החשבון המבקר ומעריכי שווי. בתאגיד עם בעל שליטה, תפקיד מרכזי של שומרי סף אלה הוא לפקח גם על בעל השליטה. הסמכת בעל השליטה למנות גורמים אלה או לקבוע את תנאי השכר שלהם – באמצעות התניית המינוי באישור האספה הכללית – אינה עולה בקנה אחד עם הציפייה שישמשו כגורמי בקרה על בעל השליטה. אי לכך יש לערוך בחינה של מכלול גורמי הפיקוח התאגידיים, מתוך מטרה לקבוע את הליך המינוי של כל גורם באופן שיבטיח ככל האפשר את אי־תלותו בבעל השליטה.

לדוגמה, הפרק הקודם עמד על הבעייתיות הטמונה בהסמכת האספה הכללית למנות את רואה החשבון המבקר. פתרון פשוט לכאורה לבעייתיות זו הוא הענקת הסמכות למינוי רואה חשבון מבקר לבעלי מניות המיעוט בלבד.²¹⁶ אולם ספק אם אפשר לצפות מבעלי מניות המיעוט לקבל החלטה מושכלת בנוגע לשכירת שירותיו

216 להצעה שרואה החשבון המבקר ימונה על ידי בעלי מניות המיעוט בלבד ראו, J. C. COFFEE, JR., *GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE* 93 (Oxford : Oxford University Press, 2006)

של רואה החשבון המבקר, שכן החלטה מסוג זה מחייבת יכולת אפקטיבית להעריך את איכות עבודתו של רואה החשבון, לרבות מידע קונקרטי על תפקודו של רואה החשבון בעבר. לפיכך ייתכן שפתרון הולם יותר הוא המתכונת שאומצה בארצות הברית במסגרת חוק Sarbanes-Oxley, דהיינו הפקדת הסמכות לבחון את מינוי רואה החשבון המבקר ותנאי העסקתו בידי ועדה של הדירקטוריון שחבריה יהיו דירקטורים בלתי תלויים בלבד. מכל מקום, יש לעצב את הליכי המינוי באופן שיביא לידי ביטוי את מעמדו של רואה החשבון המבקר כגורם האמור לפקח גם על בעל השליטה.

ז. אכיפה פרטית

בתאגיד ללא בעל שליטה, הגישה הרווחת היא שעל בתי המשפט למשוך את ידם מהתערבות בהחלטות הדירקטוריון שאינן נגועות בניגוד עניינים, בין היתר מאחר שדירקטור שנכשל בהפעלת שיקול הדעת כפוף לסנקציות שוקיות – בין כאשר יידרש לזכות שוב בתמיכת בעלי המניות ובין במסגרת השתלטות עוינת. בתאגיד עם בעל שליטה, לעומת זאת, אין בנמצא מנגנוני שוק שיספקו לדירקטורים תמריצים להפעיל פיקוח נאות על בעל השליטה.

לאור האמור לעיל, מן הראוי להגביר את מעורבות בתי המשפט לשם הנעת הדירקטורים לביצוע תפקידם כהלכה.²¹⁷ עם זאת, על אף הצורך ביצירת תמריצים עבור הדירקטורים, על בתי המשפט להימנע ככל האפשר מהתערבות בשיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון. בידי בית המשפט אין מומחיות עסקית, וחזקה על בעל השליטה שיפעיל פיקוח על ההנהלה בכל הנוגע להחלטות עסקיות במהותן (דהיינו כאלה שלא מתעורר בהן ניגוד עניינים בין טובת התאגיד לבעל השליטה). לפיכך אפיק ראוי למעורבות בית המשפט הוא פיקוח על תפקוד הדירקטורים באישור עסקאות בעלי עניין שבהן נתון בעל השליטה בניגוד עניינים. במסגרת זו על בתי המשפט לבחון לעומקם את ההליכים שנקטו הדירקטוריון וועדת הביקורת בטרם אישרו את העסקה, לרבות כשירות המומחים שחיוו את דעתם על העסקה; אם יש למומחים אלה זיקה עסקית לבעל השליטה או לתאגיד; ואם הדירקטוריון בחן חלופות לעסקה עם בעל השליטה.

217 לכאורה, פתרון אפשרי נוסף הוא תגמול נדיב של הדירקטורים באמצעות מניות או אופציות. ראו ש' חנס "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת: הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי" משפטים לו, 49-119 (2006). אולם תגמול מבוסס מניות הוא בעייתי כאשר לגורם המפקח יש סמכות למנות את הגורם המפקח. ראו A. Hamdani & R. Kraakman, *Rewarding Outside Directors*, 105 MICH. L. REV. 1677 (2007)

הגברת מעורבות בתי המשפט בביקורת שיפוטית על עסקאות בעלי עניין מחייבת גם נקיטת מאמצים כדי להתמודד עם רתיעת בתי המשפט בישראל מאישור תביעות המוגשות בשם משקיעים בחברות ציבוריות. דרך אפשרית אחת לפעולה בכיוון זה היא אימוץ המלצת ועדת גושן לכינון בתי משפט מתמחים לדיני חברות; דרך אפשרית נוספת להגיע לתוצאה זו היא הענקת עדיפות למשקיעים המוסדיים בתחרות על המעמד כתובע ייצוגי או כתובע בהליך של תביעה נגזרת. מכל מקום, הדיון באמצעים המשפטיים הספציפיים המתאימים לעידוד בתי המשפט למעורבות פעילה יותר בתחום הממשל התאגידי חורג מגבולותיו של מחקר מדיניות זה.

פרק חמישי

עמדה כוללת בנוגע לקבוצות שליטה

הפרקים האחרונים עסקו בדרכים לשיפור הדין הישראלי בכל הנוגע לפיקוח על בעלי השליטה. הניתוח התמקד בבעיות המתעוררות בתאגיד יחיד שבו יש מתח בין בעל השליטה לציבור המשקיעים ולקהלים נוספים. כאמור בפרק הראשון, מאפיין נוסף של שוק ההון בישראל הוא ריכוז הכוח הכלכלי בידי מספר מצומצם של משפחות, בעיקר באמצעות פירמידות שליטה המאפשרות לבעלי השליטה לשלוט ביותר מתאגיד אחד. ריכוז השליטה בחברות הציבוריות במשק בידי מספר מצומצם של משפחות מעלה חשש ממשי לפגיעה לא רק במשקיעים, אלא גם בהתפתחות הכלכלית של המשק ובאיכות השלטון.

מן האמור עולות שתי שאלות מרכזיות. ראשית, מהי העמדה שעל רשויות המדינה לנקוט בסוגיית ריכוזיות השליטה? שנית, בהנחה שלמדינה יש אינטרס בצמצום ריכוזיות השליטה, מה הם האמצעים העומדים לרשותה לשם השגת יעד זה? פרק זה יצא מתוך נקודת הנחה שהתשובה לשאלה הראשונה היא שיש אינטרס ציבורי בצמצום תופעת ריכוזיות השליטה. לפיכך הוא יעסוק בקצרה בשאלה השנייה ויציין את מגוון האמצעים המשפטיים העומדים לרשות המדינה לשם התמודדות עם בעיה זו.

בפתח הדברים יש לציין כי מדינת ישראל נקטה בעבר צעדים אחדים כדי לצמצם את ריכוזיות השליטה. לדוגמה, בשנת 1991 נכנס לתוקפו סעיף 46ב לחוק ניירות ערך, שאסר למעשה על חברות ציבוריות להנפיק מניות עם זכויות הצבעה עודפות לבעלי השליטה. סעיף זה מקשה על ריכוז שליטה במספר גדול של חברות ציבוריות בידי גורם אחד. כמו כן, הופעלו רפורמות אחדות לצמצום הריכוזיות במגזרים מסוימים, כגון רפורמת בכר העוסקת בבעלות הבנקים בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל. תכלית הדיון שלהלן היא לעמוד בקצרה על כמה אמצעים נוספים העומדים לרשות קובעי המדיניות לשם התמודדות עם תופעת פירמידות השליטה.

מיסוי. כללי מיסוי החברות בישראל, במתכונתם כיום, מעודדים החזקת תאגידים במסגרת פירמידות שליטה. לפי סעיף 126 לפקודת מס הכנסה, לא יוטל מס על הכנסה של חברה מדיווידנד שמקורה בהכנסות שהתקבלו בישראל מחבר בני אדם החייב במס חברות. כלל זה מאפשר למשפחה השלטת לחלק דיווידנד בין החברות הנמנות עם פירמידת השליטה בפטור ממס, והדיווידנד ממוסה רק כאשר הוא משולם ישירות

לידי המשפחה השלטת. שינוי הכללים למיסוי תאגידים והטלת מס בנסיבות מסוימות גם על דיווידנד המשולם מחברה בת לחברה אם ייקר עבור המשפחה השלטת את החזקת התאגידים במסגרת פירמידת השליטה. יתר על כן, ככל שבפירמידת השליטה יש חוליות רבות יותר, כך יהיה נטל המס האפקטיבי על המשפחה השלטת גבוה יותר. בהקשר זה יש לציין שחוקרים טוענים כי החלטת הממשל האמריקני בשנות השלושים של המאה העשרים להטיל מס גם על דיווידנד המתקבל על ידי חברה אם היא שהביאה בסופו של דבר לחיסול תופעת פירמידות השליטה בארצות הברית.²¹⁸

יש הטוענים גם שכללי המס הנהוגים יוצרים תמריץ שלילי לפירוק פירמידות שליטה קיימות, כיוון שמכירת המניות חייבת במס רווחי הון. לפיכך יש המציעים לשלב חקיקה שתטיל מס על דיווידנד בין חברות גם בהקלות לתקופה מוגבלת על המיסוי של מכירת המניות הכרוכה בפירוק פירמידות שליטה.

מדיניות הפרטה. על מדינת ישראל עובר בשנים האחרונות תהליך הפרטה שהתבטא במכירת חברות בבעלות ממשלתית לידי גופים פרטיים. לתהליך זה, אשר טרם הושלם, השלכות גם לעניין מפת הבעלות בחברות הציבוריות במשק הישראלי. מחקר מדיניות זה אינו המסגרת המתאימה לדיון מקיף בהליכי ההפרטה האופטימליים. עם זאת אפשר להצביע על שני היבטים הנוגעים להשפעת הליך ההפרטה על ריכוזיות השליטה. ראשית, עולה השאלה אם השיטה המקובלת של הפרטה באמצעות מכירת חבילת מניות המקנות לרוכש שליטה בתאגיד היא גם השיטה הרצויה. בעבר נשקלה בכובד ראש האפשרות להפריט חברות ממשלתיות באמצעות מכירת מניות בשוק,²¹⁹ אולם בסופו של דבר, הליכי ההפרטה מתבצעים על ידי מכירת גרעין שליטה לידי הזוכה במכרז. לצורך הדיון במסגרת זו חשוב רק לציין כי המתכונת הנוהגת של הליכי ההפרטה מנציחה את ריכוזיות השליטה במשק הישראלי.

שנית, גם בהנחה שהמדינה מעוניינת במכירת גרעיני שליטה (לדוגמה, מתוך חשש שמכירת מניות בשוק תביא בכל מקרה בסופו של דבר לגיבושו של גרעין שליטה), נשאלת השאלה אם אין מקום לקבוע מדיניות מוצהרת של העדפת שחקנים "חדשים" בשוק גם אם המשמעות היא התפשרות על המחיר שאפשר לקבל ממכירת השליטה.

רגולציה והיתרי שליטה. במקרים מסוימים התאגידים הנמנים עם פירמידת השליטה עוסקים בתחומים הנתונים לרגולציה ומחייבים היתרי שליטה, כגון בנקאות, ביטוח, בתי השקעות, תקשורת אלקטרונית וטלקומוניקציה. אם יוחלט על התמודדות עם תופעת ריכוזיות השליטה במשק הישראלי, יהיה אפשר לשקול שימוש ברגולציה זו כדי להפחית

218 R. Morck & B. Yeung, *Dividend Taxation and Corporate Governance*, 19 J. ECON. PERS. 163 (2005)

219 ראו ד' ברודט בדיקת כראיות והיתכנות להפעלת תוכנית האופציות למכירת מניות בנק לאומי (אפריל 2004); א' מראני דוח הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי דרך שוק ההון (יולי 2002).

את הריכוזיות. לדוגמה, אפשר לשקול את הגבלת האפשרות של משפחות החולשות על פירמידות שליטה לקבל היתרי שליטה. במילים אחרות, מדיניות עקבית של צמצום ריכוזיות השליטה תקנה במפורש סמכות לרגולטור לשקול לא רק את הריכוזיות ונתח השוק בשוק הספציפי (לדוגמה, תחום הביטוח או הבנקאות), אלא גם את מידת השפעתה של המשפחה השלטת במשק בכללותו. בדומה לכך אפשר להשתמש ברגולציה כדי להטיל הגבלות על פעילויות בין צדדים קשורים במסגרת פירמידות השליטה. בהקשר זה אפשר לציין גם שהמדיניות שנוקטים חלק מגורמי הרגולציה בישראל היא לעודד את קיומם של בעלי שליטה, ככל הנראה בהנחה שקיומו של בעל שליטה מגביר את היציבות ויוצר כתובת ברורה עבור הרגולטורים למקרה הצורך. גם מדיניות זו אינה עולה בקנה אחד עם מדיניות שתכליתה לצמצם את הריכוזיות במשק. עם זאת לאחרונה יש יוזמות אחרות של גורמי רגולציה שונים שתכליתן להביא לשינוי במדיניות זו.

דיני התאגידים. אמצעי נוסף העומד לרשות המדינה הוא עיצוב דיני התאגידים באופן שנותן ביטוי לפערי האינטרסים הנוצרים במסגרת פירמידות שליטה.²²⁰ הקפדה על הפרדה המבנית במסגרת פירמידת השליטה ואכיפה אפקטיבית של זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בכל אחד מן התאגידים הנמנים עם פירמידת השליטה עשויות בסופו של דבר להפחית מן האטרקטיביות של מבנה החזקות זה עבור המשפחות השולטות.

דיני ההגבלים העסקיים. דיני ההגבלים העסקיים נוטים להתמקד בבחינת התחרות בשוק מסוים, אולם תופעת פירמידות השליטה יוצרת חשש לפגיעה בתחרות בעקבות ריכוז כוח כלכלי בכמה שווקים. לפיכך, בהנחה שיוחלט על צמצום ריכוזיות השליטה במשק, יהיה מקום לבחון אם יש לרתום גם את דיני ההגבלים העסקיים למאמץ זה.

הגבלת מקורות המימון. דרך פעולה נוספת היא הגבלת מקורות המימון העומדים לרשות פירמידות השליטה. הפיקוח על הבנקים פעל ברוח זו כאשר קבע, מטעמים הנוגעים להבטחת יציבותם של הבנקים, הגבלה של החשיפה המרבית של מוסד בנקאי לחובותיו של "לווה יחיד".²²¹ מגבלות דומות קיימות גם על מתן אשראי על ידי גופים מוסדיים. ייתכן שיש מקום לקבוע הגבלות משמעותיות יותר, בעיקר בנוגע לגופים המוסדיים. הגבלות אלה יוכלו, לדוגמה, להתייחס בצורה כוללת להענקת אשראי ולהשקעה במניות ולהגביל הענקת אשראי לשם מימון רכישת שליטה או לחברות החזקה.

220 למקורות בנושא הדין במקצת מדינות אירופה באשר לקבוצות שליטה ראו, P. Hommelhoff, *Protection of Minority Shareholders, Investors and Creditors in Corporate Groups: The Strengths and Weaknesses of German Corporate Group Law*, 2 EUR. BUS. ORG. L. REV. 61 (2001); Forum Europaeum Corporate Group Law, *Corporate Group Law for Europe*, 1 EUR. BUS. ORG. L. REV. 165 (2000)

221 ראו המפקח על בנקים הוראת ניהול בנקאי תקין 313, מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לוויים.

סיכום

בשנים האחרונות גוברת ההשפעה של מספר מצומצם של משפחות על הכלכלה בישראל ועל עתידם הפיננסי של אזרחיה. לריכוזיות השליטה בשוק ההון בישראל שני נדבכים: ראשית, לרוב החברות הציבוריות בישראל יש בעל מניות דומיננטי שבידיו היכולת לנווט את ענייני התאגיד. שנית, חלק מבעלי השליטה האלה חולשים על מספר גדול יחסית של חברות ציבוריות, בעיקר באמצעות שימוש בפירמידות שליטה. מטרת מחקר מדיניות זה הייתה לסקור את מגנוני הפיקוח הקיימים על בעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל.

בכל הנוגע לקיומם של בעלי שליטה ברמת התאגיד היחיד, המחקר הצביע על פער בין המציאות הכלכלית לבין ההסדרה המשפטית. בירי בעלי השליטה כוח רב ויכולת השפעה על התנהלות התאגידיים שבשליטתם, אולם מערך הרגולציה מתעלם מהם בדרך כלל ומתמקד בדירקטוריון. המחקר זיהה את הבעייתיות במצב זה, ניתח את הקשיים הכרוכים בהסדרה של חובות בעלי שליטה והציע כיווני פעולה ראשוניים לשיפור המצב.

בכל הנוגע לריכוזיות השליטה באמצעות פירמידות שליטה, המחקר ציין את הסכנות הטמונות בתופעה לציבור המשקיעים, לכלכלה הישראלית ולדמוקרטיה. מצב דברים זה מחייב את קובעי המדיניות לבחון לעומק את השאלה אם ריכוזיות השליטה בשוק ההון היא תופעה רצויה על מנת לגבש מדיניות כוללת ועקבית בסוגיה. המחקר אף הציג בקצרה את ארגו הכלים העומד לרשות קובעי המדיניות במקרה שיוחלט שיש לפעול לצמצום תופעת פירמידות השליטה.

המשבר הכלכלי העולמי הגיע לשיאו בשלבים הסופיים של כתיבת מחקר זה. אמנם עדיין אי-אפשר לחזות את מלוא השלכותיו על דיני התאגידיים, הבנקאות והרגולציה של שוק ההון בעולם, אך ההתפתחויות הדרמטיות בשוק ההון המקומי העלו על סדר היום הציבורי את הסוגיות שבהן עוסק המחקר, הקנו ממד של דחיפות לטיפול בהן ואף הציפו סוגיות חדשות שבהן לא דן המחקר.

אמנם המחקר עסק בעיקר בהסדרת היחסים שבין בעלי מניות השליטה לבעלי מניות המיעוט, אולם ההתרחשויות של החודשים האחרונים הראו כי יש חשיבות לא מבוטלת גם להגנה על נושי התאגיד, ובכלל זה הגופים המוסדיים המחזיקים

באיגרות חוב.²²² מחקר מדיניות זה אינו עוסק באמצעים שיש לנקוט כדי להגן על זכויותיהם של נושי התאגיד, אבל אין ספק ששיפור הפיקוח על בעלי השליטה יועיל בסופו של דבר לא רק לבעלי המניות, אלא לכלל המשקיעים מהציבור והגורמים האחרים הבאים במגע שוטף עם התאגיד.

מעבר לכך, המשבר המחיש לציבור החוסכים לפנסיה בישראל את ההשפעה של הנעשה בשוק ההון על החיסכון הפנסיוני שלהם, ובכך גם את החשיבות של קביעת מנגנונים נאותים לפיקוח על בעלי השליטה. בשל התהליך המתמשך של צמצום המעורבות הממשלתית בתחום הפנסיה ספגו החוסכים לפנסיה בישראל בשנת 2008 הפסדים ניכרים. לפי נתוני משרד האוצר, ההפסד הממוצע בשנה זו היה 11.13% בקרנות הפנסיה, 19.94% בקופות הגמל ו-18.18% בביטוחים המשתתפים ברווחים. ההשלכות הפוליטיות והציבוריות של הפנמת הקשר בין הפנסיה לשוק ההון באו לידי ביטוי בחקיקה החפזה של רשת הביטחון הפנסיונית. ואולם ההתפתחויות הדרמטיות בשוק ההון בישראל הראו גם שהזיקה בין החיסכון הפנסיוני לשוק ההון היא דו-כיוונית. מצד אחד החיסכון הפנסיוני תלוי במידה רבה בביצועי המניות או באג"ח חברות. מצד שני גם שוק ההון תלוי בכספים שמוזרמים אליו על ידי הגופים המוסדיים בישראל. גל משיכות כספים על ידי העמיתים של הגופים המוסדיים יכול להביא לצניחה דרמטית במחירי ניירות ערך הנסחרים בבורסה, וסירוב הגופים המוסדיים להשקיע בהנפקות חדשות של אג"ח עלול ליצור משבר נזילות קשה. על הדומיננטיות של הגופים המוסדיים הישראליים כספקי חמצן פיננסי לשוק ההון אפשר ללמוד גם מן ההצעות שהועלו בזמן המשבר לפתרון מצוקת האשראי: תמיכת המדינה בקרנות השקעה שבהן ישקיעו הגופים המוסדיים (קרנות מנוף) או הענקת ערבות מדינה לגופים מוסדיים שירכשו אג"ח קונצרני.

תלות הדרתית זו נעשית בעייתית על רקע תופעת ריכוזיות השליטה: הימצאות חלק גדול מן החברות הציבוריות בישראל, במימון החוסכים לפנסיה, בשליטה של קבוצה מצומצמת של משפחות. תופעת הריכוזיות יוצרת קשיים אחדים: ראשית, סיוע לשוק ההון תורם בסופו של דבר להתפתחות העסקים של אותה קבוצה מצומצמת של בעלי שליטה. גם סיוע לחיסכון הפנסיוני מביא לתוצאה דומה, שכן בעלי השליטה הם הנהנים המידיים מרשת ביטחון המעודדת את החוסכים לשמור את כספיהם בשוק ההון. על רקע זה, בעוד מדינות רבות בעולם עסקו במציאת דרכים לסיוע למגזר הפיננסי, הפך הדיון בסוגיה זו בישראל לשאלה אם יש לסייע "לטייקונים". שנית, ריכוזיות השליטה מגבירה גם את הסכנה לכספי הציבור. המשבר העולמי העלה לסדר היום של קובעי המדיניות בעולם את הצורך בפיקוח מוגבר על גופים פיננסיים שגודלם

222 לדיון מקיף בסוגיית הבעלות בתאגיד ראו שטרן, לעיל ה"ש 60.

והשפעתם יוצרים סכנה ליציבות המשק במקרה של קריסה ובכך מקנים לעצמם את המעמד של "גדולים מכדי להיכשל". בישראל, לעומת זאת, עסקו בהשפעה האפשרית של "נפילת טייקון" על המשק ובשאלה אם סכנה זו מחייבת הסדר מקיף של פרישת חובות לחברות שלוו כספים מהגופים המוסדיים. למותר לציין כי מצב דברים זה גם מגביר את החשש מפני השפעות פוליטיות על המדיניות בתחום הרגולציה הפיננסית בישראל.

ההתפתחויות של החודשים האחרונים תומכות בעיקרי הממצאים של מחקר זה. ראשית, החשיפה הניכרת של החיסכון הפנסיוני לשוק ההון בישראל מחזקת את הצורך בפיקוח על התנהלות החברות הציבוריות ובקביעת מנגנונים נאותים להתמודדות עם הקברניטים האמתיים של חברות אלה – בעלי השליטה. יתר על כן, מעמד המרכזי של הגופים המוסדיים כספקי הון לשוק מקנה ממד נוסף של לגיטימציה לפיקוח על החברות הציבוריות ומחדדת את הדרישה לייצוג לציבור החוסכים לפנסיה בדירקטוריונים של חברות אלה. שנית, הקשיים הייחודיים שיצרו פירמידות השליטה בהתמודדות עם המשבר ממחישים את הדחיפות שבקביעת עמדה ממשלתית כוללת בשאלה אם יש להשלים עם פירמידות השליטה או להפעיל את מגוון האמצעים העומדים לרשות המדינה לצמצום תופעה זו.

courses of action that are available to the State to achieve this objective. These measures include, *inter alia*, tax reform, the privatization of government companies, a general update of regulatory guidelines and policies regarding antitrust clearance, antitrust laws as a whole, and limitations on investment by institutional investors.

shareholders; identify corporate monitoring mechanisms; define the expectations and requirements of these mechanisms; and provide legal and market incentives for the proper performance of their role. In addition, the regulation of corporations with a controlling shareholder requires balancing the advantages and disadvantages that derive from the phenomenon of control. The controlling shareholder has the incentive and the ability to monitor management to the benefit of all the investors in the corporation. Conversely, the controlling shareholder can also harm the corporation or the minority shareholders when their interests clash. Moreover, in contrast to the management of a company with dispersed ownership, the controlling shareholder is not subject to significant market incentives that could lessen the risk of opportunistic behavior in the event of a conflict of interests. There is, therefore, a need to reduce judicial intervention in “ordinary” business decisions and to step up judicial oversight in order to protect investors in circumstances in which the controlling shareholder is faced with a conflict of interests.

This study proposes the following regulatory measures for corporations with controlling shareholders: the clear specification of the rights and duties of the controlling shareholder; the expansion of reporting obligations that apply directly to the controlling shareholder; the creation of market incentives for directors by granting effective power to the minority to appoint external directors; the consolidation of the board of directors’ role as a supervisory agent over the controlling shareholder by increasing the directors’ involvement, among other things, in cases where there are concerns of harm to minority shareholders as the result of a conflict of interests of the controlling shareholder; the encouragement of the increased involvement of financial institutions under appropriate circumstances; the creation of mechanisms to weaken the connection between the monitoring agents and the controlling shareholders; and the promotion of the private enforcement of corporate law.

The study concludes with an examination of the treatment of the concentrated control of the economy as a whole. The State must formulate a comprehensive position on the question of whether it is necessary to act consistently to reduce the concentration of control. Assuming it decides to take steps to diminish concentrated control, this discussion indicates

circumstances in which the controlling shareholder has a conflict of interests – thus increasing the need to protect outside investors – and those in which the controlling shareholder’s interests are aligned with those of outside investors, and hence, judicial intervention should be limited in scope.

In light of the essential differences between corporations with concentrated control and those with dispersed ownership, the study argues that Israeli corporate law offers only a partial response to the phenomenon of concentrated control in the capital market. The central difficulty in the current situation stems from the gap between the actual center of power and the focus of corporate regulation. While controlling shareholders have the ability to steer the corporation even if they do not formally serve as directors or officers, the corporate regulatory system focuses almost exclusively on those in official capacities. In certain areas, corporate law in Israel recognizes the power of the controlling shareholders and attempts to address it directly. In other areas, however, the judicial system ignores the fact that the controlling shareholders – rather than management – are the dominant figure in most corporations in Israel, and disregards the ramifications of this economic reality. Existing regulations concerning the role of directors and their duties do not provide an adequate response to the need to monitor controlling shareholders. For the most part, existing law overlooks the implications of the board’s supervisory role for board composition, directors’ duties, and the process of their appointment. In the legal sphere, uncertainty prevails concerning both the expectation that the directors will act as monitoring agents with respect to the controlling shareholders, and the directors’ obligations to the private investors. At the market level, the appointment process of directors makes the entire board of directors dependent on the controlling shareholder, and does not grant representation on the board to public shareholders.

This study proposes basic principles for the design of mechanisms to monitor corporations with controlling shareholders. The underlying assumption is that the fundamental principles of effective corporate governance must also apply to corporations with controlling shareholders. The legal system must specify the rights and obligations of controlling

of legal and regulatory measures in a consistent fashion across regulatory areas to promote this objective.

There are two principal features of the ownership structure in Israel's capital market that distinguish it from the markets in the U.S. and Britain: first, the majority of public companies in Israel have a dominant shareholder that has the power to direct the corporation's affairs ("the controlling shareholder"). Second, a significant portion of these shareholders controls a relatively large number of public companies, primarily through pyramids. Consequently, the lion's share of economic and financial activity in Israel is controlled by a small number of families. Concentrated ownership at the level of the single corporation is not undesirable *per se*, as long as there are proper mechanisms for monitoring the controlling shareholder. With regard to control pyramids, however, the situation is different. Although we cannot state unequivocally that such pyramids are undesirable, there is cause for concern – as supported by studies from other countries – that control pyramids pose dangers to the capital market, the economy, and the quality of government.

The first part of this study deals with the question of whether the legal system in Israel is properly contending with the power of controlling shareholders. To answer this question, we must analyze the intrinsic difference between a market with dispersed ownership of corporations and one with concentrated control. The key challenge for corporate law in a market with dispersed ownership is the supervision of the management, given the fact that shareholders do not have the ability or the incentive to do so. In Israel's capital market, by contrast, the central challenge is to create mechanisms to monitor controlling shareholders. Firms' ownership structure also influences the effectiveness of the oversight mechanisms: in the case of a conflict of interests between shareholders and other investors in a corporation, the accepted tools for mitigating the principal-agent problem between management and shareholders are liable to achieve the opposite result.

Two principal conclusions arise from this analysis: (1) regulation and liability rules play a key role in a corporation with concentrated control due to the absence of effective market mechanisms for supervising controlling shareholders; and (2) it is necessary to differentiate between

liquidity crisis. Moreover, the State has tried to cope with the credit crisis by encouraging institutional investors to resume investing in the capital market, whether through government-backed investment funds, or through state guarantees on bond investments made by institutional investors (a proposal that ultimately was not implemented).

Second, it has become clear that this interdependence complicates any attempt to cope with the financial crisis. Thus, it was impossible to separate the calls for a safety net for pension savings from the fact that such a measure, which was ostensibly intended to protect those with pension plans, would indirectly help major holders of capital as well. At the same time, proposals to grant state guarantees as an incentive for institutional investors to purchase corporate bonds were met with resistance, based on the argument that this step would assist the “tycoons.”

This policy study examines whether the Israeli legal system properly addresses the challenges created by the concentrated ownership of Israeli public companies. This issue not only underlies the regulation of the Israeli capital market, but also has potential implications for economic development and for the quality of government and democracy. The study identifies two primary difficulties that must be addressed.

At the level of the stand-alone corporation, there is a considerable gap between economic reality – in which the controlling shareholders steer the corporation – and the legal landscape, which focuses almost exclusively on the board of directors, while ignoring controlling shareholders’ dominant role. This gap leads to two problematic results: first, only partial supervision of the true centers of power, namely, the controlling shareholders; and second, uncertainty regarding the legal norms that govern controlling shareholders and controlling shareholders’ rights and duties vis-à-vis the corporations that they control.

At the level of the economy as a whole, control of the business sector by a relatively small group of families runs the risk of harming private investors, economic development, and even the quality of government and democracy. Hence, the State of Israel must formulate a comprehensive policy on the question of whether the concentration of control over the economy is a desirable phenomenon. If it determines that concentration of control should be discouraged, the government should adopt a range

Abstract

During the last months of 2008, the Israeli capital market experienced major swings as the world financial crisis deepened. These dramatic developments, including the significant losses suffered by pension funds, provident funds, and life insurance plans, highlighted the substantial influence that a small group of public companies' controlling shareholders have on the Israeli public's personal savings. This link is the result of two major developments that have taken place in recent years: privatization, that is, the transfer of control over key assets of the Israeli economy (such as Bezeq and Bank Hapoalim) from the State to private holders; and curtailing state intervention in pension savings plans, coupled with the redirecting of the public's personal savings to investment in the capital market. The first development intensified the influence of a group of controlling shareholders on Israel's economy, while the second intensified this influence on the savings of private citizens as well.

The crisis has shed light on two additional aspects of the link between controlling shareholders and public's savings. First, it emerged that funds in pension savings and controlling shareholders are interdependent: on one hand, a significant portion of the public's long-term savings are invested via institutional investors in public companies in Israel; therefore, excessive risks taken by the controlling shareholders ultimately harm the public's savings. On the other hand, the financial "oxygen" generated by the investments of institutional investors is vital to the sound functioning of numerous companies in the Israeli economy. A decision by institutional investors to halt investment in new stock issues can trigger a severe

* Translated by Karen Gold.

Language Editor (Hebrew): Tamar Shaked

Typesetting: Nadav Shtechman

Printed by Art Plus, Jerusalem

ISBN 978-965-519-071-7

No portion of this book may be reproduced, copied, photographed, recorded, translated, stored in a database, broadcast, or transmitted in any form or by any means, electronic, optic, mechanical, or otherwise. Commercial use in any form of the material contained in this book without the express permission in writing of the publisher is strictly forbidden.

To order books and policy papers published by The Israel Democracy Institute:

Tel: 1-800-20-2222, (972)-2-5300800; Fax: (972)-2-5300867

e-mail: orders@idi.org.il; website: www.idi.org.il

The Israel Democracy Institute, P.O.B. 4482, Jerusalem 91044

Copyright © 2009 by The Israel Democracy Institute (R. A.)

Printed in Israel

The Israel Democracy Institute is the recipient of the 2009 Israel Prize for Lifetime Achievement – Special Contribution to Society and State.

The statements published in the policy papers do not necessarily reflect the position of the Israel Democracy Institute.

All policy papers and a selected chapter of every book may be downloaded for free at www.idi.org.il

Concentrated Ownership and Business Groups in Israel

A Legal Analysis

Assaf Hamdani



The Israel Democracy Institute

Policy Paper 78 | Jerusalem, November 2009