



# חוק החברות כמוצר

.....  
ד"ר עמרי ידלין\*

המחבר מצביע על כך, שהמוצר של חוק החברות המוצע, שונה בדרך שעבר מהצעתו של פרופ' פרוקצ'יה אל ההצעה המונחת לפנינו.

הוראות כופות שונות עלולות להעמיס על חברות ישראליות עלויות מיותרות ולסרב ל את מבנה ההתקשרות התאגידית. חוק כזה יקשה על חברות ישראליות להתחרות עם חברות מחו"ל. יזמים ישראלים יעדיפו להתאגד במדינות זרות, המציעות להן מוצר חקיקתי יעיל יותר.

\* הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב



דומה סובר פרופסור פרוקצ'יה שבדרך כלל רצוי שלחברה בורסאית יהא מבקר פנימי אך הוא אינו מציע שמינוי כזה יכפה על החברה.<sup>4</sup> גם הפרק העוסק בהצעות רכש מוצע כברירת מחדל בלבד עליה תהא החברה רשאית להתנות בתקנון.<sup>5</sup> רק חלק זעום מן הכללים המוצעים בספר מסומנים על ידי פרופסור פרוקצ'יה כקוגנטיים.



ההצעה של פרופסור פרוקצ'יה שימשה בסיס לשלב הבא בפס היצור, עליו היתה אחראית ועדה בראשות השופט (דהיום הנשיא) אהרון ברק. ועדה זו הוקמה בשנת 1985 על ידי שר המשפטים דאז, מר משה ניסים, והוטלה עליה המשימה לנסח הצעה לחוק חברות. בשנת 1994 הגישה הוועדה את הצעתה לשר המשפטים והלה הניחה על שולחן הכנסת כהצעת חוק. עתה, בשלב השלישי של הייצור, שוקדת על ההצעה תת ועדה (של ועדת חוקה חוק ומשפט) בראשות ח"כ מודי זנדברג.<sup>6</sup>

מבט שיטחי בהצעה של וועדת ברק עשוי להטעות: מדובר במוצר דומה מאד להצעה של פרוקצ'יה. דמיון זה אינו מפתיע שכן בהקדמה לדו"ח נאמר במפורש כי "בבסיס עבודתה של הוועדה עמדה הצעה שהוכנה על ידי פרופ' אוריאל פרוקצ'יה". אך עיון מעמיק יותר יגלה שניטלה מן החוק הנשמה היתרה אותה הפיח פרופסור פרוקצ'יה ביציר כפיו. למרות שבדברי המבוא לדו"ח הוועדה נאמר כי "הפילוסופיה העומדת ביסוד הרפורמה שלנו היא זו של האוטונומיה של הרצון הפרטי", קריאה קפדנית של ההצעה תגלה שכמעט כל ההוראות המהותיות של החוק, אשר

החוק הוא חפץ עובר לסוחר, מגלה לנו פרופסור פרוקצ'יה.<sup>1</sup> יפה החפץ? ירכשו אותו הצרכנים. פגום: יעדיפו לרכוש מערכת נורמטיבית חלופית. ספרו של פרופסור פרוקצ'יה על "דיני חברות חדשים לישראל"<sup>2</sup> מבוסס על תשתית אידאולוגית זו. הנחת המוצא של הספר היא שהחוק צריך להיות חביב על הבריות, נוח לשימוש, וזול לתפעול על מנת שהצרכנים הפוטנציאליים יעדיפו אותו על פני מערכות החוקים האלטרנטיביות הניצבות בפניהן - בארץ או בחו"ל.

הספר מציע שורת כללים הפותרים באופן אופטימלי, לדעת פרופסור פרוקצ'יה, את מסכת ניגודי האינטרסים בין הצדדים השונים לחוזה התאגיד. יחד עם זאת, נאמן לתפיסתו הבסיסית, ומודע לכך ששונים הם טעמיהם והעדפותיהם של הצרכנים השונים, מציע פרוקצ'יה חוק מודולארי וגמיש: הצרכנים אינם חייבים לרכוש את המוצר בשלמותו. אם מרכיב מסויים במכונה המשוּמנת המוצעת אינה עולה בקנה אחד עם העדפותיו של צרכן מסויים, יוכל הלה לוותר על חלק זה ולרכוש חלק חלופי אצל יצרן נורמות פרטי - עורך הדין למשל. גמישות זו מבטיחה, מצד אחד, שהיוזמים והמשקיעים יאמצו כללים יעילים יותר, ומצד שני שלא ישקיעו משאבים מיותרים באיתור דרכים להתחמק מן החוק המוצע

מדיניות יצרנית ושיווקית זו של פרופסור פרוקצ'יה באה לידי ביטוי כמעט בכל פרק בספר. כך, למשל, מסביר פרופסור פרוקצ'יה מדוע עדיף לדעתו שמנכ"ל החברה לא יכהן כיושב ראש הדיקטטוריון, אך יחד עם זאת מציע לקבוע איסור זה כברירת מחדל עליה רשאים הצדדים להתנות בתקנון החברה.<sup>3</sup> באופן

1 אוריאל פרוקצ'יה "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי היסוד במשפט" משפטים יח (תשמ"ט) 395.

2 א' פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים לישראל**, דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה (הדפסה שניה תשנ"ד).

3 **שם**, בע' 251.

4 **שם**, בע' 421.

5 **שם**, בע' 591.

6 כאשר הוקמה תת הוועדה עמד בראשה ח"כ דן מרידור. עם מינויו של מרידור לתפקיד שר האוצר מונה ח"כ זנדברג לעמוד בראש תת הוועדה.



המחוקק לצרכי החברה הממוצעת הרי שלחלק מן החברות מתאים כלל קפדני יותר וחלק אחר יעדיפו כלל ליברלי יותר. לחברות שונות מבנה בעלות שונה, מבנה הון שונה, תחום עיסוק שונה, ונפשות פועלות שונות, ולכן אין שום סיבה לחשוב שכלל משפטי אחד יתאים לכולן. יתר על כן, אפילו אם המנגנונים הנכפים על ידי חוק החברות מתאימים לכל החברות ביום ניסוחם, כעבור זמן לא רב הם עשויים להימצא לא יעילים. חידושים טכנולוגיים, או מוצרים פיננסיים חדשים, עשויים לאפשר יצירה של מודלים שונים ויעילים יותר של התאגדות וחוק חברות קשיח מידי עלול להציב חסמים בפני התפתחויות כאלה. אין זה פלא, לכן, שחוקי החברות המודרניים בעולם משאירים לחברות כר נרחב ליצירתיות בתוכן ההתקשרות.

ניקח לדוגמה את המנגנון המוצע להצעות רכש.<sup>9</sup> הצעת החוק אימצה בענין זה את הצעתו של פרופסור פרוקצ'יה כלשונה (פרק זה בספר של פרופסור פרוקצ'יה נכתב במשותף עם פרופסור בבצ'וק<sup>10</sup>). על פי הדין כיום יכול בעל מניות להגיב להצעת רכש באחת משתי דרכים: להסכים להצעה ולמסור את מנייתו או לסרב לה. על פי הצעת החוק, לעומת זאת, יוכל בעל מניות להגיב באחת משלוש הדרכים הבאות: לסרב להצעה, להסכים להצעה ואף לתמוך בה ("הסכמה תומכת") או להסכים להצעה אך להסתייג ממנה ("הסכמה מסתייגת"). המציע יוכל להשתלט על החברה רק אם יקבל רוב של הסכמות תומכות.<sup>11</sup> על מנת להבין את ההגיון של הצעה זו אשתמש בדוגמה המספרית הבאה:

הופיעו אצל פרופסור פרוקצ'יה כהוראות מרשות, הפכו מצוות.

אין זה חוק החברות היחידי בעולם המתערב באופן קוגנטי בחופש החוזי של המתקשרים באמצעות התאגיד. אך בכל שיטוטי בין חוקי חברות בעולם (לפחות אלה הדוברים אנגלית) לא נתקלתי מעולם בחוק "מתערבן" שכזה. כך, במדינות רבות כופה המחוקק על חברות ציבוריות מנגנוני פיקוח מסויימים כמו הדירקטוריון ורואה החשבון. החוק הישראלי אינו מסתפק בשניים אלה ומוסיף עליהן חמש שכבות פיקוח נוספות: יושב ראש הדירקטוריון - אשר על פי החוק המוצע חייב להיות "עצמאי", מבקר פנימי, שני דירקטורים חיצוניים,<sup>7</sup> ועדת ביקורת, ובעסקאות מסויימות, הנגועות בניגוד עניינים, החוק מחייב גם אישור של מיעוט בעלי המניות בחברה. ריבוי שכבות הפיקוח הופך את החברה הציבורית לארגון בירוקרטי המזכיר לעיתים חברה ממשלתית יותר מגוף עיסקי שמטרתו רווח.<sup>8</sup> לא רק מנגנוני הפיקוח נכפים על החברה הציבורית אלא גם הסדרים אחרים: כך, למשל, הפרק העוסק במיזוגים ורכישות הינו קוגנטי. כאמור, כל ההסדרים הללו הוצעו על ידי פרופסור פרוקצ'יה אך בדחילו ורחימו - כבירות מחדל בלבד.



החיסרון הראשון בחקיקת חברות קוגנטית טמון בכך שהיא אוכפת על חברות רבות כלל לא יעיל. חוסר היעילות עשוי לעיתים לנבוע מכך שמנסח החוק פשוט לא השכיל להבין את צרכי השוק. אפילו קלע

7 מוסד הדירקטור החיצוני אינו ייחודי לישראל, אך ברוב המדינות מינוים מחוייב על פי כללי הבורסה בה רשומות מניות החברה למסחר ולא בחוק. על החשיבות של האבחנה בין חוק קוגנטי לבין כלל בורסה קוגנטי אעמוד בהמשך.

8 אכן, מוסד המבקר הפנימי, למשל, נשאר באופן ישיר מחוק החברות הממשלתיות. ראו סעיף 9כ9ג לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג - 1983.

9 סעיפים 386 - 373 להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995 (להלן: הצעת החוק).

10 הפרק מבוסס על מאמרו של פרופ' בבצ'וק: "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" 98 Harv. L. Rev. (1985)1695.

11 סעיף 380 להצעת החוק.



הוא מתאים לכל החברות בשוק הישראלי. כמדומני שהוא מתאים במיוחד לחברות מן הטיפוס האמריקני, בהן הבעלות מפוזרת בין ציבור רחב של בעלי מניות<sup>12</sup>. אין חברות בורסאיות כאלה בישראל. מספר החברות הנתונות בארץ לאיום של השתלטות הינו קטן<sup>13</sup>, ובהן קיים בדרך כלל אדם המחזיק בדבוקת שליטה משמעותית אך קטנה מ - 50%, וקיים בעל מניות אחר, המחזיק גם הוא אחוז נכבד של מניות, המאיים על שליטתו של הראשון. מבנה בעלות זה עשוי להפוך לדומיננטי בשוק הישראלי ועל כן ראוי שהצעת החוק תתאים עצמה למודל זה. השתלטות עויינת על חברה כזו הינה משימה קשה ביותר אך במסגרת הדין הקיים היא אפשרית<sup>14</sup>. המנגנון אותו כופה הצעת החוק, לעומת זאת, מחזק את כוחו של בעל השליטה להתגונן בפני השתלטות כזו ולעיתים אף מקנה לו, דה פקטו, זכות וטו החוסמת כל אפשרות להשתלטות עויינת, השתלטות אשר עשויה להיות יעילה ורצויה ביותר מנקודת המבט של המיעוט. שוב, דוגמה מספרית פשוטה תמחיש את הטענה:

ההון המונפק של חברת "תפוז בע"מ" הינו 100 מניות בנות 1 ש"ח ע"נ כל אחת. שער המניות בבורסה הינו 12 ש"ח. הבעלות על מניותיה של תפוז מפוזרת באופן הבא: אורי, מנכ"ל החברה, מחזיק 40 ממניות החברה, רחל מחזיקה 30 ממניות החברה, ושאר מניות החברה (30 במספר) מוחזקות על ידי ציבור רחב של בעלי מניות. ידוע לכל שאורי מושך מן החברה משכורות עתק ומבזבז את כספיה. רחל מעוניינת להשתלט על תפוז והיא פונה לציבור בעלי המניות בהצעה לרכוש מהם 21 מניות במחיר 15 ש"ח.

ההון המונפק של חברת "אביב בע"מ" הינו 100 מניות בנות 1 ש"ח ע"נ כל אחת. שער המניות בבורסה הינו 12 ש"ח. עידו מעוניין לרכוש שליטה בחברה ולשם כך הוא פונה לציבור בעלי המניות בהצעה לרכוש מהם 51 מניות במחיר 15 ש"ח המניה. אמנם הצעה זו היא מעל מחיר השוק אך לכל ידוע שעידו נוהג להשתלט על חברות ולרוקן אותן מנכסיהן, ולכן הציפיה היא שאם ישתלט על החברה ייסחרו מניות החברה במחיר 5 ש"ח. במצב זה ברור שלו היו נשאלים כל בעלי המניות בחברה אם רצוי שהצעה זו תתקבל היו אלה מגיבים בשלילה. יעל, לעומת זאת, המחזיקה במניה אחת בחברה, שוקלת את האינטרס שלה בלבד: אם כולם ייעתרו להצעה כדאי לה למסור את המניה שלה אחרת היא תישאר בחברה כמיעוט עשוק. אם שאר בעלי המניות יסרבו להצעה בוודאי שכדאי לה למסור את מניותיה כי אז היא תקבל עליהן תמורה העולה על מחיר השוק שלהן. מכאן שלא משנה מה יעשו שאר בעלי המניות, ליעל כדאי למסור את מניותיה לעידו. כל בעלי המניות מקבלים את החלטתם, כמו יעל, באופן אישי, ולכן התוצאה היא שכולם ייענו להצעה למרות שעדיף להם שההצעה תידחה. הצעת הרכש מאלצת את בעלי המניות לבצע עסקה בה הם לא מעוניינים.

המנגנון המוצע בהצעת החוק אמור לפתור בעיה זו בכך שהוא מאפשר ליעל למסור את מניותיה אך להסתייג מן ההשתלטות. בדוגמה לעיל, למשל, ניתן לצפות שההצעה יתיכשל משום שיעל ושאר בעלי המניות יביעו הסכמה מסתייגת מן ההצעה.

למרות הקסם הטמון במנגנון זה, ספק בעיני אם

12 מובן שאין ללמוד מן העובדה שמנגנון זה לא התקבל על דעת המחוקק האמריקני על כך שמנגנון זה אינו יעיל.

13 רוב החברות הבורסאיות בארץ נתונות לשליטה מוחלטת של גורם אחד המחזיק למעלה ממחצית מכח ההצבעה בחברה - חברות אלה אינן חשופות כלל להשתלטות ועל כן הן אינן רלבנטיות לענייננו. המנגנון המוצע מגן על הציבור המהווה מיעוט בחברות אלו רק אם בעל השליטה (המחזיק כאמור מעל 50% ממניות החברה) מנסה, באמצעות הצעה מאלצת כזו, להגדיל את שליטתו אל מעבר ל-90% (going private transaction).

14 ראו, למשל, את כשלון נסיון ההשתלטות של דויד גילה על חברת סאיטקס בכתבתה של גלי כספרי "כל הדרכים למנוע השתלטות עוינת" **מעריב** - **עסקים**, 8.5.1996, אך את הצלחת נסיון ההשתלטות של תשובה על דלק בכתבתו של גיא רולניק "חוזרת בתשובה" **הארץ**, 3.5.1998. ראו גם את המאבק השליטה המתנהל בימים אלה בחברת "קומפני" - כתבתם של טל כהן וישי וורייט "מאבק השליטה בקומפני" **מעריב** - **עסקים**, 7.5.1998.



חברות להן החוק לא מתאים לבצע תמרוני התחמקות יקרים, ואשר לעיתים גורמים לכך שהחברה תאמץ כללים פחות יעילים מאלה אותם היתה מאמצת לו ניתן היה לה להתנות על החוק. נדגים: סעיף 46 לחוק ניירות ערך מחייב חברות המעוניינות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה לכלול בהון מניות מסוג אחד בלבד. חוק זה מדרבן חברות לגייס הון באמצעות מכשירים פיננסיים אחרים אשר אינם מקנים שום זכות הצבעה.<sup>18</sup> כך, למשל, בעל שליטה אשר אינו מעוניין לאבד את שליטתו עשוי לגרום לחברה לגייס הון באמצעות הנפקה של מניות בכורה במקום מניות רגילות.<sup>19</sup> אם המטרה של מחוקקי סעיף 46 היתה להקטין את ניוודי האינטרסים בין בעל השליטה לבין החברה או, לחילופין, לפזר את הבעלות בחברה באופן שיאפשר השתלטויות עוינות, כי אז ההנפקה של מניות בכורה רק מחריפה את ניוודי האינטרסים,<sup>20</sup> ומגדילה את כוחו של בעל השליטה.

אם המסלול העוקף של מניות בכורה ייחסם על ידי המחוקק ימצאו החברות נתיב עוקף אחר. למשל, החברה יכולה להעביר חלק מנכסיה לחברה בת ולגרום לחברה הבת לגייס את ההון. טכניקה זו מותירה את בעיית ניוודי האינטרסים על כנה ומונעת

הכל יודעים כי השתלטות כזו של רחל תועיל לחברה וצופים שלאחר ההשתלטות ייסחרו מניותיה ב - 15 ש"ח.

אורי יתנגד כמובן להשתלטות העויינת משום שהשליטה שלו בחברה שווה לו יותר מ - 15 ש"ח למניה. התנגדות זו תביא לכך שההצעה של רחל תידחה משום שהיא לא תקבל רוב של "הסכמה ותומכת".<sup>15</sup>



הפרופסורים פרוקציה ובבציק היו כנראה מודעים לכך שהצעתם אינה נקיה מביקורת. נאמנים לתפיסתם הליברלית הם הבינו שיתכן שהצעתם אינה מתאימה לחברות מסויימות, ועל כן סברו שיש טעם לאפשר לחברות לאמץ מנגנון שונה. לכן, אחת מאבני היסוד של הצעתם היתה שמודל זה יאומץ על ידי המחוקק כמנגנון דיספוזיטיבי עליו יהיו החברות רשאיות להתנות בתקנון.<sup>16</sup> מנסחי הצעת החוק, לעומת זאת, החליטו לכפות מנגנון זה על כל החברות הבורסאיות באופן קוגנטי.<sup>17</sup>

לחוקי חברות קוגנטיים חיסרון נוסף: הם מאלצים

15 פרופ' בבציק, **לעיל** הערה 10, היה מודע לבעייתיות של הצעתו במקרים אלו, ולכן הציע שבספירת הקולות לא יתחשבו בהתנגדות של בעלי מניות אינטרסנטיים (כמו מנכ"ל החברה בדוגמה שלעיל). סייג זה לא הוזכר בהצעה המשותפת של פרופ' פרוקציה ובבציק וגם אין לו זכר בדו"ח הוועדה. מפאת קוצר היריעה לא אתייחס כאן ליתרונות ולחסרונות הטמונים בסייג זה.

16 פרוקציה, **לעיל** הערה 2, בע' 590.

17 סעיף 373 להצעת החוק.

18 המגבלה על גיוון הון המניות מצויה אמנם בסעיף 46 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, אך פרופסור פרוקציה בפרוש תמך בביטולה (פרוקציה, **לעיל** הערה 2, בע' 275). ועדת ברק אימצה אמנם עמדה התומכת באופן עקרוני בחופש הגיוון אך הכל כפוף למגבלות על פי דין (ר' סעיף 327 להצעת החוק), ומכאן שהצעת החוק משאירה את סעיף 46 על כנו.

19 ראו, למשל, כתבה של שלמה פרידמן "מניות בכורה - לאכול את העוגה ולהשאיר אותה שלמה" **הארץ**, 25.4.1994. הכתבה מתארת גיוסי הון באמצעות הנפקה של מניות בכורה במקרים בהם האלטרנטיבה של הנפקת מניות רגילות שוות זכות הצבעה היתה מובילה לאבדן שליטה. סעיף 46 לחוק ניירות ערך מורה במפורש כי למרות המגבלה הנ"ל רשאית החברה להנפיק מניות בכורה.

20 ראו, למשל: ע"א 226/85 **שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות והלוואות בע"מ** פ"ד מב(1) 14. העובדה שבעלי מניות הבכורה זכאים לעדיפות בדיבידנד אינה מכפרת על העדר כח ההצבעה שכן השיקול אם לחלק דיבידנד אם לאו הינו של דירקטוריון החברה. יתר על כן, ניתן לנסח את הזכויות של מניות הבכורה באופן כזה שעדיפותן בדיבידנד תהא מזערית, אך תינתן להן זכות השתתפות יחד עם בעלי המניות הרגילות. במקרה כזה, מובור אמנם במניות בכורה ללא זכות הצבעה אך זכותן הרכושית דומה לזו של בעלי מניות רגילות.



שליטה השולט ללא מצרים בכל הפירמידה למרות זכותו הרכושית בחברה שבבסיס הפירמידה מסתכמת באחוזים בודדים.

המסקנה הנובעת מן הדוגמה הנ"ל הינה פשוטה: אפילו נניח שהמשקיעים מן הציבור אינם רציונליים ועל כן הם מוכנים להשקיע בחברות המציעות להן חוזה לא יעיל או לא הוגן, או שקיים כשל שוק כלשהו הגורם לחברות ליצור הסדר לא יעיל (כמו הנפקת מניות בעלות כח הצבעה נחות), ניתן להצדיק חוק האוסר על הסדרים כאלה רק אם נמנעי החוק אינם יכולים להגיע להסדר דומה באופן העוקף את המגבלה. אחרת, המשמעות האמיתית היחידה של החוק הינה מתן פרנסה לעורכי דין ורואי חשבון ממולחים המתמחים ביצירת הסדרים עוקפים כאלה, וסרבול המבנה הארגוני של החברות.

למעשה, יתכן שההסדרים העוקפים אף גרועים מאלה אותם מנסה המחוקק למנוע. כך, למשל, אם סבור המחוקק שהמשקיעים מן הציבור אינם מתוחכמים דיים כדי להבין את משמעות העובדה שניתנת להם זכות הצבעה פחותה, קל וחומר שמשקיעים כאלה לא יבינו את משמעות העובדה שהם מתבקשים להשקיע בחברה הנמצאת בתחתית הפירמידה המתוארת בדוגמה לעיל. בהסדר הראשון, בו ניתנת להם זכות הצבעה פחותה, עיון במבנה ההון של החברה בה הם משקיעים יגלה להם מיד שבעל השליטה בחברה מחזיק אחוז קטן מן הזכות הרכושית בחברה. בהסדר השני, לעומת זאת, עיון במבנה ההון של החברה בה הם משקיעים רק ישלה אותם: בעל השליטה דה יורה הינו חברת האם וכח ההצבעה שלה זהה לחלוטין לזכותה הרכושית. רק מי שמכיר את מבנה ההון של כל החברות בפירמידה יכול לעמוד על הפער בין כח השליטה דה פקטו של העומד בראש הפירמידה לבין זכותו הרכושית בחברה שבבסיס הפירמידה.<sup>21</sup>

ברור שהמחוקק יכול להקשות גם על הקמתן של

היווצרות של שוק שליטה בדיוק כמו הנפקה של מניות בעלות זכויות הצבעה נחותות. נדגים:

ההון המונפק של חברת ענת בע"מ הינו 100 מניות בנות 1 ש"ח ע"י כל אחת. תמרה, בעלת השליטה בחברה מחזיקה 70 מניות ושאר המניות מפוזרות בידי הציבור. החברה מעוניינת לגייס הון מן הציבור על ידי הנפקה של 50 ש"ח ערך נקוב של מניות - היינו, שליש מן הזכות הרכושית בחברה, וזאת מבלי שתמרה תאבד את שליטתה. בפני החברה ניצבות כמה אפשרויות, מתוכן אעמוד על שתיים:

האחת - אותה ניתן היה לבצע בעבר - היא להנפיק מניות רגילות פחותות זכות הצבעה. למשל, החברה תנפיק לציבור 10 מניות בנות 5 ש"ח ערך נקוב כל אחת. במקרה כזה הזכות הרכושית של תמרה אמנם תרד ל - 7/15 אך היא תשמור על כח הצבעה גבוה מ - 50% (או, ליתר דיוק, של 7/11). החברה לעומת זאת השיגה את מטרתה והנפיקה 50 ש"ח ע"י של מניות.

כיום החברה אינה רשאית להנפיק מניות כאלה ועל כן החברה תנקוט בטקטיקה השניה: היא תקים חברה בת - נגה בע"מ - בה יוקצו לענת בע"מ 100 מניות 1 ש"ח ע"י, אשר כנגדן תעביר ענת לנגה את כל נכסיה. בשלב הבא תצא נגה בהנפקה לציבור של 50 מניות בנות 1 ש"ח ערך נקוב כל אחת.

התוצאה המעשית של שתי הטקטיקות הינה זהה: בשני המקרים מנפיקה ענת לציבור שליש מן הזכות הרכושית בה, כאשר הזכות הרכושית של תמרה יורדת ל-7/15 מבלי שתמרה תאבד את השליטה בחברה.

אם ענת ונגה יהיו מעוניינות לבצע גיוס הון נוסף, תוקם חברה נכדה ויבוצע אותו תהליך. התוצאה המתקבלת היא שרשרת אחזקות ארוכה של חברות בורסאיות, אשר כל אחת מהן מנפיקה מניות בעלות זכות הצבעה שווה, אך בראש הפירמידה עומד בעל

21 ברור שהנחת המוצא שלי היא שונה לחלוטין: איני סבור שהמשקיעים אינם רציונליים ואיני מכיר שום כשל שוק אשר עשוי להצדיק התערבות כזו בתוכן ההתקשרות. לכן גם איני סבור שיש פסול כלשהוא בפירמידות מן הסוג המתואר לעיל. טענתי היא שהמגבלות שיוצר המחוקק פשוט מסרבלות את מבנה העיסקאות בשוק ההון ומגדילות את עלותן.



נפח ההתערבות של חוק החברות המוצע בישראל - המתקבל מהכפלת עומק ההתערבות הכופה של החוק בשטח הגיאוגרפי עליו חלות הוראות החוק - הינו חסר תקדים. חוק זה עלול להכביד על חברות ישראליות המעוניינות לקחת חלק פעיל בשוק ההון העולמי. הדברים עלולים להגיע ממש לידי אבסורד ולהלן דוגמה פשוטה אחת: חוקי חברות רבים אינם כופים מינוי של דירקטור חיצוני. יחד עם זאת, בורסאות רבות בעולם מתנות את הרישום למסחר בהן במינוי כזה, ולכל אחת מן הבורסאות עשויה להיות הגדרה שונה של המונח דירקטור חיצוני. ההגיון ב"חלוקת עבודה" זו הינו ברור: היא מותירה לחברה חופש מלא לבחור באיזו בורסה לרשום את מניותיה למסחר מבלי שתיתקל בדרישות סותרות. על פי חוק החברות המוצע, לעומת זאת, חייבת החברה למנות שני דירקטורים חיצוניים.<sup>23</sup> הדירקטור החיצוני, על פי החוק המוצע, חייב להיות ניחן ברשימת תכונות ארוכה. כך, למשל, במסגרת הדיונים של תת הועדה בראשות ח"כ זנדברג<sup>24</sup>, הציע משרד המשפטים שרק תושב ישראל יוכל לשמש דח"צ. נקל לתאר מצב בו חברה ישראלית מעוניינת לרשום את מניותיה בבורסה זרה המחייבת מינויים של שני דירקטורים חיצוניים בעלי רשימת תכונות אחרת - למשל, הבורסה של הונג קונג עשויה לעמוד על כך שהדירקטור החיצוני יהא תושב סין (דרישה מאד גיונית אם מניחים שהסיבה למינוי דירקטור חיצוני היא הגנה על המשקיעים הסוחרים באותה בורסה). מכאן שהחברה הישראלית תאלץ למנות ארבעה דירקטורים חיצוניים (או שתחפש שניים בעלי תושבות כפולה). חברה כזו תאלץ גם לשאת בשורת עלויות נוספות, כמו מינוי מבקר פנימי, יו"ר דירקטוריון ועוד כהנה וכהנה עלויות אשר החברות הזרות, בהן מתחרה החברה הישראלית, לא צריכות לשאת. יתכן גם, כמובן, שחוק החברות הישראלי

פירמידות אלו, אך סביר להניח שהדמיון האנושי ימצא לנו פטנטים אשר יתגברו גם על מגבלה זו. ואם לא יימצא מנגנון "עוקף" כזה, או שהעקיפה תהא יקרה מידי, הרי שתמיד פתוחה הדרך בפני היזם לרכוש מוצר חליפי במדינה זרה - בכך אדון להלן.



החיסרון השלישי של כללים קוגנטיים הינו שחברות ישראליות עשויות להעדיף את המוצר החקיקתי הזר על פני המקומי - הן יגייסו הון בשווקים זרים וירשמו את מניותיהן למסחר בחו"ל אך ורק על מנת להתחמק מזרועות החוק הישראלי. הצעת החוק צפתה תימרון זה וניסתה להתחכם לו: הכללים המתייחסים לחברה ציבורית חלים על חברה אשר התאגדה בישראל גם אם רשמה את מניותיה למסחר אך ורק בבורסה זרה.<sup>22</sup> כלומר, למרות שהחלק ה"ציבורי" של החברה הינו בחו"ל, אין המחוקק הישראלי סומך על המשפט הזר ומנגנוני השוק הזר, ומגבה מנגנונים אלו בשכבת מגן תוצרת "כחול לבן". תחולה בינלאומית כזו מותירה בפני יזמים המעוניינים להימלט מ"עונשו" של החוק הישראלי רק את אופציית ה"ירידה" - כלומר, להתאגד בחו"ל.

לכאורה, תחולה בינלאומית זו של דיני החברות אינה ייחודית לישראל. בכל העולם מקובל שדין החברות הינו הדין של מקום ההתאגדות של החברה. כך, חברה אשר התאגדה במדינת דלוור כפופה לחוק החברות של דלוור גם אם מניותיה נסחרות בבורסה בהונג קונג בלבד. אך חוק החברות של דלוור, כמו חוקי חברות אחרים בעולם, אינו מתערב כמו החוק הישראלי והינו גמיש דיו, על מנת לאפשר לחברות להתאים את עצמן בקלות יחסית לתנאי הבורסה הזרה ותושביה.

22 חברה ציבורית מוגדרת בסעיף 1 להצעת החוק כחברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך או שהוצעו לציבור על-פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך ומוחזקים בידי הציבור. בורסה מוגדרת כבורסה לניירות ערך בארץ שקיבלה רישיון לפי סעיף 45 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח 1968 ; וכן בורסה בחוץ לארץ לרבות באופן של מסחר מעל הדלפק.

23 סעיף 266 להצעה החוק.

24 לעיל, הערה 6.

25 סעיף 394 להצעת החוק.





מאלה הקיימים בישראל, וקשה להאמין שמן ההכלאה בין המשפט הזר, מנגנון השוק הזר והמשפט הישראלי יכול לנבט מוצר המגן באופן יעיל וזול על המשקיע מן הציבור.

מכאן שגם אם המחוקק מאמין כי יש מקום לכפות על חברות בורסאיות ישראליות מערכת נורמות ייחודית ואחידה, השונה מזו של החברות הפרטיות, מן הראוי שמערכת זו תחול רק על חברות הנסחרות בבורסה בישראל. לתוצאה זו ניתן אמנם להגיע על ידי הגדרה צרה יותר של המונח "בורסה" בהצעת החוק כך שתכלול רק בורסה בישראל,<sup>30</sup> אך גם פתרון זה אינו אופטימלי: פתרון זה עדיין מקשה מאד על "רישום כפול" של חברות למסחר בתל אביב ובבורסה זרה.

הפיתרון האופטימלי בעיני הינו להפוך את מרבית ההוראות הנ"ל לדיספוזיטיביות. מובן שהבורסה עצמה, אם תמצא זאת לנכון, תהא רשאית להציב מגבלות דומות כתנאי לרישום. למרות שהבורסה בארץ היא "מונופול", היא ללא ספק נתונה ללחצים תחרותיים משמעותיים יותר מן המחוקק - כללים לא יעילים ידחפו חברות ישראליות לבורסות זרות וכך יקטנו הרווחים של הבורסה וחבריה. כמו כן הבורסה מסוגלת להגיב באופן מהיר וגמיש יותר מן המחוקק לצרכים המשתנים של השוק. מכאן שהבורסה היא "מחוקק" יעיל יותר של "דיני החברות הציבוריות".<sup>31</sup>

פתרון פחות יעיל, אך עדיף על הקיים בהצעת החוק, הינו לאמץ את המנגנון של חוק ניירות ערך ולהסמיך את הרשות לניירות ערך לפטור את החברות

יעמוד בניגוד לכללי הבורסה הזרה. כך, למשל, בורסה זרה עלולה לראות במנגנון "הסכמה תומכת", או במגבלות שמציבה הצעת החוק על איסוף מניות,<sup>25</sup> כהגבלת עבירות האסורה על פי כללי הבורסה הזרה.<sup>26</sup>

בעייה זו של כפילות דינים קיימת כבר כיום: למשל, על פי חוק ניירות ערך חייבת כל חברה אשר הציעה ניירות ערך לציבור לדווח באופן מיידי על כל משא ומתן לביצוע עסקה מהותית.<sup>27</sup> בעיקרון, כלל זה חל על כל חברה ישראלית גם אם הציעה את מניותיה לציבור בחו"ל ורשמה את מניותיה למסחר בבורסה זרה. הוראה דרקונית זו מציבה את החברה הישראלית (גם זו הרשומה למסחר בתל אביב) בנחיתות לעומת חברות מתחרות בשוק הגלובלי אשר אינן כפופות להגבלות דומות.<sup>28</sup> קל וחומר שהוראה זו מקשה על חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל שם הציפיה של השוק הינה דווקא הפוכה: חברה שתחשוף מידע כזה תחשב כחברה המנהלת את ענייניה ברשלנות.

הרשות לניירות ערך כבר עמדה על כך שאין טעם להכפיף חברות הרשומות למסחר בחו"ל לכל מערכת הדינים המקומית, והיא פטרה אותן מחלק ניכר מההוראות של חוק ניירות ערך.<sup>29</sup> הצעת חוק החברות מחזירה אותנו כמה צעדים אחורה בענין זה ומגבירה לאין שיעור את העלויות בה תאלץ לשאת חברה ישראלית המעוניינת להנות מן הטובין הפיננסיים המוצעים בכפר הגלובלי. המשקיע מן הציבור האמריקני או האנגלי אינו נהנה מהגנה פחותה מזו של המשקיע הישראלי. מערכות משפט אלה יצרו מנגנוני הגנה אחרים, אשר נסמכים על מנגנוני שוק שונים

26 למעשה, פרופסור בבצ'וק, לעיל הערה 10, טען שהסיבה לכך שחברות אמריקניות אינן מאמצות את המנגנון המוצע על ידו היא שכללי הבורסה, האוסרים על הצבת מגבלות על עבירות, מונעים אימוץ וולונטארי של מנגנון זה.

27 סעיף 36 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970.

28 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 u.s.224, 99 L.Ed.2d 194 (1988).

29 פטור זה ניתן מכח סעיף 40(ג) לחוק ניירות ערך.

30 כיום, למשל, סעיף 346 לחוק ניירות ערך המחייב חברות בהנפקת מניות שוות זכות הצבעה מתייחס רק לחברות הרשומות למסחר בבורסה בתל אביב. הצעתי היא, אם כן, שגם ההוראות בחוק החברות, אלה המחמירות עם החברה הבורסאית, יתייחסו אך ורק לחברות הרשומות למסחר בתל אביב.





ישראליות להתחרות בכפר הגלובלי, וידחוף יזמים  
ישראליים להתאגד במדינות אחרות המציעות להן  
מוצר חקיקתי יעיל יותר.

הרשומות למסחר בחו"ל מהוראות מסויימות של חוק  
החברות.

הצעתי היא להפיח בחוק מחדש את הרוח  
הליברטריאנית (יחסית) אשר איפיינה את ההצעה של  
פרופסור פרוקציה. לחילופין, כל עוד נוקט החוק  
בשיטה הכופה, רצוי לצמצם את התחולה הגאוגרפית  
של החלקים בחוק המתייחסים לחברה הציבורית.

לסיכום: חוק החברות המוצע עלול להביא לנזקים  
מכמה סוגים: הוא עלול להעמיס על חברות  
ישראליות עלויות מיותרות ולסרבל את מבנה  
ההתקשרות התאגידית. החוק יקשה על חברות

