



הכנסת

הלשכה המשפטית

תחום חקיקה
ומחקר משפטי

דירקטורים חיצוניים – סקירה משווה –

סקירה משפטית

כתיבה: עו"ד גלעד נוה ועו"ד דינה צדוק

י"ז בכסלו התשע"ד

אישור:

20 בנובמבר 2013

עו"ד הודיה קין, ממונה (חקיקה ומחקר משפטי)

מסמך זה הוא סקירה משפטית משווה ואינו חוות דעת משפטית

תמצית

מסמך זה נכתב לבקשת חה"כ נחמן שי, וענינו דרכי מינוי דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות,¹ בדגש על אופן המינוי, האפשרויות להארכת כהונה, יכולת בעלי מניות המיעוט להשפיע על המינוי ומעורבות הרגולטורים במינוי. כמו כן, במסמך יש התייחסות תמציתית לשאלת החובה לבחור דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות באמצעות מאגרי דירקטורים הפועלים מטעם המדינה או מנהלים על-ידה או על-ידי גוף מוסמך אחר, בהתאם לבקשתה של חה"כ עדי קול.

במסמך יוצגו רקע תיאורטי וכן ההסדרים בארה"ב, בגרמניה ובשבדיה, המייצגות שלוש גישות שונות לנושא.

המסמך נכתב, בין היתר, על רקע הצעת החוק הפרטית שיזם חה"כ נחמן שי – הצעת חוק החברות (תיקון – הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים), התשע"ג-2013 (פ/19/1466) (להלן – הצעת החוק), שהוגשה בכנסת התשע-עשרה. הצעה זו נועדה לקבוע מנגנון למיון ולסינון המועמדים לכהונת דירקטורים חיצוניים בחברות המחויבות למנות דירקטורים חיצוניים לפי חוק החברות. לפי ההצעה, מנגנון זה עתיד לכלול מאגר שינוהל בידי הרשות לניירות-ערך ובו רשימות של מועמדים הכשירים לשמש כדירקטורים חיצוניים אשר יסווגו לפי פרמטרים שונים.

תאגידים מבוססים על פירמידה היררכית של אורגנים, הכוללת את האסיפה הכללית, הדירקטוריון וההנהלה (פירמידה במסגרתה גורמים שונים מאצילים מסמכותם לאורגנים אחרים בתאגיד לצורך יצירת שרשרת של ניהול וסמכויות הנובעת מבעלי המניות ויורדת עד לאחרון העובדים). בישראל ובמדינות רבות אחרות, אחד האורגנים המרכזיים בפירמידה זו הוא הדירקטוריון, שחבריו מתמנים על-ידי בעלי המניות בתאגיד, שלו מסורות סמכויות קביעת המדיניות של החברה והפיקוח על ההנהלה המעשית (המנכ"ל וגורמים אחרים המנהלים באופן שוטף את החברה). בדיני התאגידים בישראל – דירקטור חיצוני (דח"צ) הוא חבר דירקטוריון שאין לו זיקה כלכלית לחברה בה הוא מכהן או לתאגיד קשור לה, ואין לו קשר מהותי להנהלה העסקית שלה או לתאגיד קשור. כך, מבחינה תיאורטית – המינוי והכהונה של דירקטור מסוג זה, המהווה **גורם עצמאי ואובייקטיבי**, נועד **לפתור חלק מבעיות הנציג וא-סמיטריות המידע** שעוללות להיווצר בתאגידים (ונובעות מהמבנה המבוזר שלהם – ראו להלן), ובמובנים רבים גם **לשמש כנציג הציבור בדירקטוריון החברה ובאורגנים האחרים שלה** (דוגמת ועדת הביקורת, לה מסורות סמכויות פיקוח על התאגיד ופעילותו השוטפת). השימוש באורגן זה אמור לשפר את ביצועיה של החברה, או לכל הפחות למנוע כשלים וטעויות בהתנהלותה השוטפת.

מן הסקירה עולות הנקודות הבאות:

- **מדינות רבות ברחבי העולם אימצו הוראות שונות בנוגע לעצמאותם של אורגנים האחראים על פעולות הפיקוח (ולעיתים גם הניהול) בתאגידים מסחריים, ובפרט בתאגידים נסחרים.** הוראות אלה מתבטאות בסוגים שונים של מודלים משפטיים, המייצגים איזונים מבניים כלכליים ואחרים ביחס לאורגנים הפועלים בתאגיד וביחס לתכליותיהם של אורגנים אלה.
- בחלק ניכר ממדינות העולם (וגם בישראל בשנים האחרונות) **אחד הדגשים המרכזיים ביחס לתאגיד נסחר מושם על היות חלק מהדירקטורים המכהנים בהנהלתו "עצמאיים"**. קריטריון העצמאות מתייחס, בדרך-כלל, להיותם של הדירקטורים **חופשיים מהשפעה חיצונית כלשהי**

¹ לפי סעיף 1 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 חברה ציבורית הינה "חברה שמניותיה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, ומוחזקת בידי הציבור".



אשר עשויה לפגוע בשיקול דעתם בעת ביצוע פעילותם השוטפת (קריטריון העצמאות מעוגן בסוגים שונים של הוראות – החל מאופן המינורי, זהות הגורם הממנה, תנאי כשירות, שקיפות בהליכי המינורי ופעילות הדירקטורים). הסדרה מסוג זה יכולה להיות מבוססת על כללים האוסרים באופן מוחלט כהונה של מי שהוא בעל קשרים עדכניים או קודמים, כלכליים או אחרים, עם התאגיד או עם גופים הקשורים בתאגיד. זאת, במטרה למנוע מצבים של תלות בין הדירקטור וגורמים בתאגיד. דוגמה נוספת של איסורים מסוג זה (שנועדה לתכלית מעט אחרת, אך עדיין קשורה למטרת העל של שמירת עצמאות הדירקטור), היא הדוגמה הקבועה בכל אותן **ההוראות האוסרות על דירקטור להיות עובד בכיר של החברה באורגנים אחרים שאינם הדירקטוריון (non-employee, או non-executive).**

במקביל, בחלק מהמדינות נקבעו הסדרים שהובילו להסדרה "רכה" יותר. הסדרה זו אינה אוסרת בהכרח על קשרים קודמים עם התאגיד, אלא מבוססת על שקיפות וגילוי של קשרים אלה. הסדרה מסוג זה באה לידי ביטוי, בדרך כלל, במסגרת **מבחני "חוסר עניין" של הדירקטור (disinterested)**. מבחנים אלה מבוססים על תפיסה שמאפשרת אישור עסקאות וחוזים שבהם יש לדירקטור (או לנושא משרה בכיר אחר) אינטרס, וזאת **כל עוד האישור נעשה על בסיס מידע מלא** (כלומר, יתר הגורמים המאשרים יודעים ומודעים לקיומו של האינטרס) **ובתום לב**.

• בארה"ב הדין מבוסס על הסדרה בשלוש רמות שונות, היוצרות מכלול רחב של הסדרים החלים על חברות נסחרות –

○ ברמת דיני התאגידים המדינתיים (דינים שאינם עוסקים בחברות נסחרות, אלא בהוראות כלליות ביחס לתאגידים), חלק מהמדינות אימצו לעצמן **הוראות כלליות שמתמקדות במבחני "חוסר עניין" של הדירקטור**. כך, בדלוור ובקליפורניה נקבעו הוראות המאפשרות מינוי של דירקטורים בהצבעת רוב של איסיפת בעלי המניות (ללא דרישות מיוחדות מהמועמדים), אך הוטלו מגבלות על אישור עסקאות או חוזים על-ידי דירקטורים שיש להם אינטרס בעסקאות וחוזים אלה.

○ ברמת הדין הפדראלי (העוסק, בין היתר, בניירות-ערך ובמשל תאגיד) יש **התמקדות בדרישות שונות של שקיפות שנועדו לעגן את יכולתם של הגורמים הקשורים לתאגיד לדעת מי הגורמים המכהנים בהנהלתו, ואילו קשרים (נוכחיים או קודמים), אם בכלל, יש לגורמים אלה עם התאגיד**. כמו כן, במובנים רבים הוראות אלה **עיגנו בדין הפדראלי את הדרישות שנקבעו בכללי הבורסות המרכזיות בארה"ב ביחס לתאגידים נסחרים** (שהוקנתה להן הסמכות להסדיר את פעילותן השוטפת ואת מבנה הגופים הנסחרים בהן). סוג נוסף של הוראות הקבועות בדין הפדראלי נוגעות לעיגון קריטריון העצמאות של דירקטורים הפועלים בחברות מסוגים ספציפיים (השקעות, מיידרוג וכדומה), וכן **חיזוק עצמאות ועדות הביקורת בתאגידים**.

○ ברמת כללי הבורסות המרכזיות בארה"ב - הנאסדק ובורסת ניו-יורק, העוסקות בתאגידים נסחרים, נקבעו הוראות המחייבות כי יהיה רוב של דירקטורים עצמאיים **בדירקטוריון של תאגידים נסחרים**. הוראות אלה אוסרות על קשרי משפחה או קשרים אחרים (קודמים או נוכחיים) בין דירקטור או מועמד לכהונה כדירקטור בתאגיד נסחר לבין התאגיד או גורמים אחרים הקשורים לו. בדרך-כלל איסורים אלה הוגבלו למשך תקופה מסויימת (5 שנים שקדמו להגשת המועמדות או לכהונה של הדירקטור), ואף קבעו חובת ניסיון או כישורים מתאימים לכהונה כדירקטור בגוף נסחר (דוגמת דרישת



ניסיון קודם בתחום הפיננסיים או הכלכלה). **יחד עם זאת, לא נקבעו הוראות המחייבות כי דירקטורים אלה ייבחרו בדרך ספציפית.**

• בגרמניה, **המבנה התאגידי השונה מביא לכך שחלק ניכר מהסוגיות העולות במדינות אחרות ביחס לעצמאות הדירקטורים לא יהיו רלוונטיות.** הדין הגרמני אימץ מודל של פיצול העוצמה הניהולית ושיתוף עובדים בהנהלת החברה – כך, בדין הגרמני תאגידי נסחרים חייבים לפעול במסגרת של שתי מועצות – מועצה מפקחת (Aufsichtsrat) ומועצה מנהלת (Vorstand). המועצה המפקחת משמשת כנציגות של בעלי המניות ושל עובדי החברה ועיקר תפקידה בייצוג התאגידי מול המועצה המנהלת ובפיקוח על פעילותה של המועצה המנהלת. **חלק מהנציגים במועצה המפקחת מתמנים בידי העובדים בחברה** (לפי מפתח הקבוע בחקיקה ייחודית), **ואילו יתר הנציגים מתמנים בידי בעלי המניות בהצבעת רוב** (או לחילופין במסגרת של זכויות מינוי המעוגנות בסוגים ספציפיים של מניות). לכאורה הרכב זה, הלוקח בחשבון גם אינטרסים נוספים על אלה של בעלי המניות, מביא לכך שחלק מהתכליות שלשמן נדרשים דירקטורים חיצוניים במדינות אחרות אינו רלוונטי בגרמניה. עם זאת, **המועצה המנהלת מתמנה בידי המועצה המפקחת (בהצבעת רוב)**, והיא אחראית על הניהול השוטף של התאגידי. כך, **"קריטריון העצמאות" בדין הגרמני מתבטא, בין היתר, באיסור על כהונה של אדם בשתי המועצות בעת ובעונה אחת, ובכך שיש סוג של הפרדה בין בעלי המניות והמועצה המנהלת לאור הרכב המועצה המפקחת הממנה אותה.**

• בשבדיה חברות נסחרות כפופות לחוק החברות ולקוד הממשל התאגידי. בקוד – המחייב את החברות בשיטה של "אמץ או גלה"² – נקבעו הוראות בדבר עצמאותם של רוב חברי הדירקטוריון. לפי הקוד, בכל חברה תהיה **ועדת מינויים שתפקידה להציע לאסיפה הכללית מועמדים לכהונה כדירקטורים.** רוב חברי ועדת המינויים יהיו בלתי-תלויים בחברה ובהנהלתה ולפחות חבר אחד בה יהיה בלתי-תלוי בבעל המניות הגדול ביותר. **הצעות ועדת המינויים למינוי חברי דירקטוריון יכללו הכרעה באשר לשאלה האם המועמד בלתי-תלוי בחברה ובהנהלתה.** באשר להרכב הדירקטוריון, הקוד קובע כי **בדירקטוריון לא יכהן יותר מנציג אחד מהנהלת החברה או מחברות בנות שלה, וכי רוב חברי הדירקטוריון יהיו בלתי-תלויים בחברה ובהנהלתה** (ושניים מהם אף יהיו בלתי תלויים בבעלי המניות העיקריים בה). עצמאות המועמדים לכהונה נבחנת גם בהקשר של חברות בעלות זיקה קרובה לחברה.

• יוער כי לא נמצאה (במסגרת הסקירה המשווה של מדינות אלה ואחרות) הסדרה בה חלה חובה לעשות שימוש במאגרים של דירקטורים חיצוניים, המנוהלים בידי המדינה או בידי גופים אחרים. יחד עם זאת, נמצאו מאגרים מסוג זה הפועלים באופן וולונטארי ואשר מציגים רשימות של מועמדים אפשריים לכהונה כדירקטורים באותה הצורה והאופן המוצעים בהצעת החוק שזים חה"כ נחמן שי.

² "אמץ או גלה" היא שיטה מתחום הממשל התאגידי במסגרתה נקבעים כללים מומלצים בקודי ממשל תאגידי; חברות אינן מחוייבות לאמץ כללים אלה, אולם אם חברה בוחרת שלא לאמץ כלל ספציפי, עליה לציין בהחלטות עובדה זו ולהסביר את ההסדר החלופי שבחרה ואת הסיבות לכך שבחרה בו.



1. מבוא

דיני החברות המודרניים מבוססים על רבדים של הסדרים (קוגנטיים ודיספוזיטיביים), העוסקים במבנה התאגיד ובתפקוד רכיביו השונים ונושאי המשרה שבו, כחלק מתפיסה כוללת של "ממשל תאגידי". "ממשל תאגידי" (או "משילות ארגונית") הוא מונח המתייחס לעקרונות ולכללים המגדירים כיצד ראוי שארגון יתנהל בהיבטים שונים של פיקוח ובקרה. במובנו הצר של המונח הוא מתייחס לאופן השליטה על הארגון ולמנגנוני האחריות (accountability) של העומדים בראשו. בצורה רחבה יותר, הסדרי הממשל התאגידי בישות עסקית דומים לאלו הקיימים בישות פוליטית-מדינית (כגון מדינה), והם מבטאים כמכלול רחב היקף של החקיקה הסטטוטורית, התקינה הפנימית וקודי ההתנהגות שחלים על הארגון או שהארגון אימץ לעצמו.³

בהקשר זה יוער, כי תיאוריות בדבר מהות הממשל התאגידי נבדלות בנקודת המוצא שלהן, ולעיתים קרובות גם במוקד התייחסותן לתפקידי הממשל התאגידי - חלקן עוסקות בממשל התאגידי כפתרון ל"בעיית הנציג" בחברות (ראו להלן); חלקן עוסקות בממשל כחלק ממערכות הפיקוח והרגולציה על השוק; אחרות מתמקדות בסטנדרטיזציה שטמונה בממשל התאגידי כחלק מתהליכים הנלווים לצמיחת תאגידי הענק או לגלובליזציה; ואילו גישות אחרות מתמקדות בממשל התאגידי כמבטא אינטרס של הציבור בשמירת יעילות ואמינות שוק ההון ועוד. עם זאת, בכל התיאוריות מבנה התאגיד והיחסים בין האופרטורים הבכירים שלו בהנהלה ובקרב גורמי הפיקוח על החברה, מהווים חלק אינטגרלי ממנגנונים אלה.⁴

בעבר דיני החברות התבססו על מודל המתייחס לשני אורגנים מרכזיים המרכיבים את התאגיד – האסיפה הכללית והדירקטוריון. כיום, בישראל ובמדינות מערביות אחרות בעלות מסורת אנגלו-אמריקאית, חברות מבוססות על מודל הפירמידה ההיררכית – פירמידה היררכית המורכבת מאורגנים שונים של התאגיד. לפי מודל זה האורגנים המרכזיים של התאגיד כוללים את האסיפה הכללית, הדירקטוריון וההנהלה המעשית שבראשה המנהל הכללי של החברה (המנכ"ל).⁵

האסיפה הכללית - היא האורגן המייצג את כלל בעלי המניות של החברה ובפועל משמש כמייצג של המשקיעים בסוגיות שונות הנוגעות להשקעתם בחברה (שינוי התקנון, מינוי רואה חשבון מבקר, מינוי הדירקטוריון ובתוך כך מינוי דירקטורים חיצוניים, פיטורי דירקטורים, אישור פעולות ועסקאות הטעונות אישור של האסיפה הכללית ועוד).⁶ החלטות האסיפה מתקבלות ברוב רגיל או מיוחד, וחלה

³ להרחבה ראו אירית חביב-סגל, דיני חברות (תל-אביב, 2007) (להלן – חביב-סגל). הדרה בר-מור, דיני תאגידים (הוצאת האוניברסיטה הפתוחה, 2009). דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (corporate governance) בישראל, 12 בדצמבר 2006, פורסם באתר הרשות לניירות ערך (הידועה גם בשם "ועדת גושן"). מנגנוני ממשל תאגידי בשותפויות – סקירה משווה, כתב: עו"ד גלעד נוה, 22 במאי 2011 עמודים 5-7.

⁴ חביב-סגל, ראו גם:

A Schleifer & R.W. Vishny, "A Survey of corporate Governance", (1997) J. Fin. 52, 737. F.A. Gevurtz, "Corporate Law" (St. Paul, Minn.:2000), 179. William W. Bratton, "Lessons From Enron: How did Corporate and Securities Law Fail? Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents", 48 Vill. L. Rev. 1023 (2003).

⁵ ראו סעיף 46 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות).

⁶ סעיף 57 לחוק החברות, חביב-סגל, עמודים 42-43.



חובה לערוך לפחות אסיפה אחת של בעלי המניות מדי שנה (אסיפה שנתית). בחוק החברות קבועות הוראות בדבר כינוס האסיפות ודרכי התנהלותן.⁷

הדירקטוריון - הוא האורגן האחראי על ניהול החברה וקביעת מדיניותה. הדירקטוריון מתמנה על-ידי האסיפה הכללית, והוא מקבל את החלטותיו על בסיס החלטות רוב. יושב ראש הדירקטוריון נבחר על-ידי הדירקטוריון, והוא עומד בראשו ומקנות לו סמכויות מיוחדות לפי החוק (והתקנון המצוי).⁸ בעוד שבעבר התפיסה הבסיסית בדיני תאגידים הייתה כי הדירקטוריון הוא הגוף המרכזי המנהל את ענייני החברה, הרי שכיום, ולאור התיקונים שנקבעו בחוק החברות החדש, **הדירקטוריון משמש כגוף המפקח על ניהול החברה ומתווה את מדיניותה**.⁹

ההנהלה המעשית – ההנהלה המעשית היא האורגן המנהל בפועל את ענייני החברה באופן שוטף, והיא מתמנה על-ידי בעלי המניות. ההנהלה אינה פועלת כחלק מהמסגרות הקבוצתיות שתוארו לעיל (האסיפה הכללית והדירקטוריון), אלא כוללת את המנהלים השונים של החברה המוסמכים לפעול, כל אחד בתחומו, בשם החברה (דוגמת, מנהל הכספים, מנהל כוח אדם וכדומה). בראש ההנהלה המעשית עומד מנכ"ל החברה (לו מסורות סמכויות ניהוליות ואחרות רבות). בין הגופים האחרים המרכיבים את ההנהלה המעשית של החברה ניתן לציין גם את ועדות הדירקטורים, שהדירקטוריון רשאי להקימן ולהאציל להן סמכויות מסמכויותיו, או לחילופין לקבוע אותן כוועדות שתפקידן לייעץ לדירקטוריון. הרכב הוועדות משתנה בהתאם לסמכויותיהן (בוועדות מייעצות יכולים לשבת מי שאינם חברי דירקטוריון, בעוד שבוועדות שהואצלו להן סמכויות חייבים לכהן רק חברי הדירקטוריון). יחד עם זאת, הדירקטוריון אינו רשאי להאציל סמכויות ספציפיות המפורטות בסעיף 112 לחוק החברות (סמכויות המהוות את ליבת הפעילות של הדירקטוריון – קביעת המדיניות הכללית של החברה, הרכב הדירקטוריון וכדומה).¹⁰

מעבר לשלושת האורגנים המרכזיים המהווים את הנדבך המרכזי של פירמידת ההיררכיה ניצבים כמובן גם עובדי החברה. כך, פירמידת ההיררכיה הקבועה בחוק החברות יוצרת הפרדה בין הבעלות והשליטה

⁷ ראו חוק החברות סעיפים 1, 46 ו-60. **חביב-סגל 37-38**.

⁸ ראו תקנה 71 לתקנון המצוי. **חביב-סגל 38-39**.

⁹ **חביב-סגל**, עמודים 38-39 וכן פרקים ז ו-ח. כמו כן, ראו סעיף 92 לחוק החברות: "א) הדירקטוריון יתווה את מדיניות החברה ויפקח על ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו, ובכלל זה – (1) יקבע את תכניות הפעולה של החברה, עקרונות למימון וסדרי עדיפויות ביניהן; (2) יבדוק את מצבה הכספי של החברה, ויקבע את מסגרת האשראי שהחברה רשאית לייטול; (3) יקבע את המבנה הארגוני ואת מדיניות השכר והתגמול; (4) רשאי להחליט על הנפקה של סדרת איגרות חוב; (5) אחראי לעריכת הדוחות הכספיים ולאישורם, כאמור בסעיף 171; (6) ידווח לאסיפה השנתית על מצב ענייני החברה ועל התוצאות העסקיות כאמור בסעיף 173; (7) ימנה ויפטר את המנהל הכללי כאמור בסעיף 250; (8) יחליט בפעולות ובעסקאות הטעונות אישורו לפי התקנון או לפי הוראות סעיפים 255 ו-268 עד 275; (9) רשאי להקצות מניות וניירות ערך המירים למניות עד גבול הון המניות הרשום של החברה, לפי הוראות סעיף 288; (10) רשאי להחליט על חלוקה כאמור בסעיפים 307 ו-308; (11) יחווה דעתו על הצעת רכש מיוחדת כאמור בסעיף 329; (12) בחברה ציבורית ובחברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב – יקבע את המספר המזערי הנדרש של דירקטורים בדירקטוריון, שעליהם להיות בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, כמשמעותה לפי סעיף 240 (בחוק זה – דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית); הדירקטוריון יקבע את המספר המזערי כאמור בהתחשב, בין השאר, בסוג החברה, גודלה, היקף פעילות החברה ומורכבות פעילותה, ובכפוף למספר הדירקטורים שנקבע בתקנון לפי סעיף 219. (ב) סמכויות הדירקטוריון לפי סעיף זה אינן ניתנות לאצילה למנהל הכללי למעט כמפורט בסעיף 288(ב)(2)".

¹⁰ ראו סעיפים 110-113 לחוק החברות.



בחברה,¹¹ וקובעת מדרג באמצעותו החברה מנוהלת בידי אורגנים שונים המאצילים מסמכויותיהם לטובת הניהול השוטף של החברה והכוונת פעילותה ומדיניותה.¹²

1.1. בעיית הנציג, פיקוח על פעילות החברה ומידע א-סימטרי

כפי שניתן לראות מהתיאור לעיל, גם בתפיסה המודרנית של היררכית התאגיד יש משקל רב ואחריות גדולה לדירקטוריון, לפעולותיו ולהרכבו.¹³ יחד עם זאת, מאחר וחברה (וסוגים אחרים של תאגידים) בנויה באופן המחייב האצלת סמכויות בין האופרטורים השונים הפועלים בה והפרדה בין הבעלות והשליטה, הרי שעשויות להיווצר בעיות שונות הנובעות מחלוקת האחריות בין האופרטורים האמורים וממצבים של העדר דיווח וא-סימטריות המידע.

"בעיית הנציג" (agency problem) עוסקת בחשש מקבלת החלטות בחברה שלא מקדמות את עניינם של המשקיעים בחברה בצורה היעילה ביותר. זאת, בשל העובדה שמקבלי ההחלטות אינם נושאים באחריות אישית למלוא התוצאות של החלטותיהם, אלא המשקיעים. כלומר, בפועל המדובר בחשש מפני מצב בו תוצאות ההחלטות של נציג כלשהו, המנהל את ענייניו של גורם אחר (דוגמת שולח), משפיעות על אותו גורם (על השולח) מבלי שהנציג כבול באחריות אישית ומבלי שניתנת בטוחה לכך שהנציג יפעל בדרך הטובה ביותר עבורו. ההפרדה בין הבעלות והשליטה בחברות מביאה לכך שיווצרו הזדמנויות רבות יותר לפעולות שליליות בשל מוטת הפיקוח המוגבלת שיש לחלק מהאורגנים של החברה ובשל א-סימטריות המידע בינם ובין חלק מהאופרטורים והאורגנים האחרים.¹⁴ בעיה זו אף מתחדדת במקרים של חברות ציבוריות המאגדות בעלי מניות רבים, שחלקם הדיוטות ואינם בהכרח מודעים לכל זכויותיהם או לסמכויותיהם כבעלי מניות בחברה, ואף אינם מסוגלים להתאגד יחדיו (מה שמכונה לעיתים - "גברת כהן מחדרה" כמייצגת של המשקיע הפשוט ובמובנים רבים בעיה המאפיינת את החזקות המיעוט בחברות).¹⁵

כך, מנגנונים רבים הקבועים כיום בישראל בחוק החברות נועדו לטפל בבעיות הנציג השונות שיכולות להתעורר (הן מנגנונים שנועדו לטפל בבעיות המתעוררות בחברות פרטיות וציבוריות גם יחד והן

¹¹ הפרדה החיונית לצורך החיבור של פרטים שונים המרכזים את משאביהם תחת קורת גג של יישות משפטית ונהנים כתוצאה מכך מהיתרונות של גודל (היות החברה מאגדת קבוצה גדולה דיה ובכך יכולה לרכז את משאביהם של חברי הקבוצה בצורה מיטבית). להרחבה ראו פרק ג' חביב-סגל.

¹² בהקשר זה יוער כי המונח "נושא משרה" המוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כולל בתוכו גם את הגורמים הבאים: דירקטורים, המנכ"ל, מנהלים שונים וכל ממלא תפקיד בחברה גם אם תוארו שונה.

¹³ ראו סעיף 92 לחוק החברות, שצוטט בהרחבה לעיל.

¹⁴ "מידע א-סימטרי" הוא מונח מעולם הכלכלה הבא לתאר מצב בו לא לכל הצדדים יש מידע מלא בנוגע לעסקה או פעולה (ההבדל במידע יכול להיות באיכותו או בכמותו). בהקשר של דיני חברות א-סימטריה במידע בקרב הנהלת התאגיד או בעלי המניות שלו יכולה להביא למצבים של כשל שוק או פתח לשחיתות, סיכון מוסרי וכדומה. להרחבה על השפעת מידע א-סימטרי על פעילות החברה וקבלת ההחלטות בה, ראו: מיכאל גורקוב, "התפתחות חברות קטנות לאחר הנפקת מניות לציבור - המקרה הישראלי", מכון מילקן - מחקר מס' 67, אוקטובר 2012. וכן:

Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics 13(2) (1984), pp 187-221. Sudha Krishnaswami and Venkat Subramaniam, "Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision", Journal of Financial Economics 53 (1999) 73:112. Jie Cai, Yiming Qian and Yixin Liu, "Information Asymmetry and Corporate Governance", Drexel College of Business Research Paper No. 2008-02 (June 30, 2009).

¹⁵ חביב-סגל, עמודים 283-291, וכן עמודים 301-304.



מנגנונים שנועדו לטפל ספציפית בבעיות שעשויות להיווצר בחברות ציבוריות),¹⁶ וביניהם: סמכויות המינורי והפיטורין של האסיפה הכללית ביחס לדירקטוריון (עם זאת, סמכות זו יכולה לאפשר לבעל רוב באסיפה להפעיל את עוצמתו היתרה ובכך לפגוע במיעוט בחברה),¹⁷ חובות אמון של הדירקטורים ונושאי המשרה בחברה¹⁸ ועוד.¹⁹ כמו כן, ולצורך הטיפול בבעיות אחרות הנובעות מא-סימטריה במידע בין המשקיעים (וביחוד המשקיעים הפשוטים, הנכללים במיעוט) והנהלת החברה (המתמנה בידי בעלי שליטה), גובשו לאורך השנים רפורמות שעוגנו בדיני התאגידים על-ידי ועדות ציבוריות ומקצועיות שדנו בהיבטים שונים של הסדרת פעילותם של תאגידים, ובתוך כך גם בהגנה על משקיעים ובדרישות הפיקוח, הבקרה והחבות.²⁰

1.2. דירקטורים חיצוניים

מבלי לעסוק בכל הבעיות המתעוררות ממבנה החברה והדירקטוריון, כמו גם בהרכב הדירקטוריון ובפעולותיו השוטפות (או בדרכי הטיפול בקשיים ובכשלים אלה), יצוין כי אחת הדרכים לטיפול באותן הבעיות המתעוררות בחברות ציבוריות היא שימוש בדירקטורים חיצוניים ובוועדת ביקורת (בה מכהנים דירקטורים אלה).²¹

כפי שיפורט להלן, בדיני התאגידים בישראל - דירקטור חיצוני (דח"צ) הוא חבר דירקטוריון שאין לו זיקה כלכלית לחברה בה הוא מכהן או לתאגיד קשור לה, ואין לו קשר מהותי להנהלה העסקית שלה או של תאגיד קשור לה. הלכה למעשה, המינורי והכהונה של דירקטור מסוג זה, המהווה גורם עצמאי ואובייקטיבי, נועדו לפתור חלק מבעיות הנציג וא-סימטריות המידע שעלולות להיווצר בדירקטוריון,²² ולשמש בפועל כנציג הציבור בדירקטוריון החברה ובאורגנים אחרים שלה.²³ יתרה מכך, כהונה של גורם אובייקטיבי, שאינו תלוי בבעלי מניות השליטה, נועד גם להגן על בעלי מניות המיעוט, כמו גם על בעלי

¹⁶ יוער, כי לא כל הבעיות הנוצרות בפעילות של חברות ציבוריות נוצרות גם בחברות פרטיות, כמו גם כי לעיתים בעיות המשותפות לשני הסוגים של החברות (ציבוריות ופרטיות) מתבטאים בצורה חריפה יותר בחברה ציבורית (חברה נסחרת) מאשר בחברה פרטית, ועל כן מחייבים שימוש במנגנונים אחרים לצורך הטיפול בהן.

¹⁷ לדיון בסוגיה של עוצמת הרוב מול ההגנה על מיעוט בחברה, ראו: ה"פ 2113/94 צנה בע"מ וזאב מוזס נ' פולן בע"מ, ארנון מוזס ואח', דינים מחוזי כו(10) 347. חביב-סגל, עמודים 298-299. וכן:

Allen v. Park National Bank and Trust of Chicago, 1998 U.S. Dist. Lexis 8361.

¹⁸ פרק י', חביב-סגל.

¹⁹ פרקים ז' ו-ח', חביב-סגל.

²⁰ ראו לעניין זה את המקורות הבאים: דוח הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם, 1 ביוני 1963 (הידועה גם בשם "ועדת דיין"). דוח הוועדה לקביעת כללי דיווח בדבר חשיפה לסיכונים פיננסיים ודרכי ניהולם, אוגוסט 1999 (הידועה גם בשם "ועדת גלאי הראשונה"). דוח הוועדה השנייה לקביעת כללי הדיווח בדבר החשיפה לסיכונים פיננסיים ודרכי ניהולם, ינואר 2006 (הידועה גם בשם "ועדת גלאי השנייה"). דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו, מרץ 2001 (הידועה גם בשם "ועדת ברנע"). דוח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל, 12 בדצמבר 2006 (הידועה גם בשם "ועדת גושן"). הדרה בר-מור, דיני תאגידים (הוצאת האוניברסיטה הפתוחה, 2009). עו"ד מרים אילני - הממונה על חקיקה כלכלית במשרד המשפטים, הוראות מומלצות בחוק החברות, לשיפור הממשל התאגידי, פברואר 2007. יוער, כפי שגם צוין לעיל, כי בחלק מהמקרים ועדות אלה עסקו בסוגיות רחבות-כלליות הנוגעות לסוגים שונים של תאגידים (חברות פרטיות וציבוריות), ואילו בחלקן נועדו לטפל בבעיות ספציפיות המתעוררות בחברות ציבוריות (חברות נסחרות).

²¹ חביב-סגל, עמודים 328-348. כמו כן ראו מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידים וניירות ערך (הוצאת הלכות בע"מ, 2006), עמודים 116-118 (להלן - וסרמן וימין).

²² זאת, בין היתר, בשל עצם נוכחותו בדיוני הדירקטוריון ויכולתו להשפיע על ההצבעות בו, כמו גם היותו חלק ממערכי הביקורת של החברה (ראו להלן).

²³ יפים לעניין זה דברי השופטת ברכה אופיר-תום בת"פ (ת"א) 1168/94 מדינת ישראל נ' תכן הנפקות (1987) בע"מ, תשנ"ד(4), 424, 434 (1995): "על פני הדברים, נראה שהדירקטור מקרב הציבור, כשמו, אמור לשמש כשלוחו של הציבור וכנציגם של החוק והסדר בחברה. תפקידו מחייבו בין היתר, לפקח, מתוך דירקטוריון החברה, על פעילותה התקינה ועל צייתה להוראות הקוגנטיות שבחוק. כך, תוך השתלבותו במסגרת מנגנוני הפיקוח האחרים בחברה, בהם מנגנון הפיקוח המבני והשיפוטי."



אינטרס אחרים בחברה (דוגמת נושים ועובדים).²⁴ כך, מאחר ודירקטור מסוג זה יכול לכאורה לשקול שיקולים נוספים באופן עצמאי ואובייקטיבי ובמנותק מהשפעת בעלי מניות השליטה (שהם כאמור, הגורם המרכזי באסיפה שיכול להשפיע על מינוי וכהונת יתר הדירקטורים), הרי שתפקודו עשוי למתן את עוצמת בעלי השליטה ויכולתם לתמרן את החברה לטובתם האישית. לאור זאת, מוקד מרכזי בהסדרת פעילותם של דח"צים וכהונתם (בישראל ובמדינות אחרות) נתון לשמירה על עצמאותם ועל האובייקטיביות שלהם בפעילותם. זאת, בכדי שיוכלו למלא אחר תכליתם החקיקתית כגורמים מקצועיים מאזנים בדירקטוריון ובמערך הכוחות המבוזר בתוך החברה (ראו הרחבה בחלק העוסק במצב המשפטי בישראל כיום).²⁵

מעבר לכך, במחקרים אמפיריים שנערכו בשנים האחרונות נמצאו יתרונות רבים לכהונת דירקטורים חיצוניים, וביניהם:²⁶

- כהונת גורם בעל מומחיות מקצועית רלוונטית, המנותק מהעשייה היומיומית של החברה, מביאה לראייה כוללת ומיטבית בסוגיות העומדות על הפרק בפני ההנהלה.
- עצם הכהונה של אדם שאינו קשור במישור לגורמים השונים בחברה עשויה להביא לגיבוש עמדות אובייקטיביות כאשר יש חילוקי דעות בין קבוצות שונות בחברה או בדירקטוריון, ובכך לאזן בין האינטרסים השונים של בעלי המניות, הנושים, העובדים בחברה, לקוחות החברה, הציבור בכללותו ועוד.

²⁴ ג. גרוס, דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי, פרק ז (מהדורה שניה, 2100). ראו גם הי"פ (ת"א) 771/92 בן יהודה נ' אינטר פארם מעבדות בע"מ, פ"מ תשנ"ג(3) 468, 460 (1993).

²⁵ חביב-סגל, עמודים 328-348. כמו כן, ראו:

Commission Recommendation of 15 February 2005 On the role of Non-Executive or Supervisory Directors of Listed Companies and on the Committees of the (supervisory) board (2005/162/EC).

²⁶ ג. גרוס, הדירקטור החיצוני בעידן של ממשל תאגידי חדש, דו"ח מחקר מס' 10/2012. וכן ראו:

Tracy Long, Victor Dulewicz and Keith Gay, "The Role of the Non-executive Director: findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards", Corporate Governance 13:5 (2005).

יחד עם זאת, יש מי שחולקים על תפיסה זו וטוענים כי מבחינה כמותית אין הוכחה לקשר או להתאמה (קורלציה) בין הרכב הדירקטוריון והצלחת החברה או מניעת כשלונות. יש המציגים דוגמאות לכך שאין בטוחה, גם באותם המקרים בהם דירקטוריון או ועדות ביקורת בחברות הורכבו מרוב מוחלט של דירקטורים עצמאיים או חיצוניים, כי לא ייגרמו כשלונות מהותיים לחברה או כי ניתן יהיה לאתר בעיות וכשלים בחברה מבעוד מועד, ראו לדוגמה:

Laura Lin, The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence, 90 NW U. L. REV. 898, 925 (1996). E. Norman Veasey, The Defining Tension in Corporate Governance in America, 52 BUS. LAW. 393, 402 (1997). Dan R. Dalton et al., Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance, 19 STRATEGIC MGMT J. 269 (1998). Sanjai Bhagat & Bernard Black, The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 BUS. LAW. 921, 921 (1999). Larry E. Ribstein, Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, 28 J. CORP. L. 1, 27 (2002). Paul M. Healy & Krishna G. Palepu, Governance and Intermediation Problems in Capital Markets: Evidence from the Fall of Enron, 17 Journal of Economic Perspectives 3-26 (2003). Jill E. Fisch, The New Federal Regulation of Corporate Governance, 28 HARV. J.L. & PUB. POL'Y 39, 41 (2004).

מעבר לכך, יש הסוברים כי השימוש במנגונים אלה לא רק שאינו מסייע לחברות, אלא אף גורם להן לקשיים ולכשלים קשים הפוגעים בסופו של יום בפעילותן השוטפת, באיכות הניהול שלהן ובביצועיהן, ראו לדוגמה:

Catherine M. Daily & Dan R. Dalton, Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications, 17 ENTREPRENEURSHIP: THEORY AND PRACTICE 65, 75 (Spring 1993).. Agrawal & Charles R. Knoeber, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, 31 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 377, 394 (1996). Sanjai Bhagat & Bernard Black, The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance, 27 J. CORP. L. 231, 265 (2002).



- כהונה של דירקטורים חיצוניים בעלי **כישורים רלוונטיים** – בין אם בעלי מומחיות כללית (כמו משפטנים, רואי-חשבון וכדומה) או מומחיות ספציפית לתחומי העיסוק של חברה (אנשי אקדמיה העוסקים בתחומי הפעילות של החברה) ובין אם בעלי קשרים שיכולים לסייע לחברה (דוגמת גופים ממשלתיים, גורמי מימון ועוד), יכולה לסייע רבות לחברה בפעילותה השוטפת.
- הוספתו של גורם לא תלוי לדירקטוריון הופכת את אותו הגורם לסוג של **שומר סף** שמוסיף נדבך חשוב בהגנה כנגד **שחיתות ועסקאות עם בעלי עניין או בעלי שליטה** (זאת, בין היתר, בהיות הדירקטורים החיצוניים חלק מוועדת הביקורת בחברה).

כפי שגם מתבטא מהסקירה המשווה שמוצגת בהמשך מסמך זה, יתרונות שונים אלה הביאו לכך שבשנים האחרונות **מדינות רבות אימצו הוראות בנוגע לעצמאותם של אורגנים שונים האחראים על פעולות הפיקוח והניהול בתאגידים**.²⁷ כמו כן, לשם שלמות התמונה וכהערה מקדמית, יודגש כי **ברחבי העולם לא נעשה בהכרח שימוש באותן ההגדרות ובאותם המבחנים כפי שהם מתבטאים בדין הישראלי ביחס לאורגנים מסוג זה**. כך, בחלק מהמדינות ובהסדרים שנסקרו בהרחבה במסמך זה (ובמדינות אחרות) נעשה שימוש במונח "דירקטור עצמאי" ובמבחנים שונים שנועדו לבחון את "עצמאותו" של הדירקטור מהתאגיד,²⁸ במדינות אחרות נעשה שימוש דווקא במבחן של "חוסר עניין" ביחס לפעולות הדירקטורים,²⁹ באחרות נעשה שימוש בהיות הדירקטור "חיצוני" או "לא מועסק"³⁰ וכדומה.³¹ הלכה למעשה, כדי להשיג את התכליות שלשמן מתמנה דירקטור חיצוני בישראל (ראו הרחבה להלן בפרק העוסק במצב המשפטי בישראל) נעשה בחלק מהמדינות שימוש במנגנונים אחרים ולעיתים גם באיזונים מסוג אחר שאינם בהכרח תואמים לאלה שנקבעו בישראל. יחד עם זאת, ולמרות ההבדלים האמורים, במסמך זה היעשה שימוש במונח "דירקטור חיצוני" לשם הנוחות, ואילו באותם המקומות בדין הזר בהם נעשה שימוש במונחים אחרים יובא המונח הזר ותרגומו המילולי לעברית.

²⁷ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. L. 73 (2007).

ראו גם הרפורמות ביפן ובסין (מדינות שאינן נסקרות במסמך זה), בהן בשנים האחרונות נערכו רפורמות משמעותיות בדין והומלץ לחזק את מימד העצמאות של דירקטורים מכהנים:

China Securities Regulatory Commission, Guanyu zai shangshi gongsi jianli duli dongshi zhidu de zhidao yijian [Guidance Opinion on the Establishment of an Independent Director System in Listed Companies] sec. 1(3), issued Aug. 16, 2001. Motomi Hashimoto, Commercial Code Revisions: Promoting the Evolution of Japanese Companies (Nomura Research Institute, NRI Papers No. 48, May 1, 2002). Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. L. 73 (2007).

מעבר לכך, ולעניין "קריטריון העצמאות" של דירקטורים בישראל, ראו: **דוח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל**, 12 בדצמבר 2006 ("יועדת גושן").

²⁸ ככלל, מבחנים אלה מתבטאים בהעדר קשרים מצד הדירקטור לתאגיד שעשויים להפריע לו במילוי תפקידו באופן חופשי (כגון: קשרים עסקיים ישירים או עקיפים, קשרי משפחה וכדומה).

²⁹ מבחנים אלה לא מתבטאים בקריטריון עצמאות הדירקטור מהתאגיד, אלא בכך שפעולות בהן יש לו עניין אישי לא יהיו בטלות או ברות ביטול, כל עוד ההליכים לאישורן נעשו בתום לב ונערך גילוי מלא של העובדות הרלוונטיות. יחד עם זאת, וכפי שיוצג להלן, מנגנונים אלה לא תמיד מתאימים לתכליות שלשמן נקבעו מנגנונים דומים בחברות ציבוריות (חברות נסחרות).

³⁰ מבחנים של "חיצוניות" הדירקטור לתאגיד (לא במובן המקובל של המונח במבחנים שבדין הישראלי), או "העדר העסקה" של הדירקטור בידי התאגיד, מתבטאים בכך שעל דירקטורים מכהנים חל איסור לשמש במקביל גם כנושאי משרה או כנושאי משרה בכירים באותו התאגיד (non-management או non-executives).

³¹ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. L. 73 (2007).



1.3. המצב המשפטי בישראל

בישראל, סעיף 239 לחוק החברות קובע כי **בכל חברה ציבורית** (ובחברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב)³² יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים. הדירקטורים החיצוניים מתמנים בידי האסיפה הכללית של החברה, ובלבד שהחלטה באסיפה על מינויים התקבלה ברוב מכלל קולות בעלי המניות המשתתפים בהצבעה שאינם בעלי השליטה או בעלי עניין אישי באישור המינוי (למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשרים עם בעל שליטה), כמו גם כי סך קולות המתנגדים באסיפה מקרב אלה שאינם בעלי שליטה לא יעלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.³³

הדירקטורים החיצוניים צריכים להיות יחידים (לא תאגידי), תושבי ישראל, הכשירים להתמנות כדירקטורים;³⁴ הכשירות למינוי תהיה למי שהוא בעל כשירות מקצועית או בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית, ובלבד שלפחות אחד מהדירקטורים החיצוניים יהיה בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית.³⁵

כאמור לעיל, תפקידם של הדירקטורים החיצוניים, בין השאר, להגן על האינטרסים של בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה כנגד העוצמה של בעלי השליטה בחברה (אשר פעמים רבות מחזיקים למעשה רק במיעוט המניות בה, וזאת כתוצאה ממבנה החברות ומפיזור ההחזקות בהן). כתוצאה מכך, הוראות רבות בחוק החברות הישראלי נועדו **לשמור על העצמאות והאובייקטיביות של הדירקטורים החיצוניים** (כך לדוגמה, נקבעו הוראות בחוק החברות בדבר **הסדרי ניגודי עניינים**; **הליכי המינוי**; **הדרכים לפיטוריהם**; **התגמול שיינתן להם** ועוד).³⁶

במקביל לכך, אמצעי נוסף הרלוונטי לדירקטורים החיצוניים הוא החובה למנות **ועדת ביקורת** בחברות ציבוריות (או בחברות איגרות חוב). בוועדת ביקורת יכהנו לפחות שלושה חברים, **כל הדירקטורים החיצוניים צריכים להיות חברים בוועדת הביקורת ורוב חבריה יהיו דירקטורים בלתי תלויים**.³⁷

³² "חברת איגרות חוב" היא חברה פרטית שהנפיקה איגרות חוב לציבור בבורסה, אך לא הנפיקה מניות.

³³ חוק החברות, סעיף 239(ב).

³⁴ חוק החברות, סעיף 240 (ראו גם החריגים הקבועים בסעיף לעניין דירקטור שאינו תושב ישראל).

³⁵ חוק החברות, סעיף 240. לעניין זה ראו גם תקנות החברות (תנאים ומבחנים לדירקטור בעל מומחיות חשבונאית פיננסית ולדירקטור בעל כשירות מקצועית), התשס"ו-2005. ככלל, לפי התקנות - כשירות מקצועית מתבטאת בתואר אקדמי במקצועות המפורטים בתקנות או בניסיון קודם בתחומי העיסוק הרלוונטיים לתפקיד.

³⁶ **חביב-סגל**, עמודים 328-348. **וסרמן וימין**, עמודים 116-118. לעניין זה ראו גם המלצות **ועדת גושן**, שהוזכרה לעיל, ואשר עסקה בקוד ממשל תאגידי בישראל. אחד המוקדים המרכזיים של המלצות הוועדה היה עצמאות הדירקטוריון, ובמסגרת זו הומלץ כי תיעשה הבחנה בין חברות בהן הדירקטוריון גדול יחסית ובין חברות בהן הדירקטוריון קטן יותר שבו יכולת ההשפעה של שני הדירקטורים החיצוניים קטנה אף היא. כך לדוגמה, הומלץ כי בחברות בהן אין "דבוקת שליטה" (אחזקה של ניירות ערך על-ידי גורמים שונים שאף אחד מהם אינו מוגדר כבעל שליטה, אך הם פועלים יחדיו כך שבפועל השליטה בחברה נמצאת בידיהם, בחוק החברות ההגדרה של דבוקת שליטה היא "מניות המקנות 25% או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית"). כמו כן, הומלץ בידי הוועדה לחדד את ההגדרות של נסיבות הפוגעות בעצמאות הדירקטורים ונסיבות בהן מתקיים ניגוד עניינים, ולהגביר את עוצמת ועדת הביקורת (בה, כאמור לעיל, יש רוב לדירקטורים החיצוניים) ומעורבותה בפיקוח על פעילות החברה. בהקשרים אלה יוער כי כיום קבועות בחוק החברות "הוראות ממשל תאגידי מומלצות" הרלוונטיות לענייננו (ראו התוספת הראשונה לחוק החברות). הוראות אלה קובעות הסדרים מומלצים שחברות יכולות לאמץ (בין היתר על סמך המלצות ועדת גושן) ואשר נועדו לשיפור הממשל התאגידי בחברה. ראו לדוגמה פרט 7 בתוספת הראשונה לחוק החברות: "על אף הוראות סעיף 239(ב), דירקטורים חיצוניים בחברה ציבורית ימונו באסיפה הכללית ברוב קולות, ובלבד שהתקיימו כל אלה: (1) במניין כלל הקולות של בעלי המניות באסיפה הכללית לא יובאו בחשבון קולות בעלי המניות שהם בעלי שליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי, למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשר עם בעל השליטה, וכן קולות הנמנעים; (2) סך קולות התומכים מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי, למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשר עם בעל השליטה עלה על שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה".

³⁷ המונח "דירקטור בלתי תלוי" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כ"דירקטור חיצוני או יחיד המכהן כדירקטור שמתקיימים לגביו התנאים המפורטים להלן, אשר מונה או סווג ככזה לפי הוראות פרק ראשון לחלק השישי: (1) מתקיימים לגביו תנאי הכשירות למינוי דירקטור חיצוני הקבועים בסעיף 240(ב) עד (ו) וועדת הביקורת אישרה זאת; (2) הוא אינו מכהן כדירקטור בחברה מעל תשע שנים רצופות, ולעניין זה לא יראו בהפסקת כהונה שאינה עולה על שנתיים כמפסיקה את רצף הכהונה".



תפקידי ועדת הביקורת מגוונים וקבועים בחוק החברות, וכוללים, בין היתר: בחינת ליקויים בניהול העסקי של החברה (בשיתוף עם מבקר החברה), קבלת החלטות על פעולות שצריכות לקבל אישור של הוועדה, בחינת מערך הביקורת הפנימית של החברה ותפקודו של המבקר הפנימי (והמשאבים והכלים המסורים לו), בחינת היקף עבודת רואה החשבון המבקר ושכרו, קביעת הסדרים לטיפול בתלונות של עובדי החברה בנוגע לליקויים בניהול עסקיה ועוד.³⁸

מעבר לכך, בקשר לנושא הנדון במסמך זה - בשנים האחרונות עלתה לסדר היום הציבורי שאלת תיפקודם של דירקטורים חיצוניים וניגוד העניינים העלול להיווצר בשל כך שהם חבים את מינויים ואת הארכת כהונתם כדירקטורים לבעלי השליטה בחברה. לאור זאת, ובמטרה להפחית מכוחם ומהשפעתם של בעלי השליטה, נחקק, במרס 2011, חוק החברות (תיקון מס' 16), התשנ"א-2011, שנועד לייעל את הממשל התאגידי בחברה, ואשר הרחיב את הגדרת הזיקה האסורה בין דירקטורים חיצוניים לבעלי השליטה (ובכך צמצם את השפעתם של בעלי השליטה). יחד עם זאת, ולמרות תרומתו של תיקון מס' 16, יש הגורסים כי אין בו כדי למנוע את הזיקה הישירה או העקיפה של הדירקטורים החיצוניים לבעלי השליטה. לאור זאת, הוגשה כאמור על-ידי חבר הכנסת נחמן שי וקבוצת חברי כנסת נוספים הצעת חוק המבקשת לקבוע מנגנון למיון ולסינון של המועמדים לכהונת דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות, בין השאר באמצעות הקמת מאגר שינוהל על-ידי הרשות לניירות ערך, כאשר דירקטורים בעלי מומחיות רלוונטית לתחום עיסוקה של החברה ייבחרו על-ידי החברה מתוך המאגר.³⁹

³⁸ סעיף 117 לחוק החברות.

³⁹ הצעת חוק החברות (תיקון - הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים), התשע"ג-2013, פ/1466/19, של חבר הכנסת נחמן שי ואחרים, הונחה על שולחן הכנסת ב-1 ביולי 2013. הצעות חוק דומות בעיקרן הוגשו בכנסת ה-18 ובכנסת הנוכחית:

- הצעת חוק החברות (תיקון - הקמת מאגרי דירקטורים חיצוניים בחברה ציבורית), התשע"ג-2013, פ/876/19, של חבר הכנסת ניצן הורוביץ ואחרים, הונחה על שולחן הכנסת ב-18 במרס 2013;
- הצעת חוק החברות (תיקון - הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות), התשע"ב-2011, פ/3555/18, של חבר הכנסת נחמן שי ואחרים, הונחה על שולחן הכנסת ב-31 באוקטובר 2011;
- הצעת חוק החברות (תיקון - הקמת מאגר דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות), התשע"א-2011, פ/3271/18, של חבר הכנסת נחמן שי ואחרים, הונחה על שולחן הכנסת ב-23 במאי 2011.



סקירה משווה

בשל אופיו הרחב של המסמך והסוגיות המגוונות המצריכות בדיקה במסגרתו, ולאור בקשת חבר-הכנסת נחמן שי, יתמקד חלק זה בדרכי מינוי דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות, בדגש על אופן המינוי, האפשרויות להארכת כהונה, יכולת בעלי מניות המיעוט להשפיע על המינוי וסמכות הרגולטורים להתערב במינוי.

כהערה מתודית מקדמית יוער, כי במדינות רבות קיים מגוון רחב של סוגי תאגידים (זאת, בין היתר, כתולדה של התחרות בין מדינות העולם ביחס להסדרה שתהיה אטרקטיבית דיה למשוך משקיעים להתאגד ולפעול בשטחן),⁴⁰ וכי לעיתים קרובות לסוגים אלה אין מקבילה ישירה בדין הישראלי. לאור זאת, וככל שתאגידים אלה, מבניהם ומנגנוני הממשל התאגידי החלים עליהם יושוו לדין בישראל, הרי שיהיה צורך לקחת בחשבון את השונות האמורה וההשלכות של יישום והפעלת מנגנונים אלה.

השונות בממשל תאגידי ובמבנים תאגידיים בעולם

סוגיה מקדמית שראוי להתייחס אליה נוגעת להבדלים בממשל התאגידי ובמבנים התאגידיים במדינות שנסקרו בהשוואה לאלה שבישראל ובהשוואה שבין מדינות אלה ובין עצמן. הלכה למעשה, ישנם כיום ברחבי העולם סוגים שונים של מבנים תאגידיים וממשל תאגידי, שחלקם לא נמצאים בשימוש בישראל (ואף לא מוכרים בחקיקה הישראלית).

הדוגמה הבולטת ביותר לכך היא המבנים התאגידיים הנהוגים בגרמניה, שהושפעו לאורך השנים מתפיסות כלכליות ומשפטיות שיצרו מודל שונה לחלוטין מזה שנהוג במרבית מדינות העולם (ובפרט ממדינות המשפט המקובל).⁴¹ כאמור לעיל, ככלל, במדינות בעלות מסורת משפטית אנגלו-אמריקנית (כמו ישראל) מוטת השליטה בחברה מבוססת על מודל פירמידת ההיררכיה (שתואר בהרחבה לעיל). במדינות אלה בראש הפירמידה ההיררכית של התאגיד ניצבת האסיפה הכללית, המייצגת את בעלי המניות (המשקיעים), ותחתיה פועל הדירקטוריון, המתמנה בהצבעה של האסיפה הכללית ואחראי על ניהול החברה וקביעת מדיניותה (מכוח האצלת הסמכויות בידי האסיפה הכללית). לעומת זאת, בגרמניה (ובמדינות שירשו מגרמניה את דיני התאגידים הגרמניים), המבנה התאגידי המקובל והייחודי מוכתב על-ידי מודל משפטי הקובע כי העוצמה הניהולית צריכה להיות מפוצלת בין שתי מועצות מנהלים, תוך שיתוף העובדים בניהול החברה (מודל ה-Co-determination). לפי מודל זה - "חלוקת הכוח" בתאגיד נעשית באמצעות הנהלה כפולה - המועצה המפקחת (Supervisory board - Aufsichtsrat), ומועצת המנהלים או המועצה המנהלת (Management board - Vorstand). המועצה המפקחת נשלטת, בדרך-כלל, בידי בעלי המניות של התאגיד, ויש בה ייצוג גם לעובדים בתאגיד (כמות המקומות לעובדים נקבעת לפי גודל התאגיד). בהיבטים רבים המועצה המפקחת דומה למעין "מועצת דירקטורים חיצונית" המפקחת על מועצת המנהלים וממנה ומפטרת את החברים בה, אך נאסר עליה לקחת לעצמה את סמכויות המועצה המנהלת. לעומת זאת, מועצת המנהלים אחראית על הניהול השוטף של התאגיד, מכהנים בה אנשים בעלי כישורים טכניים וידע מקצועי ספציפי והיא מייצגת את החברה ומדווחת באופן קבוע למועצה המפקחת. כתוצאה מכך, אין בגרמניה דירקטורים באותו המובן והצורה שאנו מכירים

⁴⁰ Mathias M Siems, *Regulatory Competition in Partnership Law*, International and Comparative Law Quarterly, 58, pp 767-802 (2009).

⁴¹ ידידה שטרן, "כלכלת בעלי מניות או כלכלת קהלים - דיני חברות במבט השוואתי וגלובלי", המשפט ט (תשס"ד), 213.



מהחקיקה הישראלית, וכך גם חלק מהבעיות הנובעות מפעילות הדירקטורים אינן קיימות (ובפרט חלק מ"בעיות הסוכן" או "בעיות הנציג").⁴²

כמו כן, וכאמור לעיל, מאחר ולא בכל המדינות נעשה שימוש באותו המונח לתיאור התופעה של דירקטורים חיצוניים (או עצמאיים) ולא תמיד המוקד של "חיצוניותם", "עצמאותם" או "חוסר העניין" מתבטא באותה צורה או באותו האופן כפי שנעשה בדיני התאגידים בישראל, אם ייעשה בהם שימוש נדרשות התאמות נרחבות לדין הישראלי ולתרבות המשפטית והכלכלית הישראלית.⁴³

כאמור, במסמך נסקרו באופן מפורט שלוש המדינות הבאות - ארה"ב, גרמניה ושבדיה. מדינות אלה נבחרו מאחר וההסדרה של מנגנוני הממשל התאגידי ומבני החברות בהן מהווים את שלוש השיטות המרכזיות הנהוגות כיום ברחבי העולם.

2. ארה"ב

דיני התאגידים בארה"ב מורכבים מרובדי הסדרה חקיקתיים שונים הנקבעים בהתאם לסוג התאגיד, לצורת ההתאגדות, למקום ההתאגדות ועוד. כך, **ברובד המדינתי** נקבעים דיני התאגידים החלים בכל מדינה ומדינה, ובתוך כך גם צורות ההתאגדות המותרות לחברות, מבני התאגיד המותרים, דרכי המינוי האפשריות של הדירקטוריון וכדומה.⁴⁴ **ברובד הפדראלי** נקבעים דיני ניירות ערך, שבעיקרם דרישות שונות של חובות דיווח המוטלות על חברות המנפיקות ניירות ערך (ובתוך כך גם דרישות גילוי בדבר זהות חברי הדירקטוריון), כמו גם הוראות ה-Sarbanes-Oxley Act,⁴⁵ העוסקות במנגנונים פנימיים בחברות שנועדו לשיפור הממשל התאגידי בהן, כגון חיזוק עוצמת ועדת הביקורת וכדומה.⁴⁶ רובד רלוונטי נוסף הוא **רובד ההסדרה המעוון בהוראות הבורסות למסחר בארה"ב**, ובו קבועות, בין היתר, גם הוראות בדבר חובת כהונה של דירקטורים עצמאיים בדירקטוריון. רובד אחרון ובו הוראות רלוונטיות, שאינן נובע מהסדרה חיצונית, הוא **רובד ההוראות הקבועות במסמכי ההתאגדות של החברה** ואשר קובעים את צורת הניהול והתפעול השוטפים שלה, ובתוך כך את דרכי הבחירה וההתנהלות של הדירקטוריון.

⁴² Petri Mäntysaari, *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker* (Springer, 2005) pp: 66-76, 252-271. Ulf Bernitz, Wolf-Georg Ringe (ed.), *Company Law and Economic Protectionism: New Challenges to European Integration* (Oxford University Press, 2010), page 315. Mads Tønnesson Andenæs, *European Comparative Company Law* (Cambridge University Press, 2009), pp: 53-60, 67-77, 395-400. Melvin A. Eisenberg *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* (Bear Books, reprint 2006), pp 177-180.

⁴³ Pablo Lerner Alfredo Mordechai Rabello, "A civil code for a Mixed Jurisdiction: Some Remarks About the Israeli Approach to Codification", in *Legal Culture and Legal Transplants*, Jorge A. Sánchez Cordero (ed.) Reports to the XVIIIth International Congress of Comparative Law (2010). Klaus J. Hopt, "Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation", (February 25, 2011) *American Journal of Comparative Law*, Vol. 59, p. 1. Luca Enriques & Paolo Volpin, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", Available at [SSRN](http://ssrn.com).

⁴⁴ כידוע, בארה"ב נהוג מבנה פדראלי, שבו המדינות השונות הינן ריבוניות בשטחיהן וחופשיות לקבוע הוראות ולחוקק חוקים בנושאים רחבים יחסית; ובמקביל, הממשל הפדראלי מחזיק בידיו סמכויות מצומצמות בנושאים פרטניים בהם הוא יכול לפעול במישרין (כדוגמת הסמכויות בתחום הקניין הרוחני).

⁴⁵ The Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 30, 2002) (**SOX**: להלן).

הוראות ה-SOX מהוות את עיקר הפיתוח המשפטי המודרני של ממשל תאגידי בארה"ב, והן מעוגנות בפרקים השונים של החקיקה הפדראלית.

⁴⁶ יוער, כי במקביל גם דיני המס הפדראליים קבועים ברובד הפדראלי ומשפיעים בעקיפין על פעולות ובחירות המשקיעים.



פרק זה יתמקד בחלק מרובדי ההסדרה הפדראליים הרלוונטיים, בהוראות הבורסות למסחר ובכמה דוגמאות מהדין המדינתי בנוגע למבנה החברה ולבחירת דירקטורים.

2.1. הדין המדינתי

בחלק זה בחרנו להציג הסדרים בנוגע להרכב הדירקטוריון ולכהונת דירקטורים חיצוניים (ככל שמתמנים כאלה) בשתי מדינות מרכזיות בארה"ב – קליפורניה ודלוור. כפי שניתן יהיה לראות, בשתי המדינות שנבחרו ונסקרו הקריטריון המרכזי שנבחר ביחס ל"עצמאותם" של דירקטורים מכהנים הוא מבחן "חוסר העניין", שמתמקד יותר באישור של עסקאות וחוזים בידי דירקטורים בעלי עניין ולא ב"עצמאותם" או היותם "חיצוניים" לחברה. כמו כן, וכאמור לעיל, בדין המדינתי אין בהכרח התמקדות דווקא בחברות ציבוריות (נסחרות), אלא בכל סוגי התאגידים המורשים לפעול בתחומן. עוד כדאי לציין לגבי הרובד המדינתי כי מבחינה אמפירית נמצא שגם בהעדר חובה בדין של מדינות שונות בארה"ב, חברות (כולל פרטיות) אימצו מלכתחילה את הקריטריונים והסטנדרטים שחלים על חברות נסחרות, דוגמת אלה שנקבעו בנאסדק ובבורסת ניו-יורק (ואשר יוצגו בהרחבה להלן).⁴⁷

2.1.1. דלוור

בקודקס של מדינת דלוור קבועים כמה פרקים העוסקים בסוגיות שונות מדיני התאגידים, ובמסגרתם נקבעו הוראות בנושא הדירקטוריון, סמכויותיו, דרכי מינוי דירקטורים ועוד.⁴⁸ יוער, כי **הדין בדלוור נחשב למועדף בקרב חברות רבות**, בין היתר, מכיוון שדיני התאגידים שלה נחשבים כמקלים עם תאגידים ומעניקים משקל רב למסמכי ההתאגדות ולתקנון.⁴⁹

בקודקס של דלוור נקבע כי ניהול העסקים וענייניו של תאגיד יבוצע תחת דירקטוריון, למעט במקרים בהם תקנון התאגיד קובע אחרת או במקרים בהם הותר אחרת לפי הקוד.⁵⁰ בדירקטוריון של תאגיד יכהן לפחות דירקטור אחד; כאשר מספר הדירקטורים ייקבע לפי התקנון או מסמכי ההתאגדות של התאגיד. כשירות מועמדים לכהונה כדירקטורים תקבע אף היא לפי התקנון ומסמכי ההתאגדות.⁵¹ החלטה על פיטורי הדירקטוריון יכולה להתקבל, עם או בלי סיבה, בהצבעה של רוב בעלי המניות הזכאים למנות דירקטורים; למעט במקרים הבאים – אם מסמכי ההתאגדות קובעים אחרת; אם ההחלטות בתאגיד מתקבלות בהצבעה מצטברת (cumulative voting), שיטה הנותנת למחזיק במניה מספר קולות בהצבעה השווה למספר המנהלים העומדים לבחירה), וההצבעה לא עסקה בהחלפת כל הדירקטוריון. לא ניתן לפטר דירקטור ספציפי ללא סיבה, אלא אם כמות ההצבעות בעד הפיטורין הייתה מספקת כדי למנות את הדירקטור, לו ההצבעה הייתה למינוי דירקטורים.⁵²

⁴⁷ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. L. 73 (2007). DLA Piper LLP, "Overview of Fiduciary Duties of Members of Boards of Directors of Private Corporations, Including Designees Employed by Corporate Investors", Memorandum of April 2008.

⁴⁸ Delaware Code, Title 8, Chapter 1, Subchapter IV.

⁴⁹ Lewis S. Black Jr., Why Corporations Choose Delaware, Delaware Department of State - Division of Corporations.

⁵⁰ Delaware Code, Section 141.

⁵¹ Delaware Code, Section 141.

⁵² Ibid.



מעבר לכך, בקודקס עוגן עקרון של "חוסר עניין" (disinterested) בפעילות דירקטורים המכהנים בתאגיד. עקרון זה אינו מחייב כי יכהנו בדירקטוריון דווקא דירקטורים "חיצוניים" או "עצמאיים". הוא אף אינו שולל את כהונתם של דירקטורים בעלי עניין בסוגיה מסחרית העומדת על סדר יומו של הדירקטוריון, אלא קובע כי חוזים ועסקאות בהם השתתפו דירקטורים בעלי עניין בהם לא יהיו בטלים או ברי ביטול, כל עוד ההליכים לאישור נעשו בתום לב ונערך גילוי של העובדות. ההוראה המרכזית בנושא זה הקבועה בקודקס, קובעת כי עסקה או חוזה בין התאגיד ובין דירקטור המכהן בה (או עם גוף מסחרי הקשור לדירקטור זה, כגון: שותפות, תאגיד וכדומה בו הוא חבר או שבו יש לו אינטרס כספי כלשהו) לא יהיו בטלים או ברי ביטול רק בגלל שהדירקטור נכח או השתתף בפגישה של הדירקטוריון או בוועדה אשר אישרה את החוזה או העסקה, וזאת אם העובדה כי הדירקטור בעל קשר לחוזה או לעסקה, הייתה ידועה לדירקטוריון או לוועדה הרלוונטית, והם אישרו בתום לב את החוזה או העסקה בהצבעת רוב מתוך הדירקטורים שאין להם עניין (disinterested) בדבר; או אם העובדות היו ידועות לבעלי המניות שרשאים להצביע בנושא זה והדבר נעשה בתום לב; או אם החוזה או העסקה נחשבו כהוגנים עבור התאגיד במועד עשייתם, והם זכו לאשרור מחדש מטעם הגורם הרלוונטי (הדירקטוריון, הוועדה או בעלי המניות).⁵³

כמו כן, נקבעו בחוק הוראות בדבר הקוורום הנדרש לדיוני הדירקטוריון, פעילות הדירקטוריון, שיפוי וביטוח של דירקטורים ועוד.⁵⁴

2.1.2. קליפורניה

קוד התאגידיים (Corporation Code) של קליפורניה קובע את מבנה התאגיד בצורה הדומה לזו שתוארה לעיל.⁵⁵ כך, בין היתר, נקבע כי ניהול עסקיו של התאגיד וסמכויותיו יהיו בידי הדירקטוריון (Board) ובפיקוחו, וכי הדירקטוריון רשאי להאציל מסמכויות הניהול השוטפות שלו לאורגנים אחרים של החברה.⁵⁶ מינוי דירקטורים ייעשה בהצבעת רוב בישיבה השנתית של בעלי המניות, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון, ותקופת כהונתם תהא מוגבלת לשנה.⁵⁷

תאגיד שמניותיו נסחרות (listed corporation)⁵⁸ יכול לקבוע קטגוריות של דירקטורים שיכהנו בדירקטוריון (עד שניים או שלושה סוגים של דירקטורים), ואשר יכהנו למשך תקופה של שנתיים או שלוש שנים, או לחילופין לקבוע כי הוא מבטל את שיטת ההצבעה המצטברת (ראו לעיל בפרק העוסק בדלוור), או לבצע את שתי הפעולות האמורות גם יחד (קציבת כהונה וביטול שיטת ההצבעה המצטברת). שיטות המקטינות את עוצמת בעלי מניות הרוב באסיפה הכללית. בכל מקרה, כאשר הדירקטוריון נחלק לשני סוגים של דירקטורים, מספר הדירקטורים הכולל לא יפחת משישה דירקטורים, שמחצית מהם

⁵³ Ibid, Section 144.

⁵⁴ Ibid, Sections 141-146. *In Re Lear Cor. Shareholder Litigation*, 967 A.2d 640 (Del. Ch. 2008). *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000). *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1985). *Unocal v. Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). *Mills Acquisition Co. v. McMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1988). *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998). *Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075 (Del. 2001).

⁵⁵ [California Corporate Code](#).

⁵⁶ California Corporate Code, Section 300.

⁵⁷ California Corporate Code, Section 301.

⁵⁸ הקוד מגדיר מונח זה כתאגיד שמניותיו נסחרות באחד הבאים (סעיף 301.5)–

New York Stock Exchange, NYSE Amex, NASDAQ Global Market, NASDAQ Capital Market.



יתמנו באסיפה השנתית של בעלי המניות בכל שנה; כאשר הדירקטוריון נחלק לשלושה סוגים של דירקטורים, מספר הדירקטורים הכולל לא יפחת מתשעה דירקטורים, ולפחות שליש (כלומר מינימום שלושה דירקטורים) מביניהם יתמנו באסיפה השנתית.⁵⁹

כמו כן, הקוד קובע הוראות בדבר **ביטול מינוי** של דירקטורים במקרים של הרשעה בפשע (Felony) או במקרים בהם הוכרז כי דעתו של הדירקטור אינה צלולה,⁶⁰ כמו גם הוראות בדבר **פיטורי דירקטורים** - הליך המתבצע בהצבעת רוב באסיפה הכללית בידי בעלי המניות מתוך ההון העומד (ההון המונפק שאינו כולל מניות רדומות - outstanding shares),⁶¹ או בהחלטה של בית משפט.⁶²

דומה לקוד של דלוור, גם בקליפורניה נקבע ועוגן מבחן "חוסר העניין". כך, הוראות הקוד בקליפורניה דומות לאלה שנקבעו בדלוור, ומאפשרות אישור של עסקאות וחוזים גם אם באישורם היה מעורב דירקטור בעל עניין, וזאת כל עוד הצדדים המעורבים היו מודעים לכך והדבר נעשה בתום לב.⁶³

מעבר להוראות אלה, קוד התאגידים קובע הוראות ספציפיות בנוגע לחברות בערבון מוגבל (וסוגי חברות אחרות), אשר נוגעות לתפקוד ההנהלה של התאגיד ולמאפיינים נוספים של פעילותו.⁶⁴

2.2. הדין הפדראלי

כאמור, בארה"ב דיני ניירות-ערך קבועים ברמה הפדראלית, ובמסגרת זו גם נקבעו כללי ה-SOX⁶⁵ המעגנים הוראות שונות מתחום הממשל התאגידי. כמו כן, ברובד זה נקבעו הנחיות והוראות העוסקות בהסדרה ובאכיפה של דינים אלה מטעם סוכנויות ממשלתיות שונות, הפועלות מכוח ההסדרה הפדראלית.⁶⁶ יודגש, כי הגישה הנהוגה בארה"ב בדין הפדראלי פחות מתערבת בהליכי המינוי עצמם ויותר נותנת דגש לדיווח והצפת המידע בקרב המשקיעים ובעלי העניין בחברות הנסחרות.⁶⁷

⁵⁹ California Corporate Code, Section 301.5.

⁶⁰ California Corporate Code, Section 302.

⁶¹ למקרים החריגים ראו הוראות סעיף 303 הקובעות בין היתר כי לא ניתן לפטר דירקטור במקרים של חלוקת הדירקטוריון אם הפיטורין יפחיתו את כמות הדירקטורים מאותו סוג מתחת לרף הקבוע, או אם נקבעה דרך מיוחדת לפיטורין וכדומה.

⁶² California Corporate Code, Section 304.

⁶³ California Corporate Code, Section 310. See also – DLA Piper LLP, "Overview of Fiduciary Duties of Members of Boards of Directors of Private Corporations, Including Designees Employed by Corporate Investors", Memorandum of April 2008.

⁶⁴ לחובות המוטלות על דירקטורים (סוגיה שלא נדונה במסמך זה), ראו פסקי-הדין שלהלן:

Tritek Telecom, Inc. v. Superior Court, 87 Cal. Rptr. 3d 455 (Cal. Ct. App. 2009). *Gaillard v. Natomas Co.*, 256 Cal. Rptr. 701 (Cal. Ct. App. 1989). *Jones v. A.H. Ahmanson & Co.*, 1 Cal. 3d 93 (Cal. 1969). *Elridge v. Tymshare, Inc.*, 230 Cal Rptr. 815 (Cal. Ct. App. 1986). *American Trust Co. v. California Western States Life Ins. Co.*, 98 P.2d 497 (Cal. 1940). *Hobart v. Hobart Estate Co.*, 159 P.2d 958 (Cal. 1945).

⁶⁵ The Securities Act of 1933. The Securities Exchange Act of 1934. The Public Utility Holding Company Act of 1935. The Trust Indenture Act of 1939. The Investment Advisers Act of 1940. The Investment Company Act of 1940. The Insider Trading Sanctions Act of 1984. The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988. The Sarbanes-Oxly Act Of 2002.

⁶⁶ אחת הסוכנויות המרכזיות בתחום זה היא ה-SEC (Securities and Exchange Commission), האחראית, בין היתר, על האכיפה של דיני ניירות-ערך בארה"ב ובמסגרת זו גם קובעת כללים בתחום זה.

⁶⁷ יחד עם זאת, וכפי שיפורט להלן, גם בדין הפדראלי קבועות הוראות שונות ביחס לחברות ספציפיות (שאינן נושא מסמך זה) המחייבות מינוי של דירקטורים עצמאיים.



בקובץ התקנות הפדראלי (המעגן את הוראות רשות ניירות ערך האמריקנית – SEC) נקבעו הוראות שונות בדבר הדיווחים הנדרשים **מחברות נסחרות** בנוגע לדירקטורים המכהנים בהן, ובתוכן חובת גילוי בדבר זהות הדירקטורים, הנסיבות בהן מונו לתפקידם ועצמאותם:⁶⁸

- **חובות גילוי וזיהוי דירקטורים:**⁶⁹ חברות נסחרות מחויבות לגלות בדיווחים לציבור את שמם וגילם של דירקטורים מכהנים או כאלה המועמדים לכהונה כדירקטורים (למעט מי שסירב להצעה). כמו כן, הן מחויבות לפרט את תפקידיהם של הדירקטורים המכהנים בחברה, משך הכהונה שלהם ותיאור קצר של ההסדרים שנקבעו איתם ביחס לכהונתם כדירקטורים.⁷⁰ חובה נוספת הקבועה בתקנות עוסקת **בדרישות הנוגעות לניסיון עסקי קודם של הדירקטורים** – חובה זו מחייבת כי במסגרת הגילוי על כל דירקטור מכהן ומועמד ייערך תיאור קצר של **ניסיונו בחמש השנים שקדמו למינוי.**⁷¹ בתוך כך נדרש פירוט של מקומות העסקה קודמים בתקופה האמורה, מוקדי העסקים של מקומות אלה וגילוי בדבר הקשרים בין מקומות אלה והחברה בה הדירקטור מכהן כיום או מועמד לכהן. מעבר לכך, חלה חובה לפרט בדיווחים את ניסיונם, כישוריהם וה"מאפיינים" של הדירקטורים שהובילו להחלטה כי הם מתאימים לכהן בחברה.⁷² חובה נוספת הקבועה בקובץ התקנות הפדראלי עוסקת **בחובות גילוי של קשרי משפחה** (עד לרמת בן דוד מדרגה ראשונה – first cousin) בין דירקטורים (מכהנים או מועמדים) ובין דירקטורים אחרים ובין דירקטורים ונושאי משרה בחברה. כמו כן, חלה גם חובה לגלות מידע על דירקטורים שבמשך 5 השנים שקדמו למועמדותם או לכהונתם **כיהנו כדירקטורים בחברות העוסקות בהשקעות.** מידע נוסף שחובה לפרט אותו בדיווחים נוגע **להליכים משפטיים שבהם הדירקטורים היו מעורבים בעשר השנים שקדמו למועמדותם או לכהונתם** (הליכי פשיטת רגל, הליכים פליליים, שלילת רישיון וכדומה).⁷³

- **מנגנוני ממשל תאגידי, עצמאות דירקטורים ובחירתם:**⁷⁴ חברות נדרשות לדווח על "דירקטורים עצמאיים" (independent directors), מונח שהגדרתו דומה לזו שתוצג להלן בכללי הבורסות ובמרכזו שמירה על עצמאותם של הדירקטורים ואי תלותם בגורם כלשהו השייך להנהלת החברה) המכהנים בדירקטוריון שלהן, ובתוך כך לדווח **האם ומי מבין הדירקטורים האמורים מכהנים בוועדות הקובעות תגמול לבכירים** (compensation committee), **בוועדות הביקורת ובוועדות הממליצות על מועמדים למשרות בכירות** (ככל שאין ועדות נפרדות מסוג זה בחברה יהיה עליה לדווח על הדירקטורים הלא עצמאיים המכהנים בדירקטוריון עצמו). **ההגדרה של**

⁶⁸ לעניין זה ראו גם סעיף 78d-6 ל-SOX, הקובע חובות דיווח מסוגים שונים החלות על חברות נסחרות ובתוכן גם חובת דיווח על מינוי וכהונה של דירקטורים חדשים. כמו כן, בקובץ התקנות הפדראלי נעשה שימוש בהגדרה של דירקטור שאינו מועסק בידי החברה (Non-Employee Director) ומאמץ הוראות הדומות להוראות הקבועות בחקיקה המדינתית בדבר אישור פעולות הנקטות בידי דירקטור כזה (ראו לדוגמה 17 CFR 240.16b-3).

⁶⁹ CFR, § 229.401.

⁷⁰ CFR, § 229.401. Rule 14a-4(d) under the Exchange Act.

הוראות דומות קבועות ביחס לנושאי משרה אחרים בחברה.

⁷¹ יחד עם זאת, במקביל להוראה זו קבועה גם הוראה המחייבת כי מידע נוסף יסופק אף מעבר לתקופת חמש השנים, וזאת כאשר המידע האמור מהותי לבחירת המועמד או לכהונתו.

⁷² CFR, § 229.401(e).

⁷³ CFR, § 229.401(f).

⁷⁴ CFR, § 229.407.



המונח "דירקטור עצמאי" נשאבת מההגדרות הקבועות בכללי הבורסות בארה"ב (ראו הרחבה להלן) כדלקמן:⁷⁵

○ אם החברה נסחרת בגוף בו חלה דרישה כי רוב הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון או בוועדה מוועדות הדירקטוריון יהיו דירקטורים עצמאיים – ייעשה שימוש בהגדרות ובסטנדרטים הקבועים בגוף בו מנוהל המסחר.

○ אם החברה אינה חברה נסחרת - ייעשה שימוש בהגדרה של אחד הגופים המנהלים זירות סחר (דוגמת בורסת נאסדק ובורסת ניו-יורק), בו חלה דרישה כי רוב הדירקטורים המכהנים יהיו דירקטורים עצמאיים. למרות זאת, אם חברה קבעה לעצמה הגדרות למונח – יהיה עליה לחשוף הגדרות אלה בדיווחים לרשות לניירות-ערך האמריקנית ולהבהיר את הנסיבות לגיבושן ככל שהדבר יידרש ממנה.

מעבר לכך, וכאמור לעיל, חלק ניכר מפיתוח כללי הממשל התאגידי המודרני בארה"ב עוגן ב-SOX. כך, בין האמצעים המרכזיים שנקטו ב-SOX ניתן למנות את הבאים: **הקמת מועצת רואי חשבון עצמאית** (PCAOB – Public Company Accounting Oversight Board),⁷⁶ קביעת **הליכי בקרה ופיקוח** על איכות הדיווחים מחברות, עמידה על **עצמאות מבקרי חברות ציבוריות** (auditors) ואי תלותם בחברות (איסור מתן שירותי יעוץ ללקוח המקבל מאותו מבקר או מאותה חברת רואי-חשבון שירותי ביקורת פנים ועוד); קידום **אחריות תאגידית** (בדגש על הבסיס העובדתי לדיווחים והליכי האישור והבקרה בידי נושאי המשרה בתאגיד); **הרחבת הדיווחים הפיננסיים והביאורים** ועוד.⁷⁷

אומנם, הוראות אלה אינן עוסקות במישרין בהליכי המינוי של דירקטורים בחברות נסחרות, אולם חשיבותן נעוצה בעובדה כי הן מדגישות את חשיבות הפעילות של אורגנים שונים של החברה, שבחלקם דירקטורים עצמאיים נדרשים לכהן, ומקדמת את המטרות שלשמן מתמנים דירקטורים עצמאיים בחברות. מעבר לכך, וכדוגמה לשימוש במבחני עצמאות דירקטורים מסוגים שונים בדין הפדראלי, ניתן לציין כי בהוראות ה-SOX נקבעה החובה לגבי סוגים ספציפיים של חברות, כמו חברות דירוג וגופים אחרים, כי בדירקטוריון שלהן, או בוועדות הדירקטוריון, או בוועדות הביקורת שלהן, יכהנו **כמות מסוימת של דירקטורים עצמאיים**.⁷⁸ הוראה נוספת רלוונטית היא ההוראה המקנה סמכות כללית לרשות לניירות-ערך **לאסור על אדם ספציפי מלכהן כדירקטור או כנושא משרה בחברה** (בין כאיסור מוחלט ובין כאיסור חלקי, מוגבל בזמן או לא).⁷⁹

⁷⁵ CFR, § 229.407(a).

⁷⁶ ה-PCAOB הוא גוף ללא כוונת רווח שהוקם בידי הקונגרס במטרה להגן על משקיעים בחברות ציבוריות והוטל עליו לפקח על פעולות הביקורת וראיית החשבון בהן (תחומים שבעבר הוסדרו באמצעות רגולציה עצמית).

⁷⁷ להרחבה בנושאים אלה ראו The Sarbanes-Oxley Act of 2002, titles I-III, VIII, IX and XI.

⁷⁸ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Sections 78j-1, 78j-3, 78o-7.

כאמור, חברות אלה אינן נושא מסמך זה, אלא מובאות כאן כדוגמה לכך שגם בדין הפדראלי נעשה שימוש במבחנים מסוגים שונים ביחס לדירקטורים עצמאיים וחלה חובה למנותם. יוער, כי החברות האמורות עוסקות בשירותים ייחודיים המשפיעים על כל יתר השוק (דוגמת שירותי דירוג), ולכן ההסדרה הרלוונטית להן היא הסדרה ייחודית ונפרדת הקבועה בדין הפדראלי.

⁷⁹ Ibid, Section 1105.



2.3. דוגמאות מכללי הבורסה⁸⁰

בחלק זה תוצג ההסדרה הפנימית הקבועה בכללי הבורסה של הבורסות המרכזיות בארה"ב – הנאסדק (NASDAQ) והבורסה של ניו-יורק (NYSE). כידוע, הבורסות בארה"ב קובעות לעצמן את ההסדרה בנוגע לחברות הנסחרות בהן. הסמכות לקביעת הסדרה פנימית זו נעוצה בחוק הסחר בניירות-ערך משנת 1934 שקבע הסמכה לבורסות לקבוע ולהפעיל הסדרה פנימית.⁸¹ כאמור לעיל, הסדרה זו מהווה הסדרה משלימה לזו שבדין המדינתי והפדראלי, ובחלק מהמקרים נשאבו ההגדרות הקבועות בכללים אלה אל החקיקה הפדראלית העוסקת בניירות-ערך.

2.3.1. נאסדק⁸²

נאסדק (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) היא זירת מסחר מקוונת הפועלת בעיקר בארה"ב (לבורסה סניפים גם במדינות אחרות). כאמור לעיל, נאסדק (בדומה לבורסות אחרות) קובעת את הכללים המסדירים את פעילות החברות הנסחרות במסגרתה – כך, על חברות המבקשות להיסחר בנאסדק לקבל הוראות אלה על עצמן (ולעגן אותן כנדרש). סדרת הכללים 5605 עד IM-5605A-6 הם הכללים המרכזיים העוסקים בדירקטוריון ובדירקטורים בחברות הנסחרות בנאסדק. להלן יוצגו ההוראות המרכזיות בכללי הנאסדק, ובתוך כך **הגדרות המונח דירקטור עצמאי**, המטילות חובות על כהונת דירקטורים מסוג זה בדירקטוריון של חברות נסחרות ובוועדות מיוחדות ואף קובעות את ההליך למינוי דירקטורים או ההליך להמלצה על מינוי של דירקטורים בדירקטוריון.

כל חברה הרשומה למסחר בנאסדק **חייבת שבדירקטוריון החברה יכהן רוב של דירקטורים עצמאיים** (independent director, ראו הגדרה להלן). כמו כן, וכאמור לעיל, החברה גם נדרשת **לדווח במסגרת הדיווחים שלה מי מבין הדירקטורים שלה הוא דירקטור עצמאי**.⁸³ ככל שכמות הדירקטורים העצמאיים פוחתת כך שהרוב שלהם בדירקטוריון אינו מובטח עוד, יהיה על האסיפה הכללית **למנות דירקטורים עצמאיים בתוך 180 יום מהמועד בו התרחש האירוע שבגיניו פחתה כמות דירקטורים אלה**. במקביל לכך, על החברה **לדווח באופן מיידי לנאסדק על קרות האירוע ולהבהיר את נסיבותיו**.⁸⁴ על דירקטורים עצמאיים חלה **החובה לערוך ישיבות קבועות (Executive Sessions)**, בהן ישתתפו אך ורק **הדירקטורים העצמאיים**, וזאת במטרה להגביר את החלפת המידע ביניהם ולעודד את פעילותם ומעורבותם בדירקטוריון ובחברה כולה.⁸⁵

ככלל, ההגדרה של המונח "דירקטור עצמאי" מתייחסת לדירקטור שאין לו כל קשר לחברה או לחברות הקשורות אליה (חברות בת וכדומה), אשר יכול, לדעת דירקטוריון החברה, להפריע למילוי תפקידיו כדירקטור או לשיקול דעתו כדירקטור עצמאי (בכל מקרה, דירקטור עצמאי אינו יכול להיות עובד של

⁸⁰ חלק זה מבוסס, בין היתר, על המקורות הבאים: [אתר האינטרנט של ה-SEC](#); [אתר האינטרנט של ה-NYSE](#); [אתר האינטרנט של ה-NASDAQ](#); וכן-

NYSE, [Listed Companies Manual](#) David Buck, Mike O'Leary, Gislar Donnenberg, Brooks Antweil, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Corporate Governance and Executive Compensation Provisions, July 2010.

⁸¹ Section 19, Securities Exchange Act of 1934.

⁸² חלק זה מבוסס על [אתר האינטרנט של ה-NASDAQ](#), וכן סדרת הכללים IM-5605-5605A-6.

⁸³ Rules 5605(b), IM-5605.

⁸⁴ Rule 5605-1.

⁸⁵ Rules 5605-2, IM-5605-2.



החברה או נושא משרה בה). כך, בכללי הנאסדק נקבעו פרמטרים ספציפיים שהתרחשותם תביא לכך שאדם לא יוכל להיות מוגדר כדירקטור עצמאי, וביניהם:⁸⁶

- אם המועמד הועסק כדירקטור בחברה או בחברת אם או בת שלה במהלך 3 השנים שקדמו למועמדותו לכהונה.
- אם המועמד (או בני משפחתו)⁸⁷ קיבל מהחברה תשלום העולה על 120 אלף דולר במהלך 3 השנים שקדמו לכהונה בחברה, אלא אם התשלום התקבל כחלק מעבודתו כדירקטור או כתשלום לבן משפחה שלא היה נושא משרה ניהולית.
- אם המועמד (או אחד מבני משפחתו) בעל מניות שליטה או נושא משרה ניהולית בחברה שעשתה עסקים עם החברה בה הוא מועמד לכהונה, וזאת ככל שעסקאות אלה עלו על סך של 5% מההכנסה נטו של החברה (בה הוא מועמד) או שסכומן עלה על 200 אלף דולר, למעט אם התשלומים האמורים התקבלו כתוצאה מהשקעה או התקבלו כסכומים שלא היו בשיקול דעת וכחלק מתרומות לצדקה.
- אם המועמד כיהן במשרה ניהולית בכירה (Executive officer) בחברה אחרת במהלך 3 השנים שקדמו לכהונה, ואחד מנושאי המשרה הניהולית הבכירה בחברה בה הוצעה למועמד לכהונה, כיהן בעבר בוועדת התגמולים והפיצויים (הוועדה הקובעת את התגמול המגיע לנושאי משרה) של אותה חברה שנייה.
- אם למועמד היו קשרים עם מבקר חיצוני של החברה במהלך שלוש השנים שקדמו למועמדותו לכהונה, לרבות אם היה חלק משותפות (partnership) עם המבקר האמור, או אם יש לו קשרי משפחה עם מי שהוא שותף של אותו המבקר, או עם עובדיו או שותפיו, ככל שאלה עבדו עם החברה בה הוצעה המועמדות.

מעבר לכך, בכל חברה נסחרת צריכה להיות קבועה ועדת ביקורת (Audit Committee) שתכלול לפחות שלושה חברים שכל אחד מהם יהיה דירקטור עצמאי, שלא השתתף בהכנה של הדוחות הכספיים (Financial statements) של החברה או של חברה בת שלה (subsidiary) במהלך שלוש השנים האחרונות, ואשר יש לו כישורים בתחום הפיננסי. כמו כן, לפחות אחד מהם נדרש להיות בעל ניסיון קודם כרואה-חשבון או בתפקיד אחר שהביא להיותו בעל רקע מספק בתחום הפיננסיים.⁸⁸

כמו כן, בכל חברה נסחרת צריכה להיקבע ועדת תגמולים לבכירים, וכן צריך להיקבע צ'ארטר של ועדה זו, ובו פירוט של מערך התמריצים, התשלומים וכדומה עבור נושאי המשרה הבכירים שלה. הוועדה תורכב לפחות משני חברים שיהיו שניהם דירקטורים עצמאיים, שלא קיבלו תשלום בגין ייעוץ מסוג כלשהו לחברה או לחברה בת שלה, למעט תשלומים שהתקבלו מתוקף תפקידם כחלק מוועדת התגמול והפיצויים או במסגרת של תכנית פרישה.⁸⁹

⁸⁶ Rules 5605, IM-5605.

⁸⁷ לפי כללי הנאסדק, בן משפחה (Family member) כולל בן או בת זוג, הורים, ילדים ואחים ואחיות, בין אם מכוח קרבת דם ובין אם מכוח נישואים, אימוץ וכן כל מי שמתגורר בביתו של אותו אדם.

⁸⁸ למקרים חריגים בהם ניתן לסטות מהוראות אלה ראו ההבהרות הקבועות ב-IM-5605-4.

⁸⁹ Rule 5605-6.



לפי כללי הבורסה, מועמדים למשרת דירקטור צריכים להיבחר או להיות מומלצים לבחירה בדירקטוריון בידי אחד מאלה: **הצבעת הדירקטורים העצמאיים בלבד בדירקטוריון**; או לחילופין - **ועדת מינויים המורכבת אך ורק מדירקטורים עצמאיים**. יחד עם זאת, חברה שבוועדת המינויים שלה מכהנים לפחות 3 חברים יכולה לקבוע כי דירקטור אחד, שאינו דירקטור עצמאי וגם אינו נושא משרה בכירה או בן משפחה של נושא משרה בכירה, יוכל להתמנות כחבר בוועדת המינויים, וזאת אם הדירקטוריון קיבל החלטה בנסיבות ייחודיות ויוצאות דופן כי חברותו של הדירקטור בוועדה נדרשת לצורכי האינטרסים של החברה ובעלי מניותיה. כל חברה נדרשת לקבוע במסמכיה את הדרך וההליך לבחירת דירקטורים. למרות כל זאת, חובה זו לא תחול במקרים בהם הזכות למנות דירקטור מסורה מבחינה משפטית לצד שלישי או במקרים בהם החברה נתונה להתחייבות המחייבת אותה להליך מינוי שאינו תואם את הכללים, כאשר כניסת החובה או ההתחייבות לתוקף קדמה למועד קביעת כללים אלה (מרץ 2009).⁹⁰ דוגמאות למקרים מסוג זה יכולות להתרחש כאשר יש הקצאה של מניות מיוחדות או התחייבות למשקיע המקנות לאותו משקיע זכות למנות דירקטורים מחוץ למרחב הפעילות הרגיל של החברה עצמה.⁹¹

2.3.2. בורסת ניו-יורק⁹²

בדומה לנאסדק, גם בבורסה של ניו-יורק נקבעו הוראות דומות ביחס לדירקטוריון של חברות נסחרות, אורגנים הפועלים מכוח הדירקטוריון, עצמאות הדירקטורים ודרכי המינוי.

ההוראה המרכזית במדריך לחברות נסחרות ביחס לדירקטוריון קובעת כי **בדירקטוריון יכהן רוב של דירקטורים עצמאיים (independent directors)**.⁹³ ההגדרה של דירקטור עצמאי דומה לזו הקבועה בכללים של הנאסדק. לפי ההגדרה - **דירקטור לא ייחשב עצמאי אלא אם הדירקטוריון של החברה קבע כי אין קשר ממשי בין החברה לאותו אדם** (בין אם כמישרין ובין אם כשותף, בעל מניות או נושא משרה של גוף שיש לו קשרים עם החברה). בנוסף לכך, ספציפית ביחס לדירקטור שנועד לכהן **בוועדת התגמול לבכירים** של החברה נקבעו דרישות נוספות - הדירקטוריון של החברה נדרש **לוודא כי לאותו אדם אין קשר מהותי הרלוונטי ליכולתו לשמש בתפקיד זה באופן עצמאי מהנהלת החברה**. בתוך כך נדרש הדירקטוריון לבחון את הסוגיות הבאות (הרשימה היא רשימה פתוחה):

- **מקורות ההכנסה של הדירקטור המתקבלים מהחברה**, ובייחוד האם מקורות אלה עשויים לפגוע בשיקול דעתו העצמאי.
- **קשריו של הדירקטור עם החברה**, חברות בנות שלה וכדומה, ובייחוד האם קשרים אלה מביאים לכך שהדירקטור, במישרין או בעקיפין, מצוי תחת שליטה של גורם כלשהו הקשור בחברה.

בפרשנות הרשמית לכללים אלה מטעם הבורסה הודגש כי המטרה המרכזית שלהם היא התייחסות למקרים בהם **קשרים מסחריים, תעשייתיים, בנקאיים, משפטיים ואחרים המתקיימים בין הדירקטור והחברה** (או גופים קשורים שלה) **מונעים הפעלת שיקול דעת עצמאי בידי הדירקטורים**.

⁹⁰ Rule 5605-7.

⁹¹ Rules 5605-7, IM-5605-7.

⁹² חלק זה מבוסס על [אתר האינטרנט של ה-NYSE](#), וכן על [המדריך לחברות נסחרות של הבורסה](#).

⁹³ NYSE Manual for listed companies, Rule 303A.01.



יחד עם זאת, ולפי הפרשנות האמורה, החזקה במניות החברה גרידא (גם אם בכמות גדולה) אינה נחשבת לכשעצמה כמונעת את הכללתו של אדם בהגדרה של דירקטור עצמאי.⁹⁴

מעבר לכך, ומבלי לסקור את ההוראות הפרטניות, בורסת ניו-יורק עושה שימוש בהוראות דומות לאלה שפורטו לעיל בדבר הפרמטרים שהתרחשותם מונעת הגדרת אדם כדירקטור עצמאי, וכן בדבר כהונת דירקטורים אלה בוועדות שונות המתמנות על-ידי הדירקטוריון.

3. גרמניה

כאמור לעיל, גרמניה שונה במבנה התאגידי ובתפיסות הממשל התאגידי הנהוגות בה בצורה ניכרת מיתר המדינות שנסקרו. בגרמניה, בניגוד ליתר מדינות העולם, נעשה שימוש במודל המבוסס על פיצול העוצמה הניהולית בהנהלת החברה (two-tier system) ובמעורבות של גורמים נוספים בניהול השוטף של החברה (Codetermination). הוראות הדין הגרמני בדבר תאגידי נסחרים סבוכות יחסית ומבוססות על כמה מקורות חקיקתיים מרכזיים שונים, וביניהם: חוק תאגיד בעל מניות (Stock Corporation Act), או בקיצור (AktG), חוק ההחלטה המשותפת (Codetermination Act), הקודקס המסחרי הגרמני (Commercial code), חוק הסחר בניירות-ערך (Securities Trading Act) וקוד הממשל התאגידי.⁹⁵

מקורות שונים אלה יוצרים מכלול רחב של הוראות ביחס לתאגידי נסחרים מסוגים שונים וביחס לכללי הממשל התאגידי בגרמניה. כך, וכפי שיוצג להלן, חלק מהאורגנים והמנגנונים הנהוגים במדינות המשפט האנגלו-אמריקני, ובהם השימוש בדירקטורים חיצוניים או עצמאיים, אינם רלוונטיים בדין הגרמני. זאת, מכיוון שהאיזונים בדין הגרמני והמבנה התאגידי השונה מאפשרים להשיג את התכליות שלשמן נקבעים מנגנונים ואורגנים אלה בשיטות האנגלו-אמריקניות.

3.1. מבנה החברה בדין הגרמני

כאמור, חברות בגרמניה מבוססות על מודל של פיצול העוצמה הניהולית בין שתי הנהלות ומעורבות גורמים נוספים בהנהלת החברה. דיני התאגידי בגרמניה מבחינים בין סוגים רבים של צורות התאגדות, ההבחנה המרכזית הרלוונטית לענייננו היא זו שבין "תאגיד בעל מניות" (stock corporation), או בגרמנית - (Aktiengesellschaften) ובין "חברה פרטית בערבון מוגבל" (private limited company), או בגרמנית - (Gesellschaften mit beschränkter Haftung). שני סוגים אלה הם הסוגים המרכזיים של חברות בגרמניה, אולם רק תאגיד בעל מניות רשאי להירשם למסחר, בעוד שחברה פרטית בערבון מוגבל אינה יכולה להיסחר ולהיהפך לציבורית, והיא נדרשת לשנות את מבנה החברה וצורת ההתאגדות שלה בכדי להנפיק מניות לציבור.⁹⁶

⁹⁴ Ibid, Rule 303A.02.

⁹⁵ [The German Commercial Code](#) (Handelsgesetzbuch), Book II (H.S. II). [The German Stock Corporation Law](#) (Aktiengesetz), as amended by the VorstAG (Appropriateness of Management Board Compensation Act), dated 31 July 2009. [The German Corporate Governance Code](#) as amended on May 26, 2010. [The Codetermination Act](#) (Mitbestimmungsgesetz) of 1976.

⁹⁶ Michael Beurskens and Ulrich Noack, "The Reform of German Private Limited Company: Is the GmbH Ready for the 21st Century?" German Law Journal, Vol. 9, No. 9 (2008). Theodor Baums, Anja Birkenkaemper, "Corporate Governance in Germany - System and Current Developments" (October, 1998), [Available at SSRN](#).



בחלק זה נתמקד במבנה של תאגיד בעל מניות (Aktiengesellschaften) שהוא המקבילה המרכזית בדין הגרמני לחברה ציבורית בישראל ובמדינות אחרות. תאגיד בעל מניות מבוסס על שלושה אורגנים מרכזיים – אסיפת בעלי המניות (Hauptversammlung), המועצה המפקחת (Aufsichtsrat) והמועצה המנהלת (Vorstand). בדומה למבנה הכללי של חברה שתואר לעיל בפרקי המבוא, גם בדין הגרמני המבנה מבוסס על פירמידה היררכית והאצלת סמכויות בין אורגנים של התאגיד לאלה הכפופים לו (יחד עם זאת, הוא נבדל בכמה נושאים מרכזיים מהמבנה לפי הדין במדינות אנגלו-אמריקניות, בין היתר, בשל מבנה המועצות האמורות והגורמים המשתתפים בהן).⁹⁷

עקרון מרכזי בדין הגרמני, המבוסס על תכליות הדומות בחלקן לאלה שהניעו את קביעת חובת המינוי של דירקטורים חיצוניים או עצמאיים במדינות אחרות, הוא הפרדה מוחלטת בין המועצה המפקחת והמועצה המנהלת. לפי החוק הגרמני חל איסור מוחלט על כהונה של חבר המכהן במועצה המפקחת גם במועצה המנהלת (למעט במקרים ייחודיים ומוגבלים בזמן המפורטים בחוק, בהם נדרש מינוי של ממלא מקום לחבר המכהן במועצה המנהלת).⁹⁸

בתת פרק זה נתמקד בחלקי המבנה העוסקים במועצה המפקחת ובמועצה המנהלת ולאחר מכן נתייחס להשלכת מבנה המועצות על סוגית עצמאות הדירקטוריון:

המועצה המפקחת

במועצה המפקחת יכהנו לפחות 3 חברים, יחד עם זאת ניתן לקבוע במסמכי ההתאגדות מספר גבוה יותר של חברים ובתנאי שהוא כפולה של שלוש. כמו כן, נקבע רף עליון לכמות החברים במועצה המפקחת בהתאם להון המניות של החברה כדלקמן – בחברה עם הון של עד 1.5 מיליון יורו עד 9 חברים, בחברה עם הון מניות של עד 10 מיליון יורו עד 15 חברים, ובחברות עם הון מעל ל-10 מיליון יורו עד 21 חברים.⁹⁹ לפי חוק ה-Codetermination והחוק העוסק בתאגיד בעל מניות, המועצה המפקחת תורכב מנציגי עובדים (שייבחרו על-ידי עובדי התאגיד) ומנציגים שייבחרו על-ידי בעלי המניות בתאגיד.¹⁰⁰ על אותם החברים במועצה המפקחת שאינם נציגי עובדים חל איסור להיות חברים במועצה המנהלת. ההרכב הייחודי של המועצה המפקחת נועד לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות והאינטרסים הפנימיים בתאגיד המיוצגים, בין היתר, על-ידי נציגי העובדים, ובכך הוא משקף את הרעיון של "עצמאות" המועצה המפקחת בדין הגרמני.¹⁰¹

למועצה המנהלת האפשרות לדווח כי לדעתה הרכב המועצה המפקחת מנוגד להוראות החלות עליה (nicht nach den für ihn maßgebenden gesetzlichen Vorschriften zusammengesetzt ist). הודעה כאמור תכלול את ההוראות שלדעת המועצה המנהלת הרכב מנוגד להן והיא תופץ ותדווח לגורמים שונים

⁹⁷ למרות שאין זה נושא מסמך זה, יוער לצורך שלמות התמונה, כי בין הסמכויות המסורות לאסיפה הכללית נתונות גם הסמכויות הבאות – שינוי מסמכי ההתאגדות של התאגיד, זימון אסיפת בעלי המניות, הצבעה בהחלטות על חלוקת כספים והון, אימוץ מדיניות say on pay לא מחייבת בדבר תשלומים לבכירים (ככלל, מנגנון say on pay הוא מנגנון המאפשר לבעלי המניות לאשר בהצבעה את גובה שכר המנהלים, במטרה להעצים את מעמדם בתאגיד ולהגביר את מעורבותם בניהולו) ועוד.

⁹⁸ AktG, § 105.

⁹⁹ AktG, § 95.

¹⁰⁰ ככלל, בחברות של עד 500 עובדים לפחות שליש מהמועצה המפקחת צריכים להיות נציגים של העובדים שנבחרו על-ידיהם, בחברות שמעל 2,000 עובדים לפחות חצי מחברי המועצה המפקחת צריכים להיות נציגי העובדים (וזאת כל עוד ראש המועצה המפקחת נבחר בידי בעלי המניות).

¹⁰¹ AktG, § 105. Theodor Baums, Anja Birkenkaemper, "Corporate Governance in Germany - System and Current Developments" (October, 1998), [Available at SSRN](#).



באופן מיידי. ככל שלא תעשה פנייה לערכאות בתוך חודש מהמועד על דיווח כאמור, **יאושר הרכב המועצה המפקחת לפי הודעת המועצה המנהלת, ובהתאם להוראות עליהן היא הסתמכה.**¹⁰²

החברים במועצה המפקחת יכולים להיות אך ורק **יחידים** (natural person), **בעלי כשירות משפטית מלאה** (אדם שיש לו אפטרופוס אינו יכול להיות חבר במועצה המפקחת). אדם לא יוכל להיות חבר במועצה המפקחת במקרים הבאים - אם הוא **חבר במועצה מפקחת של למעלה מ-10 תאגידים אחרים החייבים לפי חוק במינוי מועצה מפקחת**; אם הוא **הנציג הרשמי של תאגיד נשלט**; אם הוא **הנציג הרשמי של תאגיד אחר בו אחד מחברי המועצה המפקחת (של התאגיד האחר) הוא חבר במועצה המנהלת בתאגיד בו הוא מועמד לכהן**; אם הוא **היה חבר במועצה המנהלת של התאגיד במהלך שנתיים שקדמו למועמדותו**, אלא אם כן מועמדותו הוצגה לבחירה בידי בעלי מניות המייצגים למעלה מ-25% מזכויות ההצבעה בתאגיד. **דרישות נוספות המוטלות על מועמדים הנבחרים בידי בעלי המניות לכהונה במועצה המפקחת יכולות להיקבע באסיפה הכללית של בעלי המניות.** מעבר לכך, תאגיד נסחר חייב כי **לפחות אחד מחברי המועצה המפקחת יהיה חבר עצמאי** (unabhängiges Mitglied)¹⁰³ **בעל ידע וניסיון בתחומי החשבונאות והפיננסים.**¹⁰⁴

תקופת הכהונה של חברי המועצה המפקחת **לא תעלה על המועד החל בחלוף ארבע שנים ממועד תחילת כהונתם**, בו חברי האסיפה הכללית של התאגיד נדרשים לאשר את פעולות ההנהלה של התאגיד¹⁰⁵.

כאמור לעיל, **ככלל, מינוי של חברים במועצה המפקחת נעשה בידי בעלי המניות, למעט אותם החברים במועצה הנבחרים כנציגי העובדים.** זכות המינוי של בעלי המניות באסיפה הכללית תעשה **בהתאם למסמכי ההתאגדות ותיתן רק לבעלי זכות הצבעה מיוחדת או למי שמחזיקים במנייה מסוג מיוחד (וזאת רק אם הם רשומים במרשם מיוחד וזכותם להעביר זכות זו מוגבלת באישור של התאגיד).** ככלל, **לא ניתן למנות סגנים לחברים במועצה המפקחת, אולם ניתן לבחור ממלאי מקום לחברי המועצה.** ממלאי המקום יהפכו לחברים מן המניין אם החבר שהם ממלאים את מקומו חדל לשמש כחבר במועצה. **על מינוי ממלאי מקום יחולו אותן ההוראות החלות על מינוי חבר.**¹⁰⁶

מעמדם של חברי המועצה המפקחת מבוצר יחסית - חברים במועצה המפקחת שהתמנו בידי בעלי המניות **יכולים להיות מפוטרם בידי בעלי המניות בהצבעה ברוב של 3/4 מהחברים הנוכחים באסיפה הכללית.** יחד עם זאת, ניתן לקבוע במסמכי התאגיד הוראות אחרות בדבר רוב אחר וכן דרישות נוספות. **חבר במועצה המפקחת שהתמנה בידי מי שהייתה לו סמכות למנות אותו יכול להיות מוחלף בכל עת בידי אותו אדם**; יתרה מכך, ככל שזכותו של בעל המניות הממנה בטלה – יכולים יתר חברי האסיפה הכללית למנות בהצבעת רוב רגילה אדם אחר במקומו של אותו חבר במועצה המפקחת. כמו כן, חברי המועצה רשאים **לפנות לבית המשפט ולבקש כי אחד מחברי המועצה יוחלף באדם אחר בשל נסיבות הקשורות לאותו חבר, החלטת המועצה בדבר פנייה כאמור תתקבל בהצבעת רוב.** כמו כן, חברי האסיפה הכללית המייצגים למעלה מעשירית מהון המניות בתאגיד, או שבבעלותם לפחות מיליון יורו מהון

¹⁰² AktG, §§ 97-99.

¹⁰³ מונח זה לא מוגדר בחוק ולא נעשה בו שימוש במקומות אחרים בחוק (ראו גם לעיל בחלקי המבוא בעניין ההבהרה בדבר תפיסת העצמאות והצורך בשימוש בגורמים "חיצוניים" לחברה בדין הגרמני).

¹⁰⁴ AktG, § 100. See also Handelsgesetzbuch, § 264d.

¹⁰⁵ AktG, § 102.

¹⁰⁶ AktG, § 101.



המניות של התאגיד, יכולים אף הם לפנות לבית המשפט בבקשה דומה.¹⁰⁷ הוראות אלה חלות גם במקרה של העברה מכהונה של ממלאי מקום לחברי המועצה המפקחת.¹⁰⁸

המועצה המנהלת

מועצה זו משמשת כגורם האחראי ישירות על הניהול השוטף המרכזי של התאגיד. במועצה זו צריך לכהן לכל הפחות **אדם אחד**; עם זאת, אם לתאגיד הון מניות העולה על 3 מיליון יורו - **צריכים לכהן לכל הפחות 2 אנשים במועצה זו.** רק אדם (natural person) יכול לכהן כחבר במועצה המנהלת.¹⁰⁹ לא יכול לכהן במועצה:¹¹⁰

- אדם המצוי במצב של אפוטרופסות המחייב אישור של בית המשפט לפעולותיו ברכוש.¹¹¹
- מי שנאסר עליו, בפסק-דין או בהוראה מנהלית, מלעסוק במשלח יד ספציפי או בתחום ספציפי של התעשייה, וככל שהתאגיד בו הוא אמור לכהן עוסק באותם התחומים.
- מי שביצע במתכוון והורשע באחד מהבאים: לא דיווח או לא דיווח במועד על הליכי פשיטת רגל, ביצע עבירה פלילית הקשורה לפשיטת רגל וחדלות פרעון, נתן הצהרות כוזבות לפי חוק תאגיד בעל מניות (AktG) או לפי החוק העוסק בחברות בערבו מוגבל, הציג מצג שווא (misrepresentation), מי שנגזר דינו למאסר העולה על שנה לפי הקודקס הפלילי הגרמני. מגבלות אלה יחולו למשך תקופה של 5 שנים מהמועד בו פסק-הדין או גזר הדין הפך לחלוט.

אם במועצה המנהלת מכהן יותר מאדם אחד אזי הניהול ייעשה **במשותף**, אולם תקנון התאגיד יכול לקבוע כי הניהול ייעשה באופן שונה. עם זאת, ובכל מקרה - לא יהיה תוקף להוראה הקובעת כי לאחד או ליותר מחברי המועצה הסמכות להחליט בניגוד לרוב דעות במועצה. אם לא ניתנה הסמכות למועצה המפקחת לקבוע תקנות בעניין המועצה המנהלת, אזי תמסר סמכות זו למועצה המנהלת, אולם החלטות בנושא זה צריכות להתקבל פה אחד בקרב חברי המועצה.¹¹²

המועצה המפקחת היא האורגן התאגידי הממנה את חברי המועצה המנהלת; בכך יש "בידוד" של המועצה המנהלת מהשפעות ישירות של האסיפה הכללית, וניתן מעין מימד של "עצמאות" לפעילותם של חברי המועצה המנהלת הנותנים דין וחשבון למועצה המפקחת וכפופים לה מבחינה מבנית.¹¹³ תקופת הכהונה במועצה המנהלת **לא תעלה על 5 שנים**, אולם ניתן להאריך ולחדש כהונה של אדם במועצה, וזאת כל עוד שכל אחת מתקופות הכהונה הנפרדות לא תעלה על 5 שנים. חידוש כהונה כאמור דורש אף הוא **הצבעה ואישור מחדש בידי המועצה המפקחת, החלטה זו תתקבל לכל המוקדם – שנה אחת**

¹⁰⁷ ראו גם סעיף 104 לחוק העוסק בהליכי המינוי בידי בתי המשפט.

¹⁰⁸ AktG, § 103.

¹⁰⁹ AktG, § 76.

¹¹⁰ AktG, § 76(3).

¹¹¹ בהתאם לסעיף 1903 לקודקס האזרחי.

¹¹² AktG, § 77.

¹¹³ המועצה המפקחת גם קובעת את השכר ותנאי ההעסקה של חברי המועצה המנהלת (סעיף 87 לחוק), המועצה המנהלת חייבת במתן דיווחים שוטפים למועצה המפקחת (סעיף 90 לחוק) וכדומה. כל זאת, למרות שלאסיפה הכללית גם כמה סמכויות שיכולות להשפיע במישרין ובעקיפין על המועצה המנהלת. להרחבה בנושאים אלה וביחס לעצמאות המועצה המנהלת והשימוש במועצה המפקחת כמעין "מבודד" מהאסיפה הכללית, ראו:

Lars Böttcher & Sebastian Blasche, The Limitations of the Management Board's Directive Powers in German Stock Corporations, German Law Journal, Vol. 11, No.5 (2010).



מסיום הכהונה (אין חובה לאשר במועצה המפקחת הארכת כהונה כאשר התקופה המצטברת של הכהונה לא עלתה על 5 שנים).¹¹⁴

כאשר מתמנה מועצה מנהלת ובה יותר מחבר אחד, יכולה המועצה המפקחת למנות חבר אחד של המועצה המנהלת שישמש כראש המועצה המנהלת.¹¹⁵ **הליכי הפיטורין של חבר במועצה המנהלת** (והעברת ראש המועצה המנהלת מתפקידו) **יעשו אף הם בהצבעה של המועצה המפקחת**. ככלל, פיטורין יתרחשו רק **בהתקיים "נסיבות ראיות"** (ein wichtiger Grund). כך, הליכים אלה יכולים, בין היתר, להיעשות במקרים הבאים (רשימה לא סגורה) – הפרה משמעותית של החובות המוטלות על אותו אדם, העדר יכולת לנהל את החברה כהלכה, לאחר הצבעה באסיפה הכללית. **הצבעה זו תהיה בעלת תוקף אלא אם נקבע אחרת בידי בית משפט**.¹¹⁶ אם מסיבה כלשהי לא מאויישת משרה במועצה המנהלת, יכול צד המעוניין בכך לפנות לערכאות שיפוטיות ולדרוש כי בית המשפט ימנה אדם כחבר במועצה המנהלת. מינוי מסוג זה יפקע בהקדם האפשרי ובמועד הראשון שבו המשרה מאויישת בדרכים הרגילות.¹¹⁷

לסיכום, כפי שהוצג לעיל, בעוד שהמועצה המנהלת כוללת נציגים בכירים מהנהלת התאגיד ועיקר עיסוקה בניהול השוטף של התאגיד (מה שבדין האנגלו-אמריקני ובישראל מתבצע בידי נושאי המשרה של החברה, ובראשם המנכ"ל), המועצה המפקחת (כפי שמשמע משמה), מפקחת על פעילות המועצה המנהלת, ועיקר סמכויותיה מתמצות במינוי ופיטורין של חבריה ובייצוג האינטרסים של התאגיד מולה (פעולה המבוצעת לעיתים במדינות אחרות בידי מערך הביקורת או הדירקטורים החיצוניים של החברה). לאור זאת, הרי שהמבנה הייחודי בדין הגרמני של המועצות והרכבן ובפרט שילוב נציגי העובדים, שמטרתם המוצהרת היא ייצוג של האינטרסים שלהם (להבדיל מהאינטרסים של בעלי המניות המיוצגים בידי יתר חברי המועצה), משיג את התכליות **העומדות בבסיס קביעת הוראות בדבר דירקטורים חיצוניים או דירקטורים עצמאיים בתאגיד במדינות אחרות**.¹¹⁸

3.2. קוד הממשל התאגידי

כפי שניתן להבין, המבנה התאגידי הייחודי בגרמניה מנוע את היווצרות חלק מבעיות הממשל התאגידי שעולות במדינות אחרות ברחבי העולם. למרות זאת, גם בגרמניה, בדומה ליתר מדינות העולם, **נערכו רפורמות משמעותיות בדיני התאגידים בשנים האחרונות**. רפורמות אלה הונעו מתוך רצון **לשפר ולשכלל את שוק ההון בגרמניה** (ובעקבות כך להגדיל את היקפי המסחר בגרמניה), להפוך אותו **למבוסס יותר על כלכלה חופשית ומנגנוני שוק** (Market-oriented) ולאפשר **שקיפות גדולה יותר** למשקיעים בו.¹¹⁹ במסגרת רפורמות אלה נקבע קוד הממשל התאגידי הגרמני, המבוסס על תפיסה של "אמץ או גלה", לפיה תאגיד צריך לאמץ את ההמלצות שבקוד הממשל התאגידי, או לחילופין להבהיר מדוע בחר שלא לאמץ המלצות ספציפיות שאינן מתאימות לפעילותו או למבנהו.

¹¹⁴ AktG, § 84(1).

¹¹⁵ AktG, § 84(2).

¹¹⁶ AktG, § 84.

¹¹⁷ AktG, § 85.

¹¹⁸ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. L. 73 (2007).

¹¹⁹ Ulrich Noack & Dirk Zetsche, "Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade", 16 European Business Law Review 5, 1033-64 (2005). Christel Lane, "Changes in corporate governance of German corporations: convergence to the Anglo-American model?" Competition & Change, vol. 7, numbers 2-3, 2003, pp. 79-100(22).



קוד הממשל התאגידי מיועד לכל סוגי התאגידים הנסחרים בגרמניה, והוא כולל, בין היתר, את ההוראות הבאות ומבוסס על העקרונות והמנגנונים הבאים:¹²⁰

- קוד הממשל התאגידי הגרמני נקבע בידי ועדה מיוחדת, שמונתה לצורך כך בידי שר המשפטים הגרמני בשנת 2001, והוא כולל המלצות בנושאים שונים המתעדכנות מעת לעת עבור תאגידים נסחרים (ראו להלן).¹²¹
- עיגון קוד הממשל התאגידי נעשה במסגרת חוק תאגיד בעל מניות (Aktiengesetz),¹²² הקובע כי הנהלות התאגיד (המועצה המפקחת ומועצת המנהלים) יגישו בכל שנה דו"ח בדבר היענות להמלצות הקוד, או לחילופין יצהירו באופן פרטני על אותן ההמלצות שהתאגיד לא קיבל ויסבירו מדוע התאגיד לא קיבל אותן. לצורך הגברת השקיפות, הדו"ח צריך להיות מפורסם באתר האינטרנט של התאגיד המדווח.¹²³
- הקוד עוסק בנקודות המרכזיות הבאות: זכויות ומוקדי האינטרסים של בעלי המניות (אפשרות להצבעה באמצעות שלוחים והשימוש בפרוקסי, אישור הדו"חות ועוד); פיצול הסמכויות בין שתי הנהלות (חתירה לשיתוף פעולה בין המועצות, אחריות להעברת מידע בין המועצות, היקף הדיווחים ביניהן ועוד); כללי השקיפות והגילוי של תאגידים בגרמניה; עצמאות המועצות המפקחות (אחריות המועצה, המטלות של יו"ר המועצה, יצירת ועדות משנה של המועצה ועוד); עצמאותם של המבקרים המכהנים בתאגיד.¹²⁴ על פניו, חלק מהוראות אלה, ובפרט אלה שנועדו להפריד בין הנהלות של התאגיד (כגון הכללים בדבר קביעת שכר של המועצה המנהלת בידי המועצה המפקחת), כללי השקיפות שנועדו להציף מידע בין המועצות ואל האסיפה הכללית ובעלי המניות והכללים בדבר עצמאות מבקרים נועדו לקידום אותן התכליות שלשמן נקבעו מנגנונים דומים בדין האנגלו-אמריקני.¹²⁵

¹²⁰ [The German Corporate Governance Code](#) as amended on May 26, 2010.

¹²¹ להרחבה ראו [אתר הוועדה לקביעת קוד ממשל תאגידי בגרמניה](#).

¹²² וזאת באמצעות התיקונים שהוכנסו בחוק החברות הגרמני באמצעות חוק השקיפות והגילוי הגרמני משנת 2002: The law to further reform stock corporation and accounting legislation, on transparency and disclosure (Transparency and disclosure law) of July 19, 2002.

¹²³ The German Stock Corporation Law, § 161.

¹²⁴ להרחבה ראו [אתר הוועדה לקביעת קוד ממשל תאגידי בגרמניה](#).

¹²⁵ ראו הערת שוליים 106 לעיל (כמו גם הדוגמאות הבולטות המעוגנות בסעיפים 87, 90 ו-105 לחוק). כמו כן, ראו: [The German Corporate Governance Code](#) as amended on May 26, 2010. [German Panel on Corporate Governance, Corporate Governance Rules for Quoted German Companies](#), January 2000.



4.1. כללי – הממשל התאגידי בשבדיה

עקרונות הממשל התאגידי בשבדיה התפתחו בעשורים האחרונים בדומה לעקרונות הממשל התאגידי במדינות רבות, ובכל זאת, הממשל התאגידי בשבדיה שונה באופן מהותי, הן מהמודל במדינות המשפט המקובל והן מהמודל הדו-שכבתי (two-tier) הנהוג בגרמניה כאמור לעיל ובמדינות אחרות שאימצו את המודל הגרמני.¹²⁷ עקרונות אלה מעוגנים הן בחקיקה והן בהסדרה דיספוזיטיבית בדמות קוד הממשל התאגידי.

ב-2005 נחקק בשבדיה **חוק חברות חדש** (Swedish Companies Act)¹²⁸ (להלן בפרק זה: **חוק החברות של שבדיה** או **החוק**). באותה שנה, לאחר דיונים רבים, נכנס לתוקפו קוד הממשל התאגידי (Swedish Corporate Governance Code)¹²⁹ (להלן בפרק זה: **קוד הממשל התאגידי** או **הקוד**) ובמקביל, הוקמה מועצת הממשל התאגידי של שבדיה (Corporate Governance Board) שבין תפקידיה ניטור וניתוח של יישום הקוד ותיקונו במידת הצורך.

קוד הממשל התאגידי מהווה חלק משיטת ההסדרה העצמית בשבדיה ומטרתו לשפר את הממשל התאגידי של חברות הנסחרות בשבדיה, תוך קביעת נורמות לממשל תאגידי ברמה גבוהה מזו הקבועה בחוק. **הקוד מבוסס על גישה של "אמץ או גלה"** (comply or explain), שלפיה החברות שהקוד חל עליהן אינן מחוייבות בהכרח לאמץ את כל הכללים המופיעים בו; אם חברה מוצאת שכלל כלשהו אינו מתאים לה – היא רשאית שלא לאמץ, אך עליה לציין בבהירות כי היא אינה מאמצת את הכלל, ולהסביר את ההסדר החלופי שבחרה ואת הסיבות לכך. הנוסח המעודכן של הקוד נכנס לתוקף בפברואר 2010 ו**חל על כל החברות השבדיות הנסחרות בשוק מפוקח (regulated market) בשבדיה**.¹³⁰

ביסודו של דבר, **התפיסה בשבדיה, בדומה ליתר מדינות העולם, היא שמטרת הממשל התאגידי להבטיח שחברות – אשר מנוהלות בידי מי שאינם בעלי המניות שלהן – ינוהלו למעשה על-פי האינטרסים של בעלי המניות ולטובתם**. בחברות הנסחרות בבורסה, ובייחוד ככל שפיזור המניות גדול יותר, עולה הסיכוי לניהול שאינו מביא בחשבון את טובת כלל בעלי המניות.¹³¹

לפי השיטה הנהוגה בשבדיה, כמו גם במדינות נוספות, אסיפת בעלי המניות היא הגוף העומד בראש הפירמידה של הממשל התאגידי, והדירקטוריון וההנהלה כפופים לה וחייבים לפעול על-פי החלטותיה, ככל שאלה אינן נוגדות את תקנון החברה או החוק. על-פי החוק, אסיפת בעלי המניות היא הגוף המוסמך

¹²⁶ פרק זה מבוסס בעיקרו על מקורות אלה:

▪ [אתר מועצת הממשל התאגידי של שבדיה](#) (Corporate Governance Board), תאריך כניסה: 8 בספטמבר 2013;

▪ George W. Dent Jr., [Corporate Governance: The Swedish Solution](#), 64 *Florida Law Review* (2012) p. 1633.

¹²⁷ [אתר מועצת הממשל התאגידי של שבדיה](#) (Corporate Governance Board), תאריך כניסה: 8 בספטמבר 2013.

¹²⁸ The Swedish Companies Act (SFS 2005:551), as amended by SFS 2005:836, [English translation](#), viewed: September 8th 2013.

¹²⁹ [Swedish Corporate Governance Code](#), applicable from 1 February 2010, [English translation](#) available on the Swedish Corporate Governance Board website, viewed: October 2nd 2013.

¹³⁰ [אתר מועצת הממשל התאגידי של שבדיה](#), תאריך כניסה: 2 באוקטובר 2013.

¹³¹ George W. Dent Jr., [Corporate Governance: The Swedish Solution](#), 64 *Florida Law Review* (2012) p. 1633, 1635-1636.



למנות דירקטורים, וכפי שיוצג להלן, היא גם זו הממנה את ועדת המינויים (שתפקידה להמליץ על מועמדים לכהונת דירקטורים); בוועדה זו לא מכהנים נציגי הנהלה והיא מורכבת ברובה ממי שאינם דירקטורים ואינם תלויים בחברה או בהנהלתה. מודל זה מגשים הלכה למעשה את התכליות העומדות ביסוד מינוי דירקטורים חיצוניים במדינות אחרות בכך שהוא מבטיח את עצמאותם ואי-תלותם של הדירקטורים.

4.2. מינוי דירקטורים בשבדיה

חוק החברות של שבדיה וקוד הממשל התאגידי קובעים הוראות בדבר מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות, כאשר חלק מהוראות אלה מטרתן להגן על בעלי מניות המיעוט תוך **ביסוס החובה לוודא שהדירקטורים, או לפחות חלקם, יהיו עצמאים ובלתי-תלויים בחברה, בהנהלתה ובבעלי מניות מרכזיים בה.**

4.2.1. הוראות החוק

פרק 8 לחוק החברות של שבדיה קובע הוראות בדבר ניהול החברה, הדירקטוריון ומינוי דירקטורים. להלן עיקרי ההוראות:¹³²

- בכל חברה יהיו שלושה גופים מקבלי החלטות: אסיפת בעלי המניות (Shareholders' Meeting), מועצת המנהלים (דירקטוריון-Board of Directors) ומנהל כללי (CEO); בנוסף יהיה בה גוף פיקוח בדמות המבקר (Auditor). הדירקטוריון אחראי לניהול החברה, בכפוף להוראות שניתנות לו על-ידי אסיפת בעלי המניות.
- **בחברה ציבורית יהיו לפחות שלושה דירקטורים ומנכ"ל החברה לא ישמש כיו"ר הדירקטוריון.**
- **ככלל אסיפת בעלי המניות תמנה את הדירקטורים**; מותר לקבוע בתקנון החברה שהמינוי ייעשה בדרך אחרת, ובלבד שסמכות המינוי לא תואצל לדירקטוריון או למי מהדירקטורים המכהנים. **בחברה ציבורית אסיפת בעלי המניות תמנה למעלה ממחצית הדירקטורים.**
- לפני מינוי דירקטור בחברה ציבורית, יימסר לאסיפת בעלי המניות מידע בדבר המועמדים לכהונה כדירקטורים בכל הנוגע לכהונתם בתפקידים בחברות אחרות.
- לפי החוק **כהונה של דירקטור תסתיים עם תום אסיפת בעלי המניות השנתית בשנה שלאחר מינויו.** עם זאת, מותר לקבוע בתקנון החברה תקופת כהונה ארוכה יותר ובלבד שהכהונה תסתיים לכל המאוחר עם תום אסיפת בעלי המניות השנתית **בשנה הרביעית שלאחר המינוי.**

4.2.2. ההוראות בקוד הממשל התאגידי

בקוד הממשל התאגידי נקבעו הוראות נוספות באשר למינוי דירקטורים בחברות שהקוד חל עליהן – כלומר, חברות נסחרות:

¹³² ראו גם באתר מועצת הממשל התאגידי של שבדיה.



ועדת מינויים

לחברה ציבורית תהיה ועדת מינויים (nomination committee) – ועדה שתפקידה להציע בפני אסיפת בעלי המניות מועמדים לכהונה כדירקטורים וכיו"ר הדירקטוריון (כמו גם מועמד לתפקיד המבקר)¹³³ – שיחולו עליה הוראות אלה:¹³⁴

- אסיפת בעלי המניות תמנה את חברי ועדת המינויים או תקבע את אופן מינויים. **בוועדה יכהנו שלושה חברים לפחות, שרובם יהיו בלתי-תלויים בחברה ובהנהלתה** (executive management) (לפי קריטריונים שיפורטו [להלן](#)). חברי ההנהלה לא יהיו חברים בוועדת המינויים, ולפחות חבר אחד בוועדה יהיה בלתי-תלוי בבעל המניות הגדול ביותר (במונחי זכות הצבעה) או בכל קבוצת בעלי מניות הפועלים יחד לשליטה בחברה.
 - **דירקטורים רשאים לכהן בוועדת המינויים, אך לא יהוו רוב בה ולא יכהנו כיו"ר הוועדה.** אם מכהן בוועדה יותר מדירקטור אחד, יתר הדירקטורים יהיו בלתי-תלויים בבעלי מניות עיקריים בחברה (major shareholder) (לפי השיקולים שיפורטו [להלן](#)).¹³⁵
 - חברה תפרסם באתר האינטרנט שלה את שמותיהם של חברי ועדת המינויים ואם בעל מניות מינה חבר ועדה כלשהו – יש לציין זאת. בעלי מניות רשאים להמליץ על מועמדים לכהונה בפני הוועדה; האופן שבו יתבצע הליך ההמלצה יפורסם אף הוא באתר החברה.
 - **הצעות ועדת המינויים למינוי חברי דירקטוריון יוצגו בהודעה על כינוס אסיפת בעלי המניות ובאתר האינטרנט של החברה.** בהודעה יצוינו פרטים אישיים ומקצועיים על המועמדים, לרבות באשר לקשרים מקצועיים וכלכליים שלהם עם החברה, וכן את הטעמים להמלצות בכל הנוגע לעמידה בדרישות הקוד בדבר הרכב הדירקטוריון (שיפורטו [להלן](#)). **עוד תכלול ההודעה הכרעה באשר לשאלה האם המועמד בלתי-תלוי בחברה ובהנהלתה.** אם מדובר בחידוש מינוי – יש לציין מתי המועמד מונה לראשונה.
 - באסיפת בעלי המניות על הוועדה לפרט כיצד הגיעה להמלצותיה ולהסביר אותן בפני האסיפה.
- הרכב הדירקטוריון ומספר החברים בו**¹³⁶
- ככלל, לפי הקוד, דירקטוריון של חברה יכול הרכב ומספר חברים שיאפשר ניהול ענייניה של החברה בעילות ובהגינות. לשם כך, לפי הקוד יש לפעול לפי הוראות אלה:
 - הרכב הדירקטוריון יותאם לפעילויות החברה, לשלב ההתפתחות שלה (phase of development) ולנסיבות רלוונטיות נוספות. ההרכב בכללותו ישקף גיוון (diversity) ויכלול בעלי רקע, כישורים וניסיון בתחומים שונים.
 - **לא יותר מנציג אחד מהנהלת החברה או של חברות בנות שלה (subsidiary) רשאי להיות חבר בדירקטוריון.**¹³⁷

¹³³ ועדת המינויים גם אחראית להציע לאסיפת בעלי המניות הצעות בדבר תשלום שכרם של חברי הדירקטוריון.

¹³⁴ פרק 2 לקוד.

¹³⁵ להגדרת בעל מניות עיקרי – ראו [להלן](#).

¹³⁶ פרק 4 לקוד.

¹³⁷ אם כי רשאי לכהן בדירקטוריון עובד החברה המקבל שכר מהחברה שאינו חלק מהנהלה.



▪ **רוב חברי הדירקטוריון יהיו בלתי-תלויים בחברה ובהנהלתה.** שאלת התלות של כל דירקטור תיבחן תוך הערכה כללית של כל הגורמים הרלוונטיים לשאלת עצמאותו. הקוד מפרט את **הקריטריונים שיש לשקול בבחינת עצמאותו של כל מועמד לכהונת דירקטור:**

(1) האם המועמד כיהן כמנכ"ל של החברה או של חברה בעלת זיקה קרובה אליה (closely related company, ראו להלן) בחמש השנים החולפות ;

(2) האם המועמד מועסק על-ידי החברה או חברה בעלת זיקה קרובה אליה, או האם הועסק על-ידן בשלוש השנים החולפות ;

(3) האם המועמד מקבל מהחברה או מחברה בעלת זיקה קרובה אליה או מחבר ההנהלה שלה תמורה משמעותית (not insignificant remuneration) בעבור ייעוץ או שירותים אחרים, מעבר לתפקידו בדירקטוריון ;

(4) האם למועמד היו בשנה החולפת התקשרויות עסקיות משמעותיות או קשרים כלכליים משמעותיים עם החברה או עם חברה בעלת זיקה קרובה אליה, בין השאר כלקוח, כספק או כשותף, בין כיחיד ובין כחבר הנהלה, כחבר דירקטוריון או כבעל מניות עיקרי בחברה שיש לה קשר עסקי כאמור עם החברה.¹³⁸

(5) האם המועמד השתתף בביקורת על החברה כשותף או כעובד של המבקר של החברה או של חברה בעלת זיקה קרובה במהלך שלוש השנים החולפות.

(6) האם המועמד הוא חבר הנהלה של חברה אחרת, בו בזמן שחבר בדירקטוריון של החברה האחרת הוא חבר בהנהלה של החברה הרלוונטית למינוי.

(7) האם למועמד יש קשר משפחתי קרוב (close family relationship) עם אדם בהנהלת החברה, או עם אדם אחר צוויין בסעיפים לעיל, אם היקף קשריו הישירים או העקיפים של אותו אדם עם החברה הם בהיקף או בחשיבות (of such magnitude or significance) שיצדיקו את הדעה כי אין לראות את המועמד כבלתי-תלוי.

בהקשר זה, **חברה בעל זיקה קרובה** היא חברה נוספת שבה החברה הרלוונטית מחזיקה, במישרין או בעקיפין, ב-10 אחוזים לפחות של המניות, אינטרס הבעלות (ownership interest) או זכויות ההצבעה, או החזקה כלכלית המעניקה זכות ל-10 אחוזים לפחות של הרווחים. אם החברה מחזיקה בלמעלה מ-50 אחוזים מהמניות של חברה אחרת, מאינטרס הבעלות או מזכויות ההצבעה בה, יש לייחס לה החזקה ישירה של בעלותה של החברה האחרת בחברות אחרות.

▪ **לפחות שניים מבין חברי הדירקטוריון שהינם בלתי-תלויים בחברה ובהנהלתה יהיו בנוסף גם בלתי-תלויים בבעלי המניות העיקריים בחברה.** בהקשר זה, **בעל מניות עיקרי** הוא מי ששולט בעשרה אחוזים מהמניות או מזכויות ההצבעה בחברה, במישרין או בעקיפין. כדי לבחון את עצמאותו של המועמד לכהונה כדירקטור יש לבחון את היקף קשריו, הישירים והעקיפים, עם בעלי מניות עיקריים. מועמד שמועסק בחברה שהיא בעלת מניות עיקרית בחברה הרלוונטית, או מכהן בה כדירקטור – לא ייחשב בלתי-תלוי.

¹³⁸ לפי הקוד, אין להחיל קריטריון זה במקרה של קשר עסקי רגיל של לקוח בבנק.



▪ כל מועמד לכהונה כדירקטור בחברה חייב לספק לוועדת המינויים שלה מידע מספק שיאפשר הערכה של עצמאותו כאמור לעיל.

▪ מינוי לדירקטוריון יהיה לתקופה שעד לתום אסיפת בעלי המניות השנתית הבאה.

כפי שצוין לעיל, הוראות קוד הממשל התאגידי שפורטו מחייבות את החברות בשיטה של "אמץ או גלה"; לכן על החברות לדווח בדוח שנתי על יישום הוראות הקוד, ובפרט לציין אילו מהכללים בו הן אינן מאמצות ולהסביר את ההסדרים החלופיים שבחרו ואת הסיבות לכך.

