

אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט

מאת

הדס אהרוני ברק*

החשש שמא בעל שליטה בתאגיד ינתב לכיסו תועלת פרטית שאינה משותפת לכלל בעלי המניות במהלך עריכת עסקאות בינו לבין החברה הוא חשש לא מבוטל בשוקי הון ריכוזיים. חשש זה הוא אתגר מרכזי בדיני התאגידים, וההתמודדות עמו נחלקת לרגולציה מתאימה ולאכיפה נלווית נאותה. כדי לממש את מטרות הרגולציה נדרשת אכיפה אופטימלית נלווית. הדרך המקובלת לאכיפת עסקאות עם בעל השליטה היא אכיפה פרטית, דוגמת הגשת תביעה ייצוגית או נגזרת.

רשימה זו מתמקדת בהיבטים תאורטיים של סוגיית האכיפה ובוחנת מהי האכיפה הרצויה כשמדובר בעסקאות עם בעל השליטה: האם אפשר להסתפק באכיפה פרטית או שמא יש מקום גם לאכיפה ציבורית? הגנה על בעלי מניות מן המיעוט בשוק הון ריכוזי דורשת אכיפה אפקטיבית. רשימה זו מציעה הצדקה תאורטית לאכיפה מקבילה, פרטית וציבורית, לעסקאות עם בעל השליטה. טיב ההצדקה מותאם למישורי הגילוי והמהות בעסקאות אלו תוך התייחסות להיקף ההתערבות בשיקול הדעת של התאגיד. כן מציעה רשימה זו מתווה ראשוני ליישום ההצדקה התאורטית לאכיפה ציבורית בישראל.

מבוא. א. עסקאות עם בעל השליטה והגנה על המיעוט. 1. כללי; 2. מישור הגילוי ומישור המהות; ב. אכיפה בשוק ההון. 1. אכיפה ציבורית; 2. אכיפה פרטית; 3. אכיפה קיימת לעסקאות עם בעל השליטה; 4. עקרונות מוצעים לאכיפה בשוק הון ריכוזי; 5. אכיפה מקבילה? ג. מישור התערבות I – גילוי. 1. גילוי והחצנות; 2. חשיבות המידע; 3. ניתוח האכיפה בארצות הברית; ד. מישור התערבות II – מהות. 1. האם אפשר להצדיק את המצב הקיים? 2. תמצית ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות; 3. משתנים שוקיים ומשפטיים; ה. מתווה ראשוני למודל ישראלי. סיכום.

* ד"ר למשפטים (LLD), האוניברסיטה העברית בירושלים. מרצה לדיני תאגידים וניירות ערך בפקולטת למשפטים באוניברסיטה העברית ובאוניברסיטת בר אילן. מאמר זה הוא עיבוד של פרק בעבודת הדוקטור שלי, שכותרתה "אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט". תודתי נתונה למנחה עבודת הדוקטור פרופ' אסף חמדני על הנחייתו ולחברי הוועדה המלווה על עצותיהם המועילות במהלך כתיבת העבודה.

מבוא

עסקאות עם בעלי שליטה הן תופעה רווחת בשוקי הון ריכוזיים. כאשר בעל שליטה הוא צד לעסקה עם החברה, האינטרס שלו בביצוע העסקה שונה מזה של יתר בעלי המניות, ומתעורר חשש שמא העסקה אינה נערכת לטובת החברה אלא לטובתו האישית. החשש שמא בעל השליטה ינתב לכיסו תועלת פרטית שאינה משותפת לכלל בעלי המניות במהלך עריכת עסקאות אלו הוא חשש לא מבוטל ואתגר מרכזי בדיני התאגידים. ההתמודדות עם חשש זה נחלקת לרגולציה מתאימה ולאכיפה נלווית נאותה. מדינות רבות ברחבי העולם מסדירות עסקאות עם בעלי שליטה ברגולציה כופה שנועדה להגן על בעלי מניות מן המיעוט. הגנה זו קריטית להתפתחות שוק ההון ולהגדלת היקף הצמיחה במשק. אין מדובר בהגנה על אינטרסים פרטיים של בעלי מניות בחברה מסוימת אלא על אינטרס ציבורי כללי. אינטרס זה נובע מהשלכות מערכתיות של היעדר הגנה למיעוט, דוגמת התקדמות פיננסית אטית ולא מספקת ואי-מיצוי של פוטנציאל הצמיחה במדינה. ברגולציה בלבד לא די. רגולציה כשלעצמה עשויה להיוותר כאות מתה בספר החוקים וזולת אם יש בצדה מנגנוני אכיפה שיקדמו את מטרותיה. כדי לממש את מטרות הרגולציה נדרשת אכיפה אופטימלית נלווית. הדרך המקובלת לאכיפת עסקאות עם בעל השליטה היא אכיפה פרטית, דוגמת הגשת תביעה ייצוגית או נגזרת. רשימה זו מתמקדת בהיבטים תאורטיים של סוגיית האכיפה ובוחנת מהי האכיפה הרצויה כשמדובר בעסקאות עם בעל השליטה: האם אפשר להסתפק באכיפה פרטית או שמא יש מקום גם לאכיפה ציבורית? ¹ כן מציעה רשימה זו מתווה ראשוני ליישום ההצדקה התאורטית לאכיפה ציבורית בישראל.

רשימה זו מציעה להבחין בין שני מישורי התערבות שונים בעסקאות עם בעל השליטה – גילוי ומהות – ומציעה הצדקה נורמטיבית מתאימה לכל אחד מהם. במישור הגילוי, העוסק בסוגיות של איתור ודיווח, אכיפה ציבורית היא יסוד מושכל בדיני ניירות ערך, והדין מתמקד בשאלה אם וכיצד היא ישימה בהקשר הנוכחי. במישור המהות, המתמקד בטיב העסקה, מוצע להפעיל אכיפה ציבורית לפי קיומם או היעדרם של כמה משתנים שוקיים ומשפטיים, והמרכזי שבהם הוא קיומה או היעדרה של אכיפה פרטית אפקטיבית.

סדר הדיון הוא כדלקמן: חלק א דן בעסקאות עם בעלי שליטה בשוק הון ריכוזי ומתאר את חשיבותן בהקשר של הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט תוך הצעת שני

1 רשימה זו דנה בהצדקה התאורטית של אכיפה ציבורית לעסקאות עם בעלי שליטה ובהשלכות ישראליות אפשריות להצדקה זו, אולם אינה מרחיבה בשאלות משנה קשורות דוגמת היחס בין דיני תאגידים לדיני ניירות ערך, או פירוט והרחבה מלאה למודלים השונים של אכיפה ציבורית. בנוסף, הדיון מתמקד בעסקאות עם בעלי שליטה בלבד כסוגיה אקוטית בשוק הון ריכוזי, אף שאפשר לדון בהצדקה לאכיפה ציבורית גם כאשר לסוגיות נוספות בדיני תאגידים.

מישורי התערבות אפשריים בעסקאות עם בעלי שליטה: מישור הגילוי ומישור המהות. חלק ב' עוסק בהיבטים שונים של אכיפה פרטית וציבורית בשוק ההון, בהדגשת אלמנטים ייחודיים לשוק הון ריכוזי, מציג בקווים כלליים את האכיפה הקיימת בעניינם כיום בישראל ובארצות הברית ודן בשאלה אם ומתי רצויה אכיפה מקבילה, ציבורית ופרטית גם יחד. חלק ג' עוסק בהצדקה למעורבות אכיפתית מקבילה של רשות ציבורית וגופים פרטיים במישור הגילוי. חלק ד' בוחן את ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות. חלק ה' מציג מתווה ראשוני ליישום הצעת הרשימה בישראל.

א. עסקאות עם בעל השליטה והגנה על המיעוט

1. כללי

בעל השליטה עשוי לערוך עסקאות בינו לבין החברה או עסקאות נוספות שבהן יש לו עניין אישי.² כאשר בעל שליטה הוא צד לעסקה עם החברה, האינטרס שלו בביצוע העסקה שונה מזה של יתר בעלי המניות, ומתעורר חשש שמא העסקה אינה לטובת החברה אלא לטובתו האישית. החשש המרכזי בעסקאות עם בעל השליטה הוא שתנאי העסקה טובים לחברה פחות מתנאי עסקה שבה היה נערך משא ומתן בין צדדים רחוקים. עמידתו של בעל השליטה משני עברי המתרס יוצרת פגם מובנה בהליך ההתקשרות בעסקאות אלו. לעתים גם אם העסקה בוצעה לטובת החברה היה אפשר להשיג במסגרתה ערך גבוה יותר בשביל החברה. בעל השליטה אף עשוי לנצל את השפעתו בחברה כדי להביא אותה להתקשרות בעסקאות שאינן לטובתה תוך התעשרות עצמית שלו על חשבון החברה ובעלי מניות המיעוט.

ניגוד העניינים שבו מצוי בעל השליטה בעת עריכת עסקה עמו אינו מוביל בהכרח למסקנה כי מדובר בעסקה גרועה מבחינת החברה. לא כל עסקה שמיטיבה עם בעל השליטה משמעה, מניה וביה, פגיעה בחברה. ייתכנו עסקאות רצויות עם בעל השליטה הממקסמות את פוטנציאל הרווח של החברה. לעתים יש בעסקאות אלו סינרגייה עם עסקיו הפרטיים של בעל השליטה, או שהוא הגורם היחיד המוכן להסתכן בהתקשרות עם

2 לדוגמה, אפשר שבעל השליטה: א. ימכור לחברה נכס פרטי במחיר מופרז, או ירכוש מן החברה נכס במחיר הנמוך ממחיר השוק; ב. יעמיד ערבויות של החברה לטובת עצמו או חברות בשליטתו; ג. יתקשר עם החברה, במישרין או בעקיפין, בחוזה למתן שירותים רגילים או פיננסיים במחירים מופרזים; ד. ימנה לתפקיד ניהול קרובי משפחה או אחרים שהוא חפץ ביקרם שאינם בהכרח בעלי כישורים מתאימים לתפקיד. עסקאות אלו מוסדרות באמצעות פרק ה' לחוק החברות, התשנ"ט–1999 ותקנות ניירות ערך (עסקה בין החברה לבעל השליטה בה), התשס"א–2001 (להלן: תקנות ניירות ערך).

עם החברה.³

הבעייתיות הפוטנציאלית בעסקאות עם בעלי שליטה אינה מתמצה רק באבדן ערך לבעלי מניות המיעוט אלא גם נובעת מהשלכות רוחביות אפשריות בשוק ההון. הגנה נאותה לבעלי מניות מיעוט, המפחיתה את יכולת בעל השליטה להפיק תועלת פרטית מן השליטה, היא אינטרס ציבורי בעל השלכות רוחביות בשוק ההון, החורגות מגדרי חברה זו או אחרת. התמודדות עם עסקאות עם בעלי שליטה שבאמצעותן עשוי בעל השליטה להיטיב אך את מצבו שלו תוך פגיעה בחברה היא רכיב מרכזי בהגנה על זכויות בעלי מניות מן המיעוט.

ספרות אמפירית נרחבת מדגישה את ההשפעה החיובית של הגנה על משקיעים על התפתחות פיננסית בשוק ההון, וכיצד התפתחות זו משפיעה לחיוב על צמיחה כלכלית במשק.⁴ הגנה על משקיעים משפרת לא רק את מצבו של בעל מניות מן המיעוט ברמת החברה הבודדת, בשל עלייה צפויה בערכה וביצועיה,⁵ אלא היא גם אינטרס ציבורי כלל-מדינתי. הגנה על זכויות בעלי מניות מן המיעוט מזוהה עם שוקי הון עמוקים ונזילים יותר ותורמת להשקעות נוספות בשוק ההון וליכולת מוגברת של החברה לגייס הון חיצוני.⁶ להגנה על משקיעים השלכות רוחביות בשוק ההון: בעלי מניות מן המיעוט

3 עוד ייתכן כי הקרבה בין הצדדים לעסקה תוביל לחיסכון בעלויותיה באמצעות השלמה מהירה של תנאיה ומאמצי ההתקשרות בה.

4 לסקירה מקיפה בנושא ראו Stephen J. Choi, *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets*, 80 TEX. L. REV. 1657, 1659–1694 (2002). לביקורת על רגולציה שמגנה על המיעוט, בטענה כי היא מדכאת פעילות חדשנית במדינה, ראו FILIPPO BELLOC, THE DARK SIDE OF SHAREHOLDER PROTECTION: CROSS COUNTRY EVIDENCE FROM INNOVATION PERFORMANCE 1–4, 23–24 (2010). אסכולה נוספת רואה את פיתוח שוק ההון כתלוי בסיבות פוליטיות כלכליות ולא בסיבות משפטיות. ראו MARK J. ROE, POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE: POLITICAL CONTEXT, CORPORATE IMPACT 21–28 (2003); Marco Pagano & Paolo F. Volpin, *The Political Economy of Corporate Governance*, 93 AM. ECON. REV. 1005, 1005–1008 (2005).

5 הגנה חזקה למשקיעים משפיעה גם ברמת החברה וגורמת לפחות earnings managements ולביצועים טובים יותר. ראו Chrisitan Luez, Dhananjay Nanda & Peter D. Wysocki, *Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison*, 69 J. FIN. ECON. 505, 505–511 (2003); Leora F. Kalpper & Inessa Love, *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*, 10 J. CORP. FIN. 703, 703–709 (2004). לעמדה אמפירית אחרת, שלפיה ברמת החברה אין קשר בין הגנה משפטית למבנה הבעלות, ראו Clifford G. Holderness, *Do Differences in Legal Protections Explain Differences in Ownership Concentration?* 1–6 (Working Paper, April 2011), [www.hhs.se/DF/Seminars/Documents/Differences%20Law%20Ownership%20April%202011%20\(2\).pdf](http://www.hhs.se/DF/Seminars/Documents/Differences%20Law%20Ownership%20April%202011%20(2).pdf).

6 Franco Modigliani & Enrico Perotti, *Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets*, 18 MANAGERIAL & DECISION ECON. 519 (1997); Valentina G. Bruno

מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר עבור מניותיהם בידיעה כי הדין מגן עליהם מפני ניצול על ידי בעל השליטה. בד בבד בעל שליטה מוכן לצמצם את היקף בלוק השליטה שהוא מחזיק ולגייס הון מניות תוך גיוון השקעות. על פי רציונל זה, מחקרים אמפיריים העלו כי בשווקים שקיימת בהם הגנה חזקה למיעוט, הערכת השוק את מניות המיעוט גבוהה יותר (בערכי Q של Tobin), הבעלות במניות מבוזרת פחות, יש חברות ציבוריות רבות יותר ביחס לאוכלוסייה ושיעור הדיווידנדים גבוה יחסית.⁷

נוסף על כך, שוקי הון חזקים, שקיימת בהם הגנה משמעותית למשקיעים, מפחיתים את עלות גיוס ההון לחברות ומעודדים השקעה שמובילה לצמיחה כלכלית מהירה יותר.⁸ הגנה נאותה למשקיעים מקדמת תמחור נכון של המניות, מפחיתה מגבלות פיננסיות

& Stijn Claessens, *Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?*, 19 J. FIN. INTERMEDIATION 461 (2010) (חברות שלהן ממשל תאגידי טוב יותר מסתמכות על הון חיצוני).

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131, 1137–1146 (1997); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113, 1145–1151 (1998); Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147 (2002); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, 55 J. FIN. 1, 14–15 (2000); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 3, 13–17 (2000) תוקפם של ממצאים אמפיריים אלו אינו חף מביקורת. ראו Holger Spamann, *The "Antidirector Rights Index" Revisited*, 23 REV. OF FIN. STUD. 467, 470–473 (2010) <http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/reprint/hhp067?ijkey=8UuFfEOslQ0gC7y&keytype=ref>; ואף גישתם המתודולוגית אינה מובנת מאליה. ראו Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263, 1280–1305 (2009). אסכולה נפרדת בספרות קוראת תיגר על הטענה שהגנת משקיעים נעשית באמצעים משפטיים דווקא. ראו Brian R. Cheffins, *History and the Global Corporate Governance Revolution: The UK Perspective*, 43 BUS. HIST. 87, 100 (2001).

Rui Castro, Gian Luca Clementi & Glenn MacDonald, *Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth*, 119 Q.J. ECON. 1131, 1131–1135, 1166–1167 (2004); Binyamin Berdugo & Sharon Hadad, *How Does Investors' Legal Protection Affect Productivity and Growth?* 1–3, 28, 30, 32–33 (Ben-Gurion Univ. of the Negev, Monaster Ctr. for Econ. Research, Discussion Paper No. 09-08, July 2009), www.ec.bgu.ac.il/monaster/admin/papers/0908.pdf.

ומעודדת השקעה יעילה.⁹ התפתחות פיננסית מובילה לצמיחה כלכלית באמצעות שיפור האלמנטים האלה: ייצור מידע על אודות השקעה אפשרית וחלוקת הון; פיקוח על חברות וקיומו של ממשל תאגידי; ניהול, חלוקה ומסחר בסיכונים; נידוד ואגירה של חסכונות; הקלה על מסחר בטובין ושירותים. אלמנטים אלו משפיעים על החלטות החיסכון וההשקעה של פרטים ועל חדשנות טכנולוגית, ומקדמים צמיחה כלכלית.¹⁰ למשל, נמצא כי אינדיקטורים של צמיחה פיננסית מתואמים תיאום רב עם צמיחה כלכלית, ורכיבים ידועים מראש של אינדיקטורים לצמיחה פיננסית חוזים באופן משמעותי שיעורי צמיחה עתידיים,¹¹ וכי קיימת קורלציה חיובית בין נזילות שוק ההון והתפתחות בנקאית לבין שיעורי צמיחה עכשוויים ועתידיים.¹²

הספרות שנסקרה עד כה ממחישה את החשיבות הציבורית שיש להגנה על המיעוט, ועל בסיסה מובנת החשיבות שיש לעסקאות ראויות עם בעל השליטה, שאינן פוגעות בחברה ובבעלי מניות מיעוט. שאלה מקדמת היא אילו עסקאות הדין מבקש לקדם או לאסור באופן שתידרש להן אכיפה נלווית, קרי מהי אמת המידה הנורמטיבית שלפיה יש לבחון את טובת החברה. רשימה זו מציעה לבחון את טובת החברה לפי אמת מידה של יעילות, הנמדדת מנקודת מבטה של החברה (ולא של בעל השליטה). כדי להבטיח הגנה נאותה לבעלי מניות מן המיעוט יש להבטיח ביצוע עסקאות יעילות עם בעל השליטה ולמנוע את קיומן של עסקאות לא יעילות.

אפשר להגדיר שתי אמות מידה אפשריות ליעילות העסקה: האחת, אמת מידה של יעילות פרטו מתמקדת בהיעדר פגיעה לחברה מן העסקה שנערכה בניגוד עניינים, ואילו אמת המידה השנייה בוחנת, נוסף על היעדר פגיעה בחברה, גם את חלוקת הערך המוסף

9 R. David Mclean, Tianyu Zhang & Mengxin Zhao, *Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance and Growth*, 67 J. FIN. 313, 339–343 (2012). המאמר מצא כי הגנה על משקיעים מזוהה עם רגישות גבוהה ל-q ורגישות נמוכה לתזרים.

10 Ross Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35 J. ECON. LITERATURE 688 (1997); Ross Levine, *Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms*, in HANDBOOK OF ECONOMIC GROWTH 865 (Philippe Aghion & Steven N. Durlauf eds., 2005).

11 Robert G. King & Ross Levine, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, 108 Q.J. ECON. 717 (1993).

12 Ross Levine & Sara Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, 88 AM. ECON. REV. 537 (1998); Peter L. Rousseau & Paul Wachtel, *Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries*, 30 J. MONEY, CREDIT & BANKING 657 (1998) (התפתחות פיננסית היא נקודת מפתח להתפתחות כלכלית בארצות הברית, באנגליה ובקנדה); Jeffrey Wurgler, *Financial Markets and the Allocation of Capital*, 58 J. FIN. ECON. 187 (2000) (גודל שוק ההון מזוהה עם רווחה כלכלית כוללת).

בין הצדדים, ומבקשת להעביר לחברה נתח מרבי הימנו. הגדרה זו דורשת שהעסקה לא תפגע בתאגיד, וגם שהוא יקבל נתח גדול ככל האפשר מן הערך שנוצר בה. ההגדרה הראשונה מופיעה במאמרו של גושן, ואילו ההגדרה השנייה מופיעה אצל חמדני וחנס ואומצה בנסיבות מסוימות בפסיקה הישראלית.¹³ אף שאמת המידה הראשונה מקובלת יותר בספרות, אפשר למצוא תימוכין לאמת המידה השנייה בטיעונו של בבצ'וק, שלפיו חלוקת הערך המוסף בין הצדדים אקס פוסט משפיעה על תמריציהם אקס אנטה, קרי על היקף ההשקעה שלהם ועל הערך המוסף שנוצר במסגרת העסקה.¹⁴ חלוקת הערך בין בעל השליטה לחברה משפיעה על מחיר העסקה שביניהם, וכפועל יוצא מזה גם על שיעור הערך המוסף שנוצר במסגרתה. כיוון שאנו מעוניינים שעסקאות עם בעלי שליטה ייצרו ערך מוסף רב ככל האפשר, אזי יש ליתן את הדעת גם על חלוקת הערך המוסף בין החברה לבעל השליטה בה. ככלל, רשימה זו מבקשת לאמץ את ההגדרה השנייה ליעילות, אולם עמדה זו אינה משפיעה על המשך הניתוח והמסקנות שיוצגו בהמשך, הנכונים גם למקרה שבו תאומץ הגדרת היעילות הראשונה.¹⁵

החשיבות הרבה שיש לעסקאות עם בעלי שליטה הובילה מדינות שונות ליצור מנגנוני בקרה מקדימים שמטרתם להגן על בעלי מניות המיעוט מפני עסקאות פוגעניות. לדוגמה, בישראל החברה נדרשת ליתן גילוי נאות לעסקה ולקבל את אישור ועדת הביקורת, הדירקטוריון ורוב מבעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי בה. לעומת זאת בדלוור אין צורך באישורים מקדימים לעסקה, אולם היקף הביקורת השיפוטית על העסקה תלוי בקיומם או בהיעדרם של אישור של ועדת דירקטורים עצמאית או אישור של רוב מן המיעוט.¹⁶

13 זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (1998); אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 75, 87, ה"ש 45 (2008); ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות ע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011).

14 Lucian A. Bebchuk, *Property Rights and Liability Rules: The Ex Ante View of The Cathedral*, 100 MICH. L. REV. 601 (2001).

15 אפשרות ביניים בין הגדרות היעילות השונות היא בחירת ההגדרה המתאימה למישורי ההתערבות השונים של הרשות, גילוי ומהות, כפי שיתוארו בהמשך פרק זה. במישור הגילוי נתמקד ביעילות מהסוג הראשון ובמישור המהות ביעילות מהסוג השני. פיתוח תאורטי זה אינו נדרש לשם הצגת המודל המוצע, ולפיכך לא ארחיב על אודותיו. מכל מקום, הנחת המוצא ברשימה זו היא כי עסקה לא יעילה עם בעל השליטה אינה הוגנת כלפי המיעוט, ולפיכך אשתמש לחלופין בביטוי עסקה לא הוגנת או לא יעילה.

16 בישראל חובת הגילוי מעוגנת בס' 269 לחוק החברות ובתקנות ניירות ערך; אישור רוב מן המיעוט קבוע בס' 275 לחוק החברות; לדין בדלוור ראו Kahn v. Lynch, 638 A.2d 1110 (Del. 1994). לפירוט הדין החל במדינות נוספות ראו REINER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF*

גישה אפשרית היא כי לאחר אימוץ מנגנונים מעין אלה אין צורך באכיפה ובביקורת שיפוטית נלוות. רשימה זו מציגה עמדה שונה, ולפיה קיומם של מנגנוני אישור מקדימים אינו מיתר את הצורך באכיפה נלווית ובביקורת שיפוטית. אכיפה יעילה נדרשת בכל מקרה, אך סוג האכיפה משתנה לפי המודל המוצע לראשונה ברשימה זו. מבין אלו המסכימים לטענה כי נדרשת אכיפה לעסקאות עם בעלי שליטה, הגישה המקובלת היא שיש צורך באכיפה פרטית דווקא ולא באכיפה ציבורית. רשימה זו מחדשת וטוענת כי יש צורך בשילוב של מנגנוני אכיפה ציבורית כשמדובר בעסקאות עם בעלי שליטה.

2. מישור הגילוי ומישור המהות

רשימה זו מציעה להבחין בין שני מישורי התערבות באכיפת עסקאות עם בעלי שליטה – גילוי ומהות – ולדון בכל אחד מהם בנפרד. מישור הגילוי עוסק בפעולות אכיפה שמטרתן השגת גילוי ודיווח נאותים על עסקאות עם בעלי שליטה. מישור המהות בוחן את ליבת העסקה ונחלק לסוגיית האישורים, הבוחנת אם היא קיבלה את האישורים המתאימים על פי דין, ולסוגיית ההוגנות, הבודקת אם היא נערכה לטובת החברה מבחינה כלכלית-נורמטיבית.

מישור ההתערבות הראשון, מישור הגילוי, עוסק בפעולות אכיפה שמטרתן השגת גילוי ודיווח נאותים לעסקאות עם בעלי שליטה. סוגיות אלו שייכות בדרך כלל לדיני ניירות ערך, שבהם אכיפה ציבורית היא יסוד מושכל ודרך אכיפה מרכזית, אשר מעטים חולקים על נחיצותה. מישור זה כולל מקרים שונים: כאשר יש צורך בזיהוי ואיתור של עסקאות עם בעלי שליטה, כאשר מתעורר חשש לגילוי בעייתי מצד החברה, כאשר לקראת כינוס אספה כללית החברה מפרסמת גילוי חסר או מטעה, וכאשר חברה נמנעת מלדווח על עסקה שערכה עם בעל השליטה.

תחום פעילות רחב המצדיק את פעולת הרשות הוא זיהוי ואיתור עסקאות עם בעלי שליטה. מנגנוני אכיפה ציבורית יעילים במיוחד במקרים בהם נדרש מאמץ רב לשם איתור ההפרה.¹⁷ בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה מידת מאמץ זו כוללת לא רק את איתור זהותו של מפר החוק אלא גם, ובעיקר, את זיהוי שיטות הפעולה והבנת המהות הכלכלית האמתית של העסקה. פעמים רבות עסקה עם בעל שליטה נעשית באופן שלא קל לאתרה או להבין את השלכותיה מיד, ויש להשקיע מאמץ ניכר בהבנת מהותה האמתית. הפרות חוק בתחום הכלכלי מתבצעות במהלך עסקים רגיל של המפרים, המכירים היכרות עמוקה את הפעילות העסקית ובקיאם בה מאוד, והם יכולים להסוות

CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 157–168 (2nd ed. 2009).

17. STEVEN SHAVELL, FOUNDATION OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 572–581 (2004)

את הפעילות העבריינית באופן שתיחזה כתמימה. חציית הקו האסור במקרים אלו היא אינטואיטיבית פחות.

כאשר חברה נוקטת גילוי חסר או מטעה בדיווחיה לקראת כינוס אספה כללית, שבה צפוי דיון בעסקה עם בעל השליטה, קיימת הצדקה לפעילות אכיפה של רשות ציבורית. ללא מידע מלא של הפרטים המהותיים לעסקה החלטת בעלי המניות אינה מושכלת. ייתכן שלו היה מוצג לפני בעלי המניות מלוא המידע הרלוונטי, עמדתם באשר לעסקה הייתה שונה. במקרה זה מוצדק ליתן לרשות הציבורית סמכויות אכיפה לשם השגת גילוי מלא ומיטיבי בשביל בעלי המניות. בדומה לכך, רשאית רשות ניירות ערך בארצות הברית להגיש תביעה אזרחית נגד חברות שלא גילו לבעלי המניות את מלוא המידע בפרוקסי שנשלח לקראת מיוזג עתידי. הסיבה לנקיטת פעולת האכיפה היא כי בעלי המניות הצביעו על המיוזג ללא שהיה בידם המידע הנדרש על פי דין.¹⁸

גם כאשר החברה מקיימת את חובת הגילוי ומציגה לציבור פרטים על אודות עסקה שערכה עם בעל השליטה, אפשר שתעשה כן באופן שיחשוף טפח ויסתיר טפחים או באופן מניפולטיבי אחר, ומשכך נדרשת פעולת אכיפה ציבורית שתחשוף את מניעי העסקה ומהותה לאשורם. עלות איסוף מידע על ידי הרשות עשויה להיות נמוכה בהרבה מזו של גוף פרטי בשל חשיפתה לדוחות תקופתיים של חברות בעת ביקורת שגרתית, וכן בשל יכולתה להשתמש בכוחה של המדינה תוך הפעלת סמכויות שאינן מצויות בידי גופים פרטיים.¹⁹

מישור ההתערבות השני, מישור המהות, כולל אכיפה ציבורית באשר למהות העסקה שנערכה עם בעל השליטה.²⁰ עסקינן במצבים שבהם החברה זיהתה עסקה מסוימת

18 כך אירע בפרשת בנק אוף אמריקה והמיוזג עם מריל לינץ, שבה כשל הבנק בדיווח על אודות התגמול הצפוי למנהליו מן המיוזג. במסגרת הסכם פשרה בין הבנק לרשות הוא חויב לשלם סך פיצוי גבוה לבעלי המניות. קיימות דוגמאות נוספות לפעולות אכיפה דומות של הרשות. ראו SEC. v. Bank of Am. Corp., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 65,614 (S.D.N.Y. 22.2.2010); SEC. v. Wachovia Corp., Litigation Release No. 18958 (D.D.C. 4.11.2004), www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18958.htm; SEC v. Am. Equity Inv. Life Holding Co., Litigation Release No. 21431 (S.D. Iowa 3.3.2010), www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21431.htm.

19 ראו בהרחבה להלן בחלק הדין בסוגיית יתרון המידע. מקרה נוסף שבו מוצדקת פעילות אכיפה של רשות ציבורית הוא הימנעות מדיווח על עסקאות עם בעל השליטה, העשויה להיות גם עבירה פלילית, הדורשת את התערבות מוסדות המדינה בכל מקרה.

20 אף שרשימה זו מבקשת להציג חלוקה ברורה בין מישורי הגילוי ומהות ברמה התאורטית, אפשר לטעון כי ברמה הפרקטית ההפרדה ביניהם מתערערת בקלות. למשל, אם במסגרת הגילוי שניתן לעסקה התאגיד נדרש לציין כי היא אושרה כדין, אזי מישור הגילוי חופף את מישור המהות, שכן אפשר לומר שהיה גילוי מטעה אם האישור לא ניתן כדין. דוגמה נוספת היא מקרים שבהם לשם אישור העסקה נכללת דרישה להגינות העסקה, ואז אם המשא ומתן שנוהל על תנאי העסקה פגום, האישור אינו כדין. יתרה מזו, בשיטות משפטיות מסוימות דרישות תהליכיות הנכללות ברשימה זו

כעסקה עם בעל השליטה, ואכיפה ציבורית נדרשת להכרעה בשתי סוגיות. תחילה נשאלת השאלה אם התקבלו האישורים הנדרשים לעסקה על פי דין. האם משקיעים שסווגו כנטולי עניין אישי בעסקה (בשיטת משפט שבה הדבר נדרש) הם אכן נטולי פניות בקשר אליה? האם התקיים משא ומתן אמיתי לקראת כריתת העסקה? האם הוקמה ועדה עצמאית כדי לבחון את תנאי העסקה? סוגיה זו תכונה להלן: "סוגיית האישורים". רשימה זו טוענת כי סוגיית האישורים אינה טכנית ונטולת שיקול דעת אלא צופנת בחובה גם הכרעות ערכיות המוציאות אותה מגדריו הקלסיים של הגילוי. סוגיית האישורים נועדה להבטיח שמנגנוני בקרה בחברה, דוגמת הדירקטוריון, מבצעים את תפקידם כראוי, וזאת באמצעות יצירת פיקוח שיפוטי אפקטיבי על מעשיהם.

סוגיית האישורים אמנם קשורה להליך אישור העסקה, אך יש בה ממד מהותי בולט. מדובר בשאלות משפטיות עקרוניות שהכרעה בהן קובעת סיווגים מורכבים, ותוצאתם מכריעה אם העסקה תצא לפועל. אין מדובר בשאלה אם בוצע גילוי נאות לעסקה שנועד להוביל להצבעה מושכלת ומבוססת ידע של בעלי המניות, אלא בשאלה אם התקיימו בהצבעה התנאים הקבועים בחוק החברות. למשל, הגדרת "עניין אישי" לצורכי הגדרת ציבור המצביעים בעסקה עם בעל השליטה היא סוגיה משפטית מהותית העומדת בפני עצמה, וקשה לראות כיצד אפשר לייחס התערבות של הרשות בה לעקרון הגילוי.

הסוגיה השנייה במישור המהות בוחנת אם למרות האישורים שהעסקה קיבלה, אישורים הנדרשים על פי דיני החברות, היא אינה הוגנת כלפי החברה ונערכה שלא לטובתה. אכיפה המתמקדת ב"טובת החברה" בוחנת אם העסקה נערכה לטובת אינטרס החברה או מתוך רצון לקדם אינטרסים בלעדיים של בעל השליטה. בעסקאות בעייתיות שבהן עסקינן בעל השליטה מיטיב את מצבו על חשבון בעלי מניות המיעוט, אך אין מדובר בהכרח בעסקה "לא חוקית" הכוללת רכיבים בוטים של מרמה. סוגיה זו תכונה להלן: "סוגיית ההוגנות". זהו עניין כלכלי במהותו, והוגנות העסקה נבדקת לפי נתוניה של כל חברה באופן פרטני, כי עסקה המיטיבה עם חברה אחת אינה מיטיבה בהכרח עם חברה אחרת. סוגיית ההוגנות קשורה ללב הכלכלי של דיני התאגידים, בוחנת את פרטי העסקה ודקדוקיה וכוללת הכרעה נורמטיבית-כלכלית בעניינה, ועל כן קשה יותר להגדיר את מידת ההתערבות הרצויה בה. סוגיית ההוגנות כרוכה בסוגיות יסוד של מעורבות המדינה בשוק הפרטי, שכן מדובר בבחינת עסקאות שהחברה עורכת על פי שיקול דעתה.

בסוגיית האישורים הן רק מדד להוגנות העסקה ואינן עומדות בפני עצמן כדרישה חוקית עצמאית. למשל, בדלוור, בשונה מן הדין בישראל, אין צורך באישורים מקדימים לעסקה לשם עריכתה, אולם הם נדרשים לשם יישום מבחן ההגינות המלאה או כלל שיקול הדעת העסקי. במובן זה החלוקה המוצעת אינה נקיייה מספקות, והיא מושפעת במידת מה מן המצב המשפטי הקיים בישראל. עם זאת ניסיון הקטלוג של מישורי האכיפה השונים מבקש לפשט את הדיון באופן תאורטי המניח את הדעת. ההבחנה בין מישורי הגילוי והמהות אכן חמקמקה, והיא נעשית לצורך הבנה מעמיקה יותר של הסוגיה תוך הבלטת קו התפר בין דיני תאגידים לדיני ניירות ערך.

התפיסה המקובלת אינה רואה ברשות ציבורית גורם אכיפה רלוונטי במישור המהות אלא במישור הגילוי בלבד, ורשימה זו מעוררת לראשונה את הדיון בשאלה מהן הסיבות האפשריות לכך ובוחנת את תקפותן.²¹ רשימה זו טוענת כי מידת הנחיצות של אכיפה ציבורית באשר לעסקאות עם בעלי שליטה במישור המהות, כמו גם היקף ההתערבות הרצוי, תלויים בקיומם – או בהיעדרם – של משתנים שוקיים ומשפטיים. משתנים אלו קשורים במאפיינים ובנסיבות של כל מדינה, ובכללם אפקטיביות המנגנונים הקיימים לאכיפה פרטית, פעילות של משקיעים מוסדיים, אפקטיביות מערכת המשפט ודרגת ההתפתחות של שוק ההון.²²

ב. אכיפה בשוק ההון

חלק זה מציג את חשיבות האכיפה בשוק ההון, מפרט על אודות יתרונות וחסרונות של אכיפה ציבורית ופרטית ובוחן את הספרות הדנה בשאלה כיצד אפשר להגיע לרמת הרתעה אופטימלית, שאינה לוקה בהרתעת יתר או חסר: האם באמצעות אכיפה פרטית או אכיפה ציבורית? או שמא בשילוב ביניהן? מסקנת הדיון היא כי במקרים מסוימים, שבהם מדובר בניזוק יחיד, קיימת הצדקה לאכיפה ציבורית. מסקנה זו מתחדדת בהקשר של אכיפה בשוק ההון בתביעה מכוח דיני תאגידים וניירות ערך, שבה נכללים ניזוקים רבים.

אכיפת הרגולציה המסדירה את שוק ההון, ובפרט במה שנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה, חשובה לכלכלה המקומית. במדינות שבהן יש אכיפת חוק אקטיבית של דיני תאגידים וניירות ערך, שוקי ההון מפותחים יותר. לשם השגת מטרות הרגולציה בשוק ההון לא די ברגולציה כשלעצמה אלא יש צורך באכיפה אפקטיבית נלווית.²³ תשתית משפטית טובה אינה מספקת כשלעצמה, ללא סמכויות אכיפה נלוות עם פוטנציאל יישום אמין וממשי.²⁴ אכיפה חשובה לאמינות הרגולטורים בשוק ההון ומעודדת את השגת מטרות הרגולציה בו – הגנת משקיעים, שוקי הון נזילים ויציבות פיננסית.

21 משפט זה נכון למעט מעורבות של אכיפה ציבורית עקיפה בדמות מימון תביעות המקובלת בישראל ובמדינות אחרות. הדיון בפן הישראלי של הסוגיה יורחב להלן בחלקים ב.3 ו-ה, המציגים ניסיונות להגדלת היקף האכיפה הפרטית מתוך תובנה כי הוא אינו מספק כיום.

22 לרציונל דומה ראו Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 408–409 (2003).

23 G-20 WORKING GROUP 1: ENHANCING SOUND REGULATION & STRENGTHENING TRANSPARENCY, FINAL REPORT 45 (2009).

24 Ana Carvajal & Jennifer Elliot, *The Challenge Of Enforcement in Securities Markets: Mission Impossible?* 4–12 (IMF Working Paper WP/09/168, 2009), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1457591.

אכיפה של חקיקה קיימת במדינה פלונית נוסכת במשקיעים ביטחון באשר לאמינות הגילוי של חברות (באמצעות הטלת סנקציות על גילוי מטעה),²⁵ מגנה על זכויות קניין של בעלי מניות מיעוט מפני ניצול, מאותתת על גישת הממשלה בדבר סטנדרטים מקובלים ובדבר תחומים שיוזכו לאכיפה,²⁶ ומבהירה למשקיעים היכן וכיצד יוכלו להביע תרעומת ביעילות.²⁷ כל אלו מעודדים משקיעים קטנים להשקיע בחברות ציבוריות, והדבר מוביל לפיתוח שוקי הון טובים יותר.

1. אכיפה ציבורית

אכיפה ציבורית בשוק ההון משמעה פעילות אכיפה של גוף ציבורי, דוגמת רשות ניירות ערך, באחד מן המישורים האלה: במישור האזרחי הרשות יכולה לממן תביעות פרטיות קיימות, לבחור ללוות תביעות פרטיות במהלך הדיון בבית משפט או להגיש תביעות פרטיות בכוחות עצמה;²⁸ במישור המנהלי הרשות יכולה להטיל סנקציות מנהליות בגין הפרות חוק פשוטות יחסית; במישור הפלילי הרשות יכולה לחקור חשדות להפרות חוק ולהעבירם לגורם המתאים לשם הגשת כתבי אישום. במישורים אלו הרשות נדרשת גם לאתר עסקאות חבויות או לדרוש גילוי נוסף של דיווחים חסרים. נוסף על מישורים אלו קיימת פעילות בלתי פורמלית, דוגמת אזהרה לא רשמית של חברה מפוקחת שלא לבצע

Robert Daines & Charles M. Jones, *Mandatory Disclosure, Asymmetric Information and Liquidity: The Impact of the 1934 Act* 44 (Working Paper, Jan. 2007), www.law.yale.edu/documents/pdf/CBL/34_Yale.pdf 25

CURTIS J. MILHAUPT & KATHARINA PISTOR, *LAW & CAPITALISM: WHAT CORPORATE CRISES REVEAL ABOUT LEGAL SYSTEMS AND ECONOMIC DEVELOPMENT AROUND THE WORLD* 4–5 (2008) 26

John C. Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. PA. L. REV. 229, 27
Mark J. Roe & Jordan I. Siegel, *Finance and Politics: A Review Essay Based on Kenneth Dam's Analysis of Legal Traditions in the Law-Growth Nexus*, 47 J. ECON. LITERATURE 781 (2009); Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 J. FIN. ECON. 207, 216–219 (2009); Utpal Bhattacharya & Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 57 J. FIN. 75 (2002) 27

ההצעה כי הרשות תבחר מבין תביעות פרטיות פוטנציאליות ותלווה אותן מתוארת בקווים כלליים בלבד, וודאי שיש מקום להרחיב בנושא בהקשר אחר ולהשוותה למנגנונים דומים קיימים דוגמת תביעות qui tam בארצות הברית, מנגנון שלפיו הממשלה רשאית לבחור להצטרף לתביעות פרטיות בנושאים מסוימים ולהוביל את הדיון בתביעה. להרחבה על מנגנון qui tam ראו Jill E. Fisch, *Class Action Reform, Qui Tam, and the Role of the Plaintiff*, 60 LAW & CONTEMP. PROBS. 167 (1997) (להלן: Fisch, 1997) 28

מהלך עתידי או שלא לשוב ולבצע מעשה שגוי נוסף.²⁹ אפשר שאכיפה ציבורית תיעשה בד בבד עם אכיפה פרטית קיימת, דוגמת המצב בארצות הברית באשר למרמה וגילוי בפרוקסי ובדיווחי החברות, או באופן בלעדי ללא אכיפה פרטית נלוות.

יתרונות: לאכיפה ציבורית מעלות לא מבוטלות. היא רצויה כאשר זיהוי העבריינים ותפיסתם כרוכים במאמץ ניכר, לגופים פרטיים אין מידע על אודות זהות מפרי החוק, או שיכולתם לאתרו בכוחות עצמם מוגבלת. רשות ציבורית עשויה ליהנות מיתרון במידע לעומת תובעים פרטיים בשל אופי האינטראקציה שבינה לבין הגופים המפוקחים ובשל סמכויות החקירה המדינתיות הנרחבות העומדות לרשותה. בתחומים מסוימים הרשות נהנית מעדיפות על פני הפרט בפיקוח ובאיתור הפרות שונות, כגון מעקב אחר שימוש במידע פנים ומניפולציות בשוק.³⁰ תחומים אחרים, כגון דרישות גילוי וסטנדרטים חשבונאיים, מתאפיינים בהיותם "מוצרים ציבוריים" אשר לפרט אין תמריץ לספקם בעצמו, ותפקידה המסורתי של הרשות הוא להבטיח את ייצורם.³¹

במשטר של אכיפה ציבורית קל יחסית לבצע התאמות במקרה של מידע חדש או שינוי נסיבות. אם מתברר כי פעולות האכיפה שננקטו עד כה מובילות להרתעת יתר או חסר, הרשות יכולה לצמצם את היקף האכיפה או להגדילו, לשנות את סגנונה, לנקוט שיקול דעת אכיפתי או לשנות את סדרי העדיפויות הקיימים. רשות ציבורית יכולה להכווין משאבים רבים לאכיפה בנושאים הרגישים ביותר באותה עת ולמקד את מאמציה בסוגיה מסוימת כדי לשנות את התנהגות השוק בעניינה. גמישות האכיפה היא נדבך חשוב בהשגת רמת אכיפה אופטימלית, ואפשר להשיגה באמצעות אכיפה ציבורית. קשה לעשות כן באמצעות אכיפה פרטית, המונעת מאינטרסים כספיים גרידא.³²

רשות ציבורית נהנית מידע ומומחיות גבוהים בתחום עיסוקה. היקף המאמץ וההשקעה שלו היא נדרשת עובר להחלטה אם לנקוט פעולת אכיפה מסוימת מצומצם מזה של גופים פרטיים, כיוון שהיא בקיאה בתחום ואינה נדרשת ללמידה ראשונית שלו בכל פעם מחדש. אלמנט זה נכון במיוחד באשר לשוק ההון, שבו מתעוררות סוגיות מורכבות ומסובכות הדורשות למידה מרובה והבנה מעמיקה.

29 סגנון האכיפה של הרגולטור משתנה ממדינה למדינה. למשל, באנגליה נפוצה פעילות אכיפה לא פורמלית של ה-FSA. ראו John Armour, *Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*, in THE LAW AND ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE: CHANGING PERSPECTIVES 213 (Alessio M. Paces ed., 2010).

30 Jackson & Roe, לעיל ה"ש 27, בעמ' 209.

31 John C. Coffee, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 723–725 (1984) (להלן: Coffee, *Market Failure*).

32 Amanda M. Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Reconstructing the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, 108 COLUM. L. REV. 1301, 1326–1345 (2008) (להלן: Rose, *Reforming*).

באמצעות שימוש משולב בכלי אכיפה מן המשפט הפלילי, האזרחי והמנהלי יש באכיפה ציבורית כדי להשיג הרתעה יעילה.³³ בניגוד לתובע פרטי, שכלי האכיפה העומדים לרשותו מתמצים במישור האזרחי, הרשות יכולה להפעיל שיקול דעת לפי פרטי העסקה ולהשתמש בכלי אכיפה שונים שימוש מושכל. הרשות יכולה לנקוט הליכים אזרחיים כאשר נזק רב לבעלי המניות, הליכים פליליים דוגמת קבלת דבר במרמה או רישום כוזב במסמכי תאגיד, או אכיפה מנהלית, כאשר יש צורך בפעילות מהירה וממוקדת בעקבות הפרת חוק פשוטה.

נוסף על כך, אלמנטים שונים של אכיפה פרטית קשורים בקשר הדוק לאכיפה ציבורית אפקטיבית. אכיפה ציבורית ראויה ויעילה מסייעת לביצוע אכיפה פרטית אפקטיבית. פעילות אכיפה של הרשות שמטרתה גילוי מידע נאות על אודות עסקה מסוימת מביאה לידיעת גופים פרטיים מידע קריטי הנדרש להם לשם הגשת תביעה באותו נושא.³⁴

לאכיפה ציבורית יתרון ניכר בשל יכולתה לשלב אלמנטים לא פורמליים במערך האכיפה הכולל. במקרים מסוימים אין צורך בנקיטה של פעולת אכיפה ממש אלא רק באזהרה של הגוף המפוקח כי יש להימנע מהישנותם בעתיד או בפעילות לא פורמלית אחרת, דוגמת שליחת מכתב התראה או שיחת בירור ונזיפה לא רשמית. רשות ציבורית, הרואה את מכלול הנסיבות ואינה מתמקדת בהיבט הכלכלי הצר של בעלי המניות, יכולה גם להבליג במקרים מסוימים, דוגמת הפרות זוטא. נקיטת אמצעים לא פורמליים והבחירה האפשרית להתעלם מהפרות זניחות ייחודיות לרשות ציבורית, וקשה לצפות מגופים פרטיים לנקוט אמצעים דומים.

לאכיפה ציבורית יש יתרון בנסיבות קונקרטיות, למשל כאשר עלות התביעה גבוהה בהרבה מערך התביעה. במקרה זה אם לקרבן העבירה תינתן זכות בלעדית לתבוע, השוק לתביעת משפטיות לא יעבוד, ועל כן קיימת הצדקה לאכיפה ציבורית.³⁵ אכיפה ציבורית עדיפה על פני אכיפה פרטית כאשר הנזק מן ההפרה רב יחסית, גם אם הראשונה יקרה מן האחרונה. כאשר הנזק הנגרם מן ההפרה רב, אופטימלי להרתיע מפרים פוטנציאליים רבים, ואכיפה ציבורית עדיפה כיוון שהתועלת המופקת מרמת אכיפה גבוהה הנוצרת בה

Adam C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal To Replace Class Actions With Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 VA. L. REV. 925, 987 (1999)

34 מחקר אמפירי ברוח זו מצא כי נקיטת אכיפה ציבורית על ידי ה-SEC מעלה את הסיכוי להגשת תביעות פרטיות, וכאשר מוגשות תביעות פרטיות, סך הפיצוי המוענק בהן גבוה יותר. ראו James D. Cox, Randall S. Thomas & Dana Kiku, *SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry*, 53 DUKE L.J. 737, 763–764 (2003).

35 William M. Landes & Richard A. Posner, *The Private Enforcement of Law* 33 (NBER Working Paper 62, Nov. 1974), www.nber.org/papers/w0062.pdf?new_window=1

(בהנחה שאכיפה פרטית מובילה לרמת אכיפה נמוכה מזו של אכיפה ציבורית) עולה על העלויות הגבוהות של נקיטת אכיפה זו.³⁶

מחקרים אמפיריים שונים מצאו כי אכיפה ציבורית בשוק ההון עדיפה על אכיפה פרטית. רו וג'קסון מצאו כי הקצאת משאבים רבים לאכיפה ציבורית מזוהה עם שוקי הון יציבים יותר, משפיעה על גודל שוק ההון במדינה, על מספר החברות בו ועל היקף נרחב יותר של הנפקות ראשוניות.³⁷

חסרונות: אכיפה ציבורית אינה חפה מבעיות וליקויים. ראשית, אפשר שלגופים פרטיים יהיה מידע רב מזה שבידי רשות ציבורית, והרשות תיאלץ להשקיע משאבים נוספים לשם קבלתו. שנית, תאוריות של אינטרס פרטי חוששות שמא רשות ציבורית לא תפעל לאור אינטרסים ציבוריים אלא תושפע מאינטרסים פרטיים.³⁸ חשש מרכזי בהקשר זה הוא לכידה רעיונית (capture) של הרשות כדי שהיא תפעל לטובת התעשייה המפוקחת ולא תמלא את תפקידי הפיקוח המוטלים עליה.³⁹

36 Mitchell A. Polinsky, *Private v. Public Enforcement of Fines*, 9 J. LEGAL STUD. 105, 114 (1980).

37 Jackson & Roe, לעיל ה"ש 27, בעמ' 235. מסקנת הכותבים, שלפיה מדינות המעוניינות לפתח את שוק ההון נדרשות להשקיע בכללי גילוי ובהקצאת משאבים לאכיפה ציבורית, מצויה גם אצל April M. Knill & Nela T. Richardson, *Help or Hindrance: An Examination of Securities Regulation and Firm Issuance Around the World* 8-10 (Working Paper, 2010), http://admin.darden.virginia.edu/emUpload/uploaded_backup2007b/Richardson%20Final.pdf. ברם מסקנה שונה מופיעה אצל לה פורטה ואח', ולפיה הסתמכות על אכיפה ציבורית אינה מועילה להתפתחות שווקים פיננסיים, ואילו פיתוח של כללי גילוי נרחבים והקלה בנטל ההוכחה באכיפה פרטית מיטיבים עם שוק ההון. ראו Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws*, 61 J. FIN. 1, 19-20 (2006). כן ראו Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430, 452 (2008) (אכיפה פרטית מגנה על זכויות המיעוט ומובילה להתפתחות שוק ההון, ואילו אכיפה ציבורית אינה מזוהה עם שוקי הון מפותחים ואינה מנבאת התפתחות עתידית של שוק ההון).

38 BARRY M. MITNICK, *THE POLITICAL ECONOMY OF REGULATION* 46 (1980). ברנשטיין פיתח את תאוריית "מחזור החיים הרגולטורי", המחלקת את חיי הרשות הציבורית לארבע תקופות שבהן מידת ההשפעה של התעשייה עליה משתנה. בדומה לכך תיאר מייסי כיצד רשויות מנהליות אשר איבדו את ההצדקה לקיומן מחפשות דרכים כדי להצדיק את המשך פעילותן. הרשויות מסתירות מידע מן הציבור, יוצרות משברים מזויפים, נשבות אחר התעשייה המפוקחת וגולשות לסמכויות של רשויות אחרות. Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of The SEC at Sixty*, 15 CARDOZO L. REV. 909, 921-927 (1994).

39 George Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, 2 BELL J. ECON. & MANAGEMENT SCIENCE 3 (1971); Donald C. Langevoort, *The SEC as Bureaucracy: Public Choice*,

נוסף על כך, במקרים רבים עובדי הרשות מעוניינים לעבוד בתעשייה המפוקחת, ולא ינקטו עמדה חריפה מדי נגדה מחשש שמא זו לא תקבלם לתפקידים בכירים בעתיד. כמו כן בעת תהליך קביעת מדיניות בארגון הרשות נוטה לאמץ אמיתות רטוריות, המשקפות נטיות ביורוקרטיות, כנורמות תפעוליות.⁴⁰ כל יזמה שתתפתח ברשות תושפע מן האמיתות הרטוריות הקיימות בה, ולכן סטייה מהן תהיה קשה עד בלתי אפשרית.⁴¹ תאוריות ביורוקרטיות טוענות כי הרשות מחליפה את מטרתה המוצהרת במטרות המשרתות את האינטרס המוסדי שלה.⁴² בעיה נוספת היא עלות ביורוקרטיה גבוהה יחסית לפעילות הרשות, הנובעת ממנגנונים לא יעילים ומנופחים. במנגנון ביורוקרטי גדול קשה לשלוט ולפקח על רמת פעילות יעילה של העובדים בארגון ולעקוב אחר חלוקת תקציבים נאותה בין המחלקות השונות. ליקוי אפשרי נוסף הוא נטייה לתגובת יתר נוכח משברים גדולים.⁴³ בעקבות משברים רחבי היקף נוטה הרשות להפעיל לחצים על הרשות המחקקת כדי שזו תחוקק רגולציה מחמירה וכן לחוקק בכוחות עצמה ככל שהיא מוסמכת לעשות כן. בשוך הסערה שלאחר המשבר מתברר כי החקיקה החדשה דרקונית ובלתי נחוצה.⁴⁴

Institutional Rhetoric, and the Process of Policy Formulation, 47 WASH. & LEE L. REV. Matthew D. Zinn, *Environmental* ; (להלן: *Bureaucracy*) 527, 528–532 (1990)
Regulatory Enforcement: Cooperation, Capture, and Citizen Suits, 21 STAN. ENVTL. L.J. 81, 107–111 (2002)

40 *Langevoort, Bureaucracy*, לעיל ה"ש 39.

41 Adam C. Prichard, *The SEC at 70: Time for Retirement?*, 80 NOTRE DAME L. REV. 1073, 1083–1087 (2005)

42 ניתוח נרחב של תאוריות אלו נמצא אצל Macey, לעיל ה"ש 39. תאוריה זו מסבירה את שנאת הסיכון של הרשות כשהיא ניצבת מול רציונליות מוגבלת. הרשות אינה מקבלת קרדיט על חקיקה שיזמה, אך מואשמת בכישלון הנובע מהיעדר חקיקה שהיא לא יזמה. ראו Troy A. Paredes, *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission*, 2006 U. ILL. L. REV. 975, 1008

43 לביקורת על פעילות ה-SEC במשבר הסאב פריים ראו Jill E. Fisch, *Top Cop or Regulatory Flop? The SEC at 75*, 95 VA. L. REV. 785, 803–815 (2009)

44 כך הוטחה ביקורת רחבת היקף על נחיצות חקיקת SOX (Sarbanes-Oxley Act of 2002), שהעניק סמכויות נרחבות ל-SEC בעקבות התפוצצות פרשיות הונאה גדולות של Enron ו-Worldcom. Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L. J. 1521, 1544–1549 (2005); Lawrence A. Cunningham, *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And it Just Might Work)*, 35 CONN. L. REV. 915 (2003). בדומה לכך, עם קריסת בית ההשקעות Lehman Brothers ביקשו הרגולטורים לעשות דבר מה, כדי שלא להיראות כמי שאינן עושות דבר בעת קריסת המערכת הפיננסית. Luca Enriques, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of*

מכל מקום, גם אם נניח כי הרשות אכן פועלת לטובת האינטרס הציבורי, חוסר במשאבים עשוי לגרוע מן האופטימליות שבפעילותה. הרשות נדרשת לפקח על ביצוען של כלל החברות הציבוריות הנסחרות, אך בפועל בארצות הברית נשמעו טענות שלפיהן היא אינה מצליחה לעשות כן, ומתמקדת בחלק מהפרות החוק בלבד.⁴⁵ מצב זה גורם לכך שהפרות חוק נותרות ללא מענה, ורמת ההרתעה הכוללת לוקה בחסר. רשימה זו תטען כי חרף חסרונות פוטנציאליים של אכיפה ציבורית יש לשקול אותה כחלופה ראויה להתמודדות עם עסקאות עם בעלי שליטה. במהלך הדיון יובהר כיצד אפשר למזער עד למינימום האפשרי חסרונות אלו ואחרים תוך מקסום היתרונות הפוטנציאליים הגלומים באכיפה ציבורית, וזאת לשם פיתוח שוק ההון והגנת בעלי מניות מן המיעוט.⁴⁶

2. אכיפה פרטית

אכיפה פרטית בשוק ההון מתאפיינת ב"בעיית הפעולה הקיבוצית" וב"בעיית הטרימפיסט".⁴⁷ כדי לסייע בפתרון בעיות אלו הדין מאפשר לבעלי מניות לתבוע באופן קולקטיבי באמצעות הגשת תביעה ייצוגית או נגזרת, לפי נסיבות העניין.⁴⁸

Financial Markets: One Reluctant Regulator's View, 30 U. PA. J. INT'L L. 1147, 1147–1151 (2009).

45 Cox, Thomas & Kiku, לעיל ה"ש 34, בעמ' 757.

46 הספרות הכלכלית-משפטית מתמקדת בשאלה מתי אכיפה ציבורית או פרטית רצויות מבחינה חברתית. הדיון בשאלת האכיפה הרצויה – פרטית או ציבורית – לא נערך בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה אלא באופן כללי, ורשימה זו מחדשת בהקשר זה. מאמר משותף של בקר וסטיגלר החל את השיח בשאלת יעילותה של אכיפה ציבורית לעומת אכיפה פרטית. השניים טענו כי תחרות חופשית בין אופי חוק פרטיים תניב תוצאות יעילות בדומה לאכיפה ציבורית. ראו Gary S. Becker & George J. Stigler, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, 3 J. LEGAL STUD. 1, 14–18 (1974). לעומתם, טענו פוזנר ולנדס לעדיפות של אכיפה ציבורית בלעדית. אף שאפשר להגיע למידת הרתעה זהה באמצעות אכיפה ציבורית ופרטית, אכיפה ציבורית בלעדית חוסכת בעלויות אכיפה באמצעות הפחתת תוחלת האכיפה והעלאת שיעור הסנקציה המושתת על מפרי חוק. ראו Landes & Posner, לעיל ה"ש 35 בעמ' 30–36. כאשר קיימת אפשרות לאכיפה פרטית, המונעת משיקולים כלכליים, אי אפשר להפעיל גישה חסכנית במשאבים כגון זו, שכן עלייה בשיעור הסנקציה תוביל לעלייה מקבילה ברמת תוחלת התפיסה. מבנה תמריצים זה גורם לעלייה בסיכויי התפיסה של העברייני, וכתוצאה מכך לאכיפת יתר ולהרתעת יתר.

47 בשל פיזור ההחזקות של בעלי המניות בחברה ציבורית טיפוסית כל אחד מהם מחזיק בשיעור נמוך ממניות החברה, והם מתקשים לפעול יחדיו למען מטרה משותפת. מכיוון שהתביעה צפויה להועיל לחברה בכללותה אך אינה כדאית לבעל מניות זה או אחר, כל בעל מניות ירצה בהגשתה, אך ימתין שאחר יעשה זאת כדי לא לשאת בהוצאות העסקה שלה. ראו ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1932); Michael C. Jensen,

תביעה ייצוגית מצמצמת את הפער בין אינטרס פרטני של גופים שונים לבין אינטרס חברתי כולל באכיפת החוק.⁴⁹ תביעה ייצוגית צפויה להשיא פירות לכלל בעלי המניות ומאפשרת הגשת תביעות שאף כי קיים אינטרס חברתי בבירורן, ייתכן שלא היו יוצאות לפועל בהיעדרן. הגשת תביעה ייצוגית היא כלי בעל כוח לאכיפה פרטית בתחום דיני ניירות ערך משום שמורכבות הנושאים העומדים לדיון ועלותו הגבוהה של מיצוי ההליך אינם מאפשרים הגשת תביעות אישיות בכל מקרה ומקרה. תובענה ייצוגית מפקחת על נושאי משרה ובעלי שליטה בחברות, על ידי צדדים בעלי אינטרס כלכלי.

תביעה ייצוגית מיטיבה את מצבם של בעלי המניות והחברה בכמה מישורים:⁵⁰ היא מאפשרת הגשת תביעות כאשר כל אחד מבעלי המניות ספג נזק קטן שלא היה מצדיק הגשת תביעה על ידיו אולם סך הנזק הכולל גדול דיו לשם הגשת תביעה ייצוגית;⁵¹ היא מפזרת את עלויות התביעה בין כלל חברי הקבוצה הנהנים מהגשתה;⁵² הגשת תביעה

Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 AM. ECON. REV. 323 (1986); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976); MANCUR OLSON, *THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS* 2 (1965).

48 לבית המשפט מסור שיקול דעת נרחב בקביעה אם נסיבות מסוימות מצדיקות הגשת תביעה אישית או נגזרת מצד בעלי המניות. לשם הבחנה בין תביעה אישית לנגזרת יש לבחון מי ניזוק מן הפעולה הבעייתית ומי יקבל את הפיצוי במקרה שבו תתקבל התביעה. עקרונות יסוד בדיני התאגידים, ובהם שמירה על עקרון האישיות המשפטית הנפרדת ושמירה על סדרי הנשייה בחברה, מעידים על חשיבות ההבחנה בין נזק אישי, שהוא בר תביעה על ידי בעל מניות יחיד, לבין נזק שנגרם לחברה עצמה, שהוא בר תביעה בתביעה נגזרת. להרחבה ראו פסקי הדין המנחים 67 (1843) *Foss v. Harbottle*, Eng. Rep. 189 (Ch.); *Tooley v. Donaldson*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004).

49 תביעה ייצוגית אינה ישימה רק בהקשר של דיני תאגידים וניירות ערך אלא בכלל בתחומים משפטיים מגוונים שבהם היא משמשת מכשיר בידי קבוצות גדולות בעלות עילות תביעה דומות. להרחבה על הפער המובנה בין תמריץ פרטי לאינטרס חברתי באכיפת החוק ראו Steven Shavell, *The Social Versus the Private Incentive to Bring Suit in a Costly Legal System*, 11 J. LEGAL STUD. 333 (1982); Steven Shavell, *The Fundamental Divergence Between the Private and Social Motive to Use the Legal System*, 26 J. LEGAL STUD. 575, 581–594 (1997); Louis Kaplow, *Private Versus Social Costs in Bringing Suit*, 15 J. LEGAL STUD. 371 (1986).

50 צפורה כהן "תובענות ייצוגיות על פי חוק החברות" שערי משפט ד 61, 65–71 (2005).

51 Owen M. Fiss, *The Political Theory of the Class Action*, 53 WASH. & LEE L. REV. 21, 22 (1996).

52 שם, בעמ' 24. זהו ביטוי לניצול יתרונות של גודל (economies of scale) בהפעלתה של מערכת הטלת אחריות כאמצעי לאכיפת החוק. להרחבה בנקודה זו ראו גיא הלפטק "תיאוריה כללית בדבר התועלת החברתית של מכשיר התביעה הייצוגית כאמצעי לאכיפת החוק" משפט ועסקים ג 247 (2005).

ייצוגית אחת מונעת ריבוי תביעות על ידי בעלי מניות שונים וחוסכת הוצאות ומשאבים שיפוטיים יקרי ערך;⁵³ היא מונעת את הסכנה בקבלת החלטות סותרות מבתי משפט שונים שהיו דנים בתביעות הפרטניות השונות אילולא הוגשו באופן קולקטיבי;⁵⁴ יש בה כדי להוביל להחצנות חיוביות, כדוגמת חדשנות בתביעות, שיתוף במידע, אחריות ושקיפות;⁵⁵ לבסוף, יש בה כדי להגביר את אמון המשקיעים בשוק ההון.⁵⁶

53 Fiss, לעיל ה"ש 51, בעמ' 25.

54 ע"א 8430/99 אי.אמ.אס ניהול קרנות כנאמנות (1986) בע"מ נ' ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, פ"ד נו(2) 247, 256 (2001).

55 Elizabeth Chamblee Burch, *Securities Class Actions as Pragmatic Ex Post Regulation*, 43 GA. L. REV. 63 (2008).

56 הרציונל המסורתי של תביעות ייצוגיות בגין עילות מכוח דיני ניירות ערך הוא פיצוי משקיעים על נזקים שנגרמו להם מפעילות לא חוקית של החברה, או הרתעת חברות מפני ביצוע פעילות לא חוקית. כיום ההנחה הרווחת היא כי קשה – עד בלתי אפשרי – להצדיק הגשת תביעות ייצוגיות מכוח רציונל הפיצוי, ואפשר לעשות כן, אם בכלל, מכוח רציונל ההרתעה בלבד. תביעות ייצוגיות בארצות הברית אינן מעניקות פיצוי ראוי בפועל: רובן המכריע מסתיים בפשרה, המכסה רק חלק קטן מהפסד בעלי המניות. לעומת זאת בעלי המניות נושאים בעלויות נוספות מכיסם, דוגמת תשלום שכר טרחת עורך דין והוצאות משפט, פרמיית ביטוח לחברה ולנושאי המשרה בה ועלות נוספת הנובעת מסטיגמות ופרסום שלילי שהחברה זוכה לו בעקבות הגשת התביעה. בעיה מרכזית נוספת בהענקת פיצוי לבעלי המניות נעוצה באופיו המעגלי של הפיצוי המעביר כספים מכיס החברה, קרי מכספם של בעלי מניות תמימים, אל קבוצת בעלי מניות אחרת שנפגעה מן המעשה העוולתי. ראו Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639, 642, 646 (1996); Paul G. Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 VA. L. REV. 623, 625–626, 632 (1992); A.C. Pritchard, *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta: The Political Economy of Securities Class Action Reform*, 2007–2008 CATO SUP. CT. REV. 217 (2008); Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691, 698–700. לביקורת על טענת המעגליות ראו James J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 MICH. L. REV. 323 (2009) John C. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1539 (2006) (להלן: Coffee, 2006); Rose, *Reforming*, לעיל ה"ש 32; לאחרונה היו שהציעו רציונל חדשני להגשת תביעות ייצוגיות בתחום ניירות ערך, והוא שיקולי ממשל תאגידי ונזילות. ראו Merritt B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 WISC. L. REV. 297, 312–329; Jill E. Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 WISC. L. REV. 333. לפי רציונל ההרתעה, החשש מפני הגשת תביעה ייצוגית צפוי להרתיע את החברה מפני ביצוע עברות ועוולות. אולם בפועל בארצות הברית תביעות ייצוגיות הן כה שכיחות עד כי הגשתן היא בבחינת אלמנט צפוי אשר יש ביכולת החברה להתכונן אליו מבעוד יום. ראו Coffee, 2006, שם, בעמ' 1548; אלמנט ההרתעה פוחד כאשר חברות ביטוח נושאות בפועל בעלויות

תביעה נגזרת נמנית עם מנגנוני האכיפה הפרטית, והיא כלי פיקוח מרכזי של בעל מניות על פעולות ההנהלה. בתביעה נגזרת בעל מניות תובע בשם החברה בגין עילת תביעה שלה, בדרך כלל בגין הפרת חובת אמונים או זהירות של דירקטורים. עם זאת אפשר לתבוע גם בגין הפרת חובה שביצע גוף אחר. הגשת תביעה נגזרת צופנת בחובה שתי עילות תביעה: אחת, תביעה נגד החברה שתפעיל את סמכותה להגיש תביעה; שנייה, תביעה בגין המעשה הבעייתי.⁵⁷ הנזק שבגינו אפשר לתבוע בתביעה נגזרת אינו ייחודי לבעל מניות מסוים אלא משותף לכלל בעלי המניות, והפיצוי הנפסק במסגרתה מיועד לידי החברה ולא לידי בעל המניות התובע.⁵⁸ הסיכון הכרוך בהגשת תביעה נגזרת על ידי בעלי מניות מיעוט הוא שמא נעשה הדבר ממניעים לא לגיטימיים, ללא בסיס חוקי של ממש, כדי לסחוט מן החברה פשרה כספית או אחרת, וקיים חשש מפני הרתעת יתר.⁵⁹ כדי למנוע הגשת תביעה נגזרת ממניעים לא ראויים, על בעלי המניות לפנות לחברה ב"דרישה" עובר להגשת התביעה.⁶⁰

התביעה הייצוגית, בשל ביטוח נרחב שהן מעניקות לחברה ולנושאי משרה בה. ראו Bernard Black, Brian Cheffins & Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055 (2006); Tom Baker & Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' And Officers' Insurance and Securities Settlements*, 157 U. PA. L. REV. 755 (2009). ייתכנו גם אלמנטים לא כספיים בתביעות ייצוגיות שריתעו, אך למוגבלותם ראו Coffee, 2006, שם, בעמ' 1544.

57 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 811 (Del. 1984); Susanna M. Kim, *Conflicting Ideologies of Group Litigation: Who May Challenge Settlements in Class Actions and Derivative Suits?*, 66 TENN. L. REV. 81, 102 (1998).

58 מקורה של התביעה הנגזרת באנגליה של המאה התשע עשרה, כאשר בתי משפט של יושר החלו להכיר בתביעות של בעלי מניות כדי לדון בקונפליקט שבין בעלי המניות להנהלת החברה. בתי המשפט בארצות הברית אימצו את השימוש במנגנון זה באמצע המאה התשע עשרה. ראו Carol B. Swanson, *Juggling Shareholders Rights and Strike Suits in Derivative Litigation: The ALI Drops the Ball*, 77 MIN. L. REV. 1339, 1343–1344 (1993). לרציונל הגשת תביעה נגזרת, הרתעה או פיצוי ראו John C. Coffee & Donald E. Schwartz, *The Survival of The Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform*, 81 COLUM. L. REV. 261, 302–309 (1981); James D. Cox, *Compensation, Deterrence, and the Market as Boundaries for Derivative Suit Procedures*, 52 GEO. WASH. L. REV. 745, 775–776, 780–782 (1984); Kenneth B. Davis, *The Forgotten Derivative Suit*, 61 VAND. L. REV. 387, 400–418 (2008).

59 Daniel R. Fischel & Michael Bradley, *The Role Of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis*, 71 CORNELL L. REV. 261 (1986).

60 דרישה זו מאפשרת לדירקטוריון החברה לבחון את טענות בעל המניות נגד החברה ולתקן את הדורש תיקון אם הוא מוצא לנכון לעשות כן. מנגנון הדרישה מקדם את העיקרון המשפטי שלפיו הנהלת החברה היא הקובעת את מהלכיה ופעולותיה ולא בית המשפט. הדירקטוריון רשאי לדחות את הדרישה, לתקן את העוולה שתוארה בה בעצמו או להמשיך את התביעה מטעמו. במקרים רבים

בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה, תביעה נגזרת משמשת כלי מרכזי לבחינת הוגנות העסקה. בעלי מניות מיעוט הסבורים שדירקטורים לא מילאו אחר חובות האמונים שלהם בביצוע העסקה יגישו בשם החברה תביעה נגזרת נגד דירקטורים אלו. יתרונות: הגשת תביעות ייצוגיות ונגזרות על ידי משקיעים פרטיים מועילה מכמה היבטים.⁶¹ ראשית, משאבים ציבוריים מוגבלים מטבעם ואפשר שלא יובילו לרמת אכיפה נאותה. הגדלת סך משאבי האכיפה באמצעות אכיפה פרטית מאפשרת חלוקה יעילה יותר של משאבים ציבוריים. במקרים מסוימים גופים פרטיים נהנים מיכולת אכיפה טובה יותר, שכן קל להם לאתר התנהגות לא ראויה. גופים פרטיים עשויים להימצא במצב טוב מזה של הרשות לשם שקילת עלות ותועלת בהגשת תביעה פרטית. אכיפה פרטית אינה כרוכה בעלות של ביורוקרטיה מנהלתית, הקיימת בכל פעילות של רשות ציבורית. נוסף על כך אפשר לראות ברמה גבוהה של אכיפה מוצר ציבורי אשר מי שיעריכו הערכה מרבית הוא שיתבע בגינו.

יתרה מזו, אכיפה פרטית עשויה לתקן את טעויות האכיפה של רשות ציבורית. אם הרשות אינה אוכפת תחום מסוים בשל לחצים פוליטיים, הגשת תביעות פרטיות עשויה להיות תחליף ראוי לאכיפה ציבורית. אכיפה פרטית אף צפויה לתמרץ את הרשות לנקוט פעולת אכיפה בעצמה או באמצעות השתלבות בתביעות קיימות. פיקוח על פעילות הרשות באמצעות אכיפה פרטית צפוי להועיל גם לרשות הציבורית. במקרים שבהם ראשי הרשות חוששים מתמריצים לא נכונים של הכפופים להם, אכיפה פרטית היא תחליף לבקרה פנימית. היא מועילה גם לרשות משום שאכיפה אגרסיבית תוביל לציות בקרב כל הנאכפים ותשפר את יכולת העמידה והמיקוח שלה כנגדם. מישור נוסף שבו מסייעת אכיפה פרטית למאמצי האכיפה הכוללת הוא חדשנות משפטית. אכיפה פרטית מעודדת את היצירתיות המשפטית באמצעות דרכים ניסיוניות וחדשניות ומתאפיינת בשיטות פעולה רבות. שיטות אלו עשויות לסייע גם לרשות במהלכים עתידיים.

חסרונות: אפשר ללמוד על חסרונות התביעה הייצוגית מן השימוש הנרחב שנעשה בה בארצות הברית עד כדי הצפת מערכת המשפט בתביעות סרק מרובות. תביעות מיותרות וחסרות ערך מנקודת מבט חברתית מוגשות כדי להשיג תגמול כספי לתובע

הדירקטוריון דוחה את הדרישה בטענה שהתביעה אינה לטובת החברה. הדירקטוריון רשאי להחליט בשאלת הדרישה בעצמו או באמצעות ועדת ליטיגציה עצמאית שתפיק דוח והמלצות באשר לתביעה. להרחבה ראו RALPH C. FERRARA, KEVIN T. ABIKOFF & LAURA LEEDY GANSLER, (1995) §§ 3.01–3.04; SHAREHOLDER DERIVATIVE LITIGATION: BESIEGING THE BOARD; Coffee & Schwartz, לעיל ה"ש 58, בעמ' 300–320.

Matthew C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, 91 VA. L. REV. 93, 106–114 (2005).

ולעורך הדין המייצג אותו.⁶² פעולות עורך הדין עשויות לנבוע מהשקעת חסר בהתיינות או מקונספירציה עם הצד שכנגד.⁶³ בעיה זו מחריפה משום שתביעה ייצוגית מחייבת את כלל בעלי המניות החברים בקבוצה, שאולי לא ידעו כלל על הגשתה. נוסף על כך, תביעות רבות מוגשות אך בשל ירידה חדה בערך מניית חברה מסוימת ללא קשר לאשמת החברה. הגשת תביעות כאמור נפוצה במיוחד כשעסקינן בחברות גדולות בעלות "כיס עמוק" בר פירעון. חלק מן התביעות מוגשות ללא בסיס עובדתי ממשי, כדי לאתר עובדות ומסמכים הנדרשים לשם ביסוס עילת התביעה במהלכה, בעיקר בשלב הליך גילוי המסמכים.⁶⁴

זאת ועוד, השימוש במוסד התביעה הייצוגית עלול להיות סחטני ולהטיל עלויות כבדות על נתבעים חפים.⁶⁵ סופן של מרבית התביעות הייצוגיות בפשרה בין הצדדים, המושגת בשלבים מקדמיים של התביעה. סכום הפשרה מושפע בעיקר משיעור סכום הכיסוי הביטוחי של החברה.⁶⁶ משכך, איכות התביעה הייצוגית אינה פקטור בעל משקל בהחלטת החברה הנתבעת אם להתפשר אם לאו.⁶⁷

נוכח חסרונות אלו, הקיימים באכיפה פרטית קולקטיבית (ולא רק בתביעה פרטית אישית), אפשר לזהות באקדמיה ובפרקטיקה בארצות הברית מגמה מסוימת של צמצום

Roberta Romano, *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, 7 J.L. ECON. & 62
ORG. 55, 84–85 (1991); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Plaintiffs’
Attorney’s Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and
Recommendations for Reform*, 58 U. CHI. L. REV. 1, 12–27 (1991)

John C. Coffee, *להרחבה על בעיית התמריצים של עורך הדין המייצג בתביעה ייצוגית* ראו, 63
*Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is
Not Working*, 42 MD. L. REV. 215, 236–252 (1983); John C. Coffee, *Understanding the
Plaintiff’s Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law
Through Class and Derivative Actions*, 86 COLUM. L. REV. 669, 676–697 (1986)

לכאורה די בפיקוח הדוק של בית המשפט על הגשתן והתנהלותן של תובענות ייצוגיות כדי למנוע 64
שימוש לרעה בהן. ברם בתי המשפט סובלים אף הם מבעיית נציג, שכן האינטרס העצמי שלהם הוא
לפעול ביעילות ובמהירות ולסיים את הדיון בתיקים המונחים בפניהם בהקדם האפשרי, וזאת חלף
בדיקה מעמיקה של הסכמי הפשרה ושכר טרחת עורך הדין המסיימים את התביעה הייצוגית. ראו
Macey & Miller, לעיל ה"ש 62, שם.

Bruce Hay & David Rosenberg, *“Sweetheart” and “Blackmail” Settlements in Class* 65
Actions: Reality and Remedy, 75 NOTRE DAME L. REV. 1377 (2000)

Tom Baker & Sean J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The* 66
Coffee, ; Directors’ & Officers’ Liability Insurer, 95 GEO. L.J. 1795, 1807–1817 (2007)
2006, לעיל ה"ש 56, בעמ' 1569.

Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class* 67
Actions, 43 STAN. L. REV. 497, 511–513 (1991)

השימוש בתביעה ייצוגית תוך הדגשת האכיפה הציבורית.⁶⁸ אפשר ללמוד ממגמה זו בארצות הברית גם על היחס הראוי בין סוגי האכיפה בשווקים שבהם תביעות ייצוגיות אינן נפוצות, דוגמת ישראל ומדינות אירופה. כמפורט בהרחבה להלן, גם אם השלב הראשוני בקידום האכיפה בשווקים אלו הוא שיפור אכיפה פרטית וקידומה, עדיין יש מקום לאכיפה ציבורית מקבילה.

אכיפה באמצעות תביעה נגזרת כרוכה בבעיות שונות, אשר חלקן משותפות גם לתביעה ייצוגית.⁶⁹ בעיות נוספות נובעות מן הממשק העדין של מנגנון התביעה הייצוגית והנגזרת. בתביעה נגזרת מעמד החברה הוא כשל תובעת (גם אם בכוח ולא בפועל), ואילו במקרה של הגשת תביעה ייצוגית נגד החברה היא משמשת נתבעת. החברה עשויה למצוא עצמה במצב לא פשוט, שבו היא נתונה במתקפה חזיתית מכיוונים שונים: בתביעה ייצוגית החברה נתבעת ומנסה להדוף תביעות שהוגשו נגדה, ואילו כתובעת בתביעה נגזרת היא מנסה להוכיח את הטענות שאותן ניסתה להדוף קודם לכן.⁷⁰ החברה אף עשויה להימנע מתביעה מקבילה של נושא המשרה בתביעה נגזרת בגין מעשים שהוגשה בעטייהם תביעה ייצוגית מחשש שמא יאלץ אותה הדבר להעלות את סך הפיצוי שהיא משלמת במסגרת זו.⁷¹

התמונה המצטיירת מסקירת היתרונות והחסרונות של אכיפה פרטית וציבורית היא כי שום מנגנון אינו מושלם כשלעצמו, ובכל אחד מהם אפשר למצוא מעלות ומגרעות. לשם השלמת התמונה בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה תיבחן להלן אכיפתן הלכה למעשה בישראל ובארצות הברית.

68 Rose, *Reforming Securities Whistleblower Incentives and Protections*, 76 לעיל ה"ש 32; Fed. Reg. 34, 300 (June 13, 2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 240 & 249) (להלן: כללי ה-SEC).

69 כך למשל תביעה נגזרת כרוכה בתמריצים שונים של עורכי הדין המייצגים ושל בעלי המניות: Reinier Kraakman, Hyun Park & Steven Shavell, *When are Shareholders Suits in Shareholder Interests?*, 82 GEO. L.J. 1733 (1994); בסחטנות פוטנציאלית של בעלי המניות התובעים: Fischel & Bradley, לעיל ה"ש 59; ומתאפיינת בשכר טרחה מופרז של עורכי הדין המייצגים: Mark J. Loewenstein, *Shareholder Derivative Litigation and Corporate Governance*, 24 DEL. J. CORP. L. 1 (1999).

70 Jessica Erickson, *Corporation Misconduct and the Perfect Storm of Shareholder Litigation*, 84 NOTRE DAME L. REV. 75 (2008).

71 תובעים ייצוגיים אף יכולים להסתייע במסמכים שהתגלו במסגרת התביעה הנגזרת או בהתבטאויות של החברה כדי לקדם את עניינם במסגרת התביעה הייצוגית. יכולת זו חשובה במיוחד נוכח דרישת PSLRA, להלן ה"ש 117, שלפיה אין לערוך הליך גילוי מסמכים במסגרת התביעה הייצוגית עד לסיום ההליכים המקדמיים בה. תביעה נגזרת היא דרך נוחה לעקיפת איסור זה.

3. אכיפה קיימת לעסקאות עם בעל השליטה

ישראל

אכיפה פרטית: בעיה מרכזית בשוק ההון הישראלי היא חשש מפני תיעול משאבים לטובתו של בעל השליטה.⁷² תובעים פרטיים רשאים להגיש תביעות ייצוגיות ונגזרות בגין הפרות חוק לכאוריות שהתעוררו במסגרת עסקאות עם בעל השליטה במישורי הגילוי והמהות. הלכה למעשה התביעות שמוגשות אינן רבות, והחשש המרכזי הוא מפני הרתעת חסר של עסקאות לא יעילות. להמחשה, בדוח הרשות לשנת 2011 צוין כי "תחום האכיפה הפרטית בדיני ניירות ערך בישראל אינו מפותח יחסית והיקפו מצומצם".⁷³ לאחרונה הוקם בית משפט כלכלי, והתקווה היא שהדיון היעיל והמהיר בו יתמרץ תובעים פרטיים להגשת תביעות.⁷⁴

אכיפה ציבורית: רשות ניירות ערך מופקדת על שמירת עקרון הגילוי הנאות ומעניקה פרשנות רחבה לסעיפי הגילוי ובכך מרחיבה את סמכויותיה ועוסקת גם באכיפת עסקאות הנערכות בניגוד עניינים.⁷⁵ לעתים הרשות מתערבת בשאלות מהותיות החורגות מרובד הגילוי בעקיפין כדי למנוע ביקורת בדבר חריגה מסמכות. למשל, כאשר הרשות אינה מרוצה מהליכים שקדמו לאישור עסקה, היא מחייבת את החברה, עובר לעריכת העסקה, לפרסם מחדש את דיווחיה לציבור ולכלול בהם פרטים מדויקים יותר בנוגע לעסקה

72 טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק 74–76, 79–82 (2011) (להלן: דוח הביניים של הוועדה להגברת התחרותיות).

73 רשות ניירות ערך דוח על פעולותיה של רשות ניירות ערך לשנת 2011 80 (2012) (להלן: דוח הרשות לשנת 2011). אמירות ברוך דומה אפשר למצוא בדוח הביניים של הוועדה להגברת התחרותיות, לעיל ה"ש 72, בעמ' 105: "אכיפה פרטית בכלל ותביעות נגזרות וייצוגיות בפרט כרוכות בהוצאות גבוהות, והבעייתיות טמונה בכך שמשקיעים רבים בוחרים שלא לפתוח בהליכים אלו בשל גובה העלויות." ובדוח הסופי, שהמליץ: "להרחיב את סמכות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימת כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות ודיני ניירות ערך" (הוועדה להגברת התחרותיות במשק המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים 20 (2012)).

74 דניאל רימון וטל אמיר "בית-משפט כלכלי – מדלור לישראל" תאגידים 4/3, 7–13, 56–57 (2010). תיאור מעניין של עבודת בית המשפט הכלכלי, כולל נתונים לא רשמיים על היקף התביעות המוגשות אליו, אפשר למצוא בדברי השופט חאלד כבוב, אחד משלושת השופטים של המחלקה הכלכלית. ראו הילה רו "בעל שליטה בישראל יכול למנות מקורבים ולשלם להם משכורות עתק" *The Marker* 30.10.2011 www.themarker.com/law/1.1534599.

75 ס' 2 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 קובע את תפקיד הרשות; לשימוש הנרחב בעקרון הגילוי בישראל ראו הדס אהרוני ברק "חוק החברות וחוק ניירות ערך: חלוקת סמכויות מחודשת?" (עתיד להתפרסם); אייל נייגר ומאיה אלשיך קפלן "סקר עמיתים – התערבות מכוח פיקוח על גילוי נאות" תאגידים ב/20 (2005); וכן עמיר ליכט "סמכות רשות ניירות ערך להסדיר ענייני משטר חברות: הערה בעקבות מאמרם של נייגר ואלשיך-קפלן" תאגידים ב/46 (2005).

המתוכננת, או דורשת אישורים מחודשים באופן בלתי פורמלי. למעשה בשימוש מרחיב בעקרון הגילוי מכריעה הרשות דה פקטו בשאלת עצמאותו של משא ומתן על תנאי העסקה או בהגדרת עניין אישי, הנכללים בסוגיית האישורים לפי החלוקה המוצעת ברשימה זו.⁷⁶ הרשות אינה מתערבת במישרין בסוגיית ההוגנות אף שאפשר למצוא דוגמאות בודדות למעורבות עקיפה שלה גם במישור זה.⁷⁷

הרשות אינה מוסמכת להגיש תביעות בעצמה אלא לממן תביעות ייצוגיות ונגזרות לפי סעיפים 205א ו-209 לחוק החברות. לדוגמה, בשנת 2011 היו כתשע תביעות תלויות ועומדות שהרשות סייעה במימון, והדיון בתביעה נוספת שזכתה למימון נסתיים.⁷⁸ כן מוסמכת הרשות לקיים הליכי אכיפה מנהלית,⁷⁹ לחקור חשדות ולהעביר את ממצאיה לרשויות המעמידות לדין. נוכח טיבו של ההליך המנהלי הקבוע בחוק, קרי הליך פשוט, קצר וענייני, ללא הוכחות מורכבות, סמכות חדשה זו ישימה בעיקר במישור הגילוי, למשל הטלת עיצום כספי בגין היעדר גילוי נאות באשר לעסקה מסוימת.

76 למשל, דיווח מידי של החברה לישראל מיום 21.10.2009 כלל את עמדת רשות ניירות ערך בשאלת סיווג של משקיע מוסדי שמחזיק באיגרות חוב ומניות של החברה – אם יש לראות בו מי שיש לו עניין אישי אם לא – ואילו כמה שנים קודם לכן סווג בנק לאומי כבעל עניין אישי בעסקת החכרת אניות בין צים לחברה לישראל. ראו החלטה 101-5 של רשות ניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (אוקטובר 2004) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_817.pdf; ב"פרשת מלם 2", שאירעה בינואר 2004 כפי שמופיעה בת"פ (שלום ת"א) 6932/06 מדינת ישראל נ' זאבי פס' 60 לפסק הדין (פורסם בנבו, 7.3.2011) – הרשות הודיעה לחברה שהאסיפה הכללית קיבלה החלטה חסרת תוקף בשל סיווג לא מתאים, והחברה ביטלה את ההחלטה שנתקבלה בה; בפרשת רודמקו, שבה ביטלה החברה את הפעולה המתוכננת על ידיה בשל עמדת הרשות. ראו רודמקו בע"מ דו"ח מיידי פס' ו' (14.3.2010) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=520972.

77 ראו נביעות – טבע הגליל בע"מ דו"ח משלים לדו"ח התקופתי של החברה ליום 31 בדצמבר 2009 ס' 28 (7.2.2011) www.magna.isa.gov.il/details.aspx?reference=2011-01-042678&file=1&.id=01483#?id=01483&reference=2011-01-042678&file=1.

78 דוח הרשות לשנת 2011, לעיל ה"ש 73, בעמ' 80–87; ראו גם את אתר הרשות www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=4456. נתונים לא רשמיים על אודות היקף התביעות שמימנה הרשות עד היום, כעשרים במספר, אפשר למצוא בריאיון עם הממונה על אכיפה פרטית ברשות: הילה רו "ראיון TheMarker // 'האינטרס של רשות ני"ע הוא לממן הרבה תביעות ייצוגיות ראיות'" www.themarker.com/law/1.1783137 23.7.2012.

79 חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א–2011. השלכות אפשריות של חוק אכיפה מנהלית על התזה המוצעת ברשימה זו יפורטו להלן בחלק ה' אם כי בכל מקרה במועד כתיבת שורות אלו, כשנה וחצי לאחר כניסת החוק לתוקף, עדיין מוקדם להעריך את השלכותיו והשפעותיו באופן ממצה. בתקופה זו פורסמו שתי החלטות רשמיות של ועדת האכיפה המנהלית בעניין הסדר תנובה ובנק לאומי. משכך, מוקדם מדי להעריך את השלכות החוק מבלי להסתכן בחיזוי לא מדויק.

ארצות הברית

דיני ניירות ערך נאכפים באמצעות מערכת משולבת של אכיפה ציבורית ופרטית. אכיפה פרטית מורכבת מהגשת תביעות ייצוגיות במישור הפדרלי ובמישור המדינתי, ואילו אכיפה ציבורית כוללת הגשת תביעות אזרחיות ופליליות (על ידי ה-SEC וה-DOJ בהתאמה) בגין מרמה והטעיה מכוח סעיף 10(b) ל-Exchange Act of 1934 וכלל 10b-5 שה-SEC הוציא מכוחו, וכן הגשת תביעות בגין היעדר גילוי נאות ומרמה בפרוקסי מכוח סעיף 14(a) לחוק וכלל 14a-9 שה-SEC הוציא מכוחו.⁸⁰

בשל מבנה הבעלות המבוזר בארצות הברית עסקאות עם בעלי שליטה אינן בבחינת בעיה מרכזית בשוק ההון. עם זאת אם עסקה עם בעל השליטה בעייתית בעיני בעלי מניות מן המיעוט, הם עשויים לבחור בהגשת תביעה ייצוגית בגין הטעיה או גילוי חסר ומטעה מכוח דיני ניירות ערך במישור הפדרלי או המדינתי, או לפנות לתחום התאגידים ולהגיש תביעה נגזרת או ייצוגית במישור המדינתי, אם התקיימו התנאים הנדרשים לתביעות אלו. ל-SEC אין סמכויות ייחודיות לאכיפה של עסקאות עם בעלי שליטה, והיא רשאית לפעול בעניינן אם הן מקיימות את התנאים הנמנים בסעיפים 10b-5.

4. עקרונות מוצעים לאכיפה בשוק הון ריכוזי

הספרות הקיימת מבחינה בין אכיפה פרטית לציבורית, אולם אינה עוסקת במישורין באכיפת עסקאות עם בעלי שליטה, ולשם יישומה בהקשר חדשני זה אחלץ הימנה כמה עקרונות מנחים:

⁸⁰ §§ 10(b), 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C § 78(a) (2006); SEC Rule 10(b)(5), 17 C.F.R § 240.10b-5 (2012); SEC Rule 14(a)(9), 17 C.F.R. § 240.14a-9 (2012). לנתונים על אודות היקף השימוש של הרשות בכלל 10b-5 ראו William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 60 U. PA. L. REV. 69, 157 (2011). בנוגע לפן הפלילי של כלל 10b-5: ס' 24 ל-Securities Act of 1933 וס' 32(a) ל-Exchange Act of 1934 רחבים ביותר וקובעים כי כל מי שהפר בכוונה את אחת מהוראות החוק, ביצע עברה פלילית. סעיפים אלו מיוחסים גם לכלל 10b-5. ס' 21(d) ל-Exchange Act of 1934 מסמך את הרשות לחקור את הסוגיה ולהעבירה למשרד המשפטים. למשרד זה סמכות פלילית לא רק מכוח חוקי ני"ע אלא גם מכוח חוקים אחרים, דוגמת חוקי העונשין, 18 U.S.C §§ 1341, 1343 (mail and fire fraud). בנוגע לכלל 14a-9 החוק קובע מגוון מקרים שבהם חברה מחויבת לשליחת פרוקסי לבעלי המניות, והיא נדרשת לגילוי מלא ללא מידע מטעה. כדי לאפשר הצבעה מבוססת-מידע מצד בעלי המניות נדרש גילוי מיטבי של פרטי העסקה המוצעת להם. כדי לאכוף הצבעה מבוססת-מידע זו מוסמכת הרשות לתבוע בגין היעדר גילוי נאות. להרחבה ראו THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* §10 (2009).

- א. אכיפה ציבורית רצויה כאשר זיהוי עבריינים ותפיסתם כרוכים במאמץ ניכר, לגופים פרטיים אין מידע על אודות זהות מפרי החוק, או שיכולתם לאתרו בכוחות עצמם נתקלת בקשיים.⁸¹
- ב. בספרות הכלכלית-משפטית אפשר למצוא הצדקה לשימוש באכיפה ציבורית במקרה של ניזוק יחיד, והיא מתחדדת עוד יותר כאשר עסקינן בתחום ניירות ערך, המורכב מניזוקים רבים. קשיי התיאום ועלויות האכיפה במקרה של ניזוקים רבים גבוהים למדי, ועל כן יש לבחון מנגנונים המפחיתים עלויות אלו, דוגמת אכיפה פרטית קולקטיבית או אכיפה ציבורית, והבחירה ביניהם תיעשה בין היתר לפי שקלול העלות-תועלת הכרוכות בכל אחד מהם.
- ג. אכיפה ציבורית נהנית ממגוון רחב של כלי אכיפה ומגמישות רבה בהיקף ובאופי הפעילות שלה, והיא ישימה בהקשרים שונים.⁸² אכיפה ציבורית עשויה לסייע בהכוונת משאבי האכיפה למקומות הנחוצים ביותר באותה עת מתוך ראייה מערכתית היכן להשקיע משאבים אלו.
- ד. אכיפה ציבורית רלוונטית במיוחד כאשר יש גם אינטרס ציבורי בקיומה של מערכת אכיפה, דהיינו שבהיעדר אכיפה נאותה תהיה בעיה של החצנות, תת-הרתעה או כל בעיה אחרת. זאת, כיוון שסביר להניח כי אכיפה ציבורית משרתת את האינטרס הציבורי במידה רבה יותר מאכיפה פרטית, הנשענת, רובה ככולה, על התועלת הפרטית שמפיק התובע מן התביעה תוך מזעור העלויות האישיות המוטלות עליו במהלכה.⁸³

81 Shavell, לעיל ה"ש 17, בעמ' 571–582; טענה זו מופיעה גם במאמרם של פולינסקי ושוול A. Mitchell Polinsky & Steven Shavell, *The Economic Theory of Public Enforcement of Law*, 38 J. ECON. LITERATURE 45 (2000).

82 גיוון בארגון כלי האכיפה של הרגולטור הוא תופעה רצויה באופן כללי. ראו Christine Parker & Vibeke Lehmann Nielsen, *What Do Australian Business Really Think of the ACCC, and Does it Matter?*, 35 FED. L. REV. 187, 195 (2007).

83 ההנחה כי אינטרס הרגולטור תואם את האינטרס הציבורי בהרתעה יעילה יותר מאשר תובע פרטי מופיעה גם אצל Rose, *Reforming*, לעיל ה"ש 32, בעמ' 1340–1343; Amanda M. Rose, *The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis*, 158 U. PA. L. REV. 2173, 2193–2200 (2010). הנחה זו אינה מתעלמת מפגמים אפשריים בפעולת הרגולטור דוגמת עלויות בירוקרטיות גבוהות להפעלתו, או תופעה אפשרית של לכידה, אלא משקללת אותן בחישוב העלות-תועלת האפשרית. מכל מקום, גם כאשר תמריץ הרשות או הממשלה הוא מקסום הכנסותיה ולא מקסום הרווחה החברתית, מחקרים כלכליים עדיין סבורים כי יש מקום וטעם לאכיפה ציבורית, ולפיהם הבחירה בין אכיפה פרטית תחרותית לבין אכיפה ציבורית תלויה בתשובה לשאלה למי מהן עלויות נמוכות יותר וכן בחומרת הפרת החוק. ראו Nuno Garoupa & Daniel Klerman, *Optimal Law Enforcement with a Rent-Seeking Government*, 4 AM. L. & ECON. REV. 116 (2002).

- ה. כאשר טיבה של הנורמה המהותית חשוב ועקרוני יותר, יש טעם בקיום אכיפה מקבילה, על ידי גופים פרטיים וציבוריים יחדיו. ככל שההתנהגות האסורה מזיקה יותר, כך הטעם בהתרת אכיפה פרטית וציבורית רב יותר. הבעייתיות הרבה הנובעת מהפרת הנורמה מצדיקה אכיפה מקבילה על ידי גופים פרטיים וציבוריים.⁸⁴
- ו. תביעות ייצוגיות ונגזרות מתבססות במידה רבה על יזמת עורכי דין בהגשת תביעות, ועל כן קיימת חשיבות רבה לתגמול נכון וראוי שלהם. כאשר ברור לעורכי הדין מהו שכר הטרחה הצפוי להם מהגשת תביעה והוא ראוי בעיניהם, קשה לראות מדוע הם לא ייזמו את הגשת התביעה בפועל. עם זאת כששכר הטרחה נמוך מדי לטעמם או לא ידוע במידה מספקת, דוגמת המצב בבקשה למתן סעד הצהרתי, הם לא יהיו אקטיביים ושוק התביעות לא יתעורר. לעומת זאת פעילות אכיפה ציבורית אינה תלויה בהיקף שכר טרחה זה או אחר. בדומה לכך, תובעים פרטיים צפויים להגיש תביעות ייצוגיות רבות יותר כאשר הם מעריכים כי ייפסק להם תגמול גבוה בסיומן.
- ז. יתרונה של אכיפה ציבורית בולט כאשר הנזק הנגרם מהפרת החוק גבוה יחסית. במקרה זה אפשר לנקוט באכיפה ציבורית גם אם עלותה גבוהה מעלויות כאלה באכיפה פרטית.⁸⁵
- ח. במקרים מסוימים כאשר עלות התביעה גבוהה בהרבה מערך התביעה, מתן אפשרות תביעה בלעדית לקרבן העבירה גורם לשוק לתביעות משפטיות שלא יעבוד, ועל כן נדרשת אכיפה ציבורית.⁸⁶
- ט. לעתים אכיפה ציבורית מכינה את הקרקע לגופים פרטיים שינקטו פעולת אכיפה עצמאית. במקרים אחרים, כאשר לפרט יש יתרון מידע על פני הרשות הציבורית ובכל זאת יש עדיפות לאכיפה ציבורית על פני אכיפה פרטית, אפשר לתמרץ אותו להעברת המידע לידי הרשות על ידי תגמול נאות.⁸⁷

84 טיעון זה מופיע במאמרו של קובציץ' בהקשר של הגבלים עסקיים, שבו השאלה הנבחנת היא מתי יש להוסיף אכיפה פרטית על אכיפה ציבורית קיימת, אולם הרציונל של מרכזיות הנורמה וחשיבותה בשוק הרלוונטי נכונה ושיממה גם בהקשר של תאגידים וניירות ערך. ראו William E. Kovacic, *Private Monitoring and Antitrust Enforcement: Paying Informants to Reveal Cartels*, 69 GEO. WASH. L. REV. 766, 781 (2001). נקודה זו תפוח ותפורט להלן בחלק העוסק בניחות האכיפה בארצות הברית.

85 Polinsky, לעיל ה"ש 36, בעמ' 107.

86 Landes & Posner, לעיל ה"ש 35, בעמ' 33–36. נקודה זו מניחה כי יש באכיפה ערך חיובי ועל כן היא נחוצה, ולא כי ביצועה יוביל לערך שלילי, שכן אז עולים ספקות באשר לנחיצותה.

87 נקודה זו תפוח להלן בחלק ג.2 שכותרתו "חשיבות המידע".

5. אכיפה מקבילה?

רשימה זו מציעה להוסיף אכיפה ציבורית לאכיפה פרטית ואינה שוללת הגשת תביעה על ידי גופים פרטיים.⁸⁸ כאשר גופים פרטיים אינם אוכפים סוגיה מסוימת, והיא נותרת ללא אכיפה מספקת, הרשות תוכל למלא את החסר ולהתערב בעזרת כלי האכיפה המצויים בידה. עצם אפשרות ההתערבות של הרשות עשויה לתמרץ את הפרטים לפעול מחשש שאם לא יעשו כן הם ייחשפו לרגולציה או אכיפה חמורה מאוד.⁸⁹ אכיפה מקבילה על ידי רשות ציבורית וגופים פרטיים רצויה מן הטעמים האלה:

1. חשיבות הנורמה הנאכפת: כאשר מדובר בנורמה מרכזית ובעייתית בשוק ההון, דוגמת הגנה על המיעוט, סוגי האכיפה השונים עשויים לאזן זה את זה ולמנוע ליקויים שנגרמים מהסתמכות בלעדית על אחד מהם.
2. ייעול בהפניית משאבי האכיפה: הוספת מנגנון אכיפה על זה הקיים תסייע בהפניית משאבי האכיפה למקום שבו הם נחוצים ביותר. תביעה של רשות ציבורית במקרי ליבה יכולה להכווין את השוק להגשת תביעות חשובות מבחינה כלל-משקית או להוביל לרמת אכיפה נאותה.
3. עידוד אכיפה פרטית: נקיטת אכיפה ציבורית עשויה להקל על משקיעים לנקוט אכיפה פרטית. מלבד התועלת הקיימת בעצם נקיטת פעולה של אכיפה ציבורית, יש בהתערבות זו גם כדי לסייע לגופים פרטיים להפעיל אכיפה פרטית. למשל, פעולות הרשות במישור הגילוי יביאו לידיעת ציבור המשקיעים את דבר קיומה של עסקה בעייתית, וכך יקל עליהם לנקוט פעולת אכיפה עצמאית במישור המהות אם העסקה לא קיבלה את האישורים המתאימים או לא נערכה לטובת החברה.⁹⁰

88 אם הרשות מתומצת אופטימלית, לכאורה אין צורך בפעילות אכיפה נוספת של גופים פרטיים. כיוון שרשימה זו אינה מניחה תמריצים אופטימליים לרשות, וכיוון ששלילת זכות תביעה לפרט היא סנקציה חריפה הפוגעת בזכויות יסוד שלו, מוצע לשלב גם אכיפה פרטית שתמריצה גם הם לא בהכרח אופטימליים. להשוואה ראו Andrew N. Vollmer, *Should Class Actions to Enforce Rule 10b-5 Be Expanded Or Curtailed?*, 44 SEC. REG. & L. REP. (BNA) No. 325 (13.2.2012).

89 בדומה לכך מתאר רו את דיני החברות בארצות הברית כמעוצבים לא רק לאור התחרות בין המדינות השונות אלא גם לאור איום ההתערבות מצד וושינגטון (באמצעות המחוקק הפדרלי, רשות ניירות ערך (SEC) וכללי הבורסה): במקרים שבהם הממשל הפדרלי ראה שהמחוקק המדינתי ממאן להתערב בנושאים שלפי דעתו היו אמורים להיות מוסדרים באופן שונה, הוא התערב בהם בדרכים שונות. ראו Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 HARV. L. REV. 588 (2003). התחרות בין גורמי האכיפה השונים נדונה גם אצל James E. Park, *Rules, Principles, and the Competition to Enforce the Securities Laws*, 100 CAL. L. REV. 115 (2012).

90 משכך, גם המתנגדים למעורבות של אכיפה ציבורית במישור המהות עשויים להצדיק את מעורבותה במישור הגילוי, כיוון שהדבר יקל על גופים פרטיים לנקוט פעולה עצמאית במישור המהות.

4. יתרונות מידע: אכיפה מקבילה אינה שוללת את זכות התביעה שהדין מעניק לגופים פרטיים ומאפשרת לנצל את המידע המצוי ברשותם (לעתים באופן בלעדי). בפרט נכון הדבר שעה שקיימים בדין תמריצים ראויים לתובע פרטי להעביר את המידע שברשותו לשם נקיטת אכיפה ציבורית.

5. תועלת גבוהה: מחקרים אמפיריים שונים מצביעים על יתרונות בתועלת הנובעת מהגשת תביעות מקבילות על ידי רשות ציבורית. הגשת תביעות מקבילות על ידי ה-SEC ועל ידי גופים פרטיים בגין אותן נסיבות מקצרת את משך הזמן עד להשגת פשרה בתביעה הפרטית, וסך הפיצוי שנפסק למשקיעים במסגרתן גבוה יותר;⁹¹ בתביעות שמגישה ה-SEC נושאי המשרה הם שנדרשים לשלם מכיסם הפרטי ולא חברות הביטוח, ועל כן ההרתעה הכרוכה בהן אפקטיבית וממשית.⁹²

6. הפנמת תרבות עסקית: אכיפה על ידי מגוון גופים מסייעת להנחלת "תרבות עסקית" ראויה יותר מאכיפה על ידי גוף יחיד. גופי אכיפה שונים מעודדים זה את זה לאכיפה נאותה וראויה, ופעולת האחד משפיעה על רעהו ומתמרצת אותו. ניסיון העבר באירופה בהקשר של הגבלים עסקיים מלמד שהנחלת "תרבות תחרות" לא צלחה כל עוד לא ניתנה גם לגופים פרטיים זכות תביעה מקבילה.⁹³

בעיות אפשריות

1. בזבוז משאבים: מאמצי אכיפה כפולים מצד כמה גופי אכיפה עשויים להוביל לבזבוז משאבים, שכן גופים שונים יפעלו בו זמנית לשם אותה מטרה, ללא שיתוף פעולה ביניהם, באופן שמוביל לעלויות כפולות ומיותרות. מאמצי תיאום בין גופים שונים כרוכים אף הם בעלות, ללא כל ודאות כי שיתוף הפעולה אכן יוביל לתוצאות רצויות. אפשר למזער חשש זה באמצעות בחירת הרשות בתביעות בדרגות התערבות שונות, הורות את הפעילות העצמאית של הפרט למאמציה, וכן באמצעות הפעלת שיקול דעת מדוקדק מצד הרשות עובר לפעילותה.

2. ניוון של אכיפה פרטית: חשש נוסף בהפעלה בו־זמנית של אכיפה ציבורית ואכיפה פרטית הוא שמא אכיפה ציבורית תהא חזקה מדי ותסיג את גבולה של אכיפה פרטית עד לניוונה. החשש הוא שאכיפה ציבורית טובה תמנע מאכיפה פרטית

91 Cox, Thomas & Kiku, לעיל ה"ש 34.

92 Maria Correia & Michael Klauzner, *Are Securities Class Actions "Supplemental" to SEC Enforcement? An Empirical Analysis*, 33–44 (Working Paper, 2012), http://reanati.tau.ac.il/Eng/_Uploads/dbsAttachedFiles/Correia.pdf.

93 Jörg Philipp Terhechte, *Enforcing European Competition Law – Harmonizing Private and Public Approaches in a More Differentiated Enforcement Model*, in PRIVATE ENFORCEMENT OF COMPETITION LAW 11, V.2 (Jürgen Basedow, Jörg Philipp Terhechte & Lubos Tichy eds., 2000), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1638339.

מלהתפתח. קיום בר-זמני של אכיפה ציבורית ופרטית עשוי להשליך גם על בתי המשפט, אשר ייטו לראות בתביעות פרטיות מטרד, שכן לו היה הנושא חשוב ורציני, הייתה הרשות הציבורית עצמה פועלת בעניינו. אפשרות תביעה על ידי הרשות יש בה כדי להשפיע גם על משקיעים מוסדיים, שינקטו אדישות רציונלית וינסו להימנע מהכתמת שמם באקטיביות מיותרת, והעבודה הקשה של הוכחת התביעה תבוצע על ידי הרשות. אפשר למתן את ההשלכה המנוונת של אכיפה ציבורית על אכיפה פרטית בדרכים האלה:

א. אפשר לקבוע כי הרשות תגיש תביעה עצמאית רק במקרי ליבה מסובכים ומורכבים במיוחד ולא תתערב במקרים קלים ולא מורכבים; או כי בשלב הראשוני תגיש הרשות תביעות לשם הכוונת השוק, ולאחר מכן "ישחקו הנערים לפניו" למשך פרק זמן מוגדר מראש, וכך היא תותיר גופים פרטיים לאכיפה בלעדית לתקופה מסוימת, שבסופה היא תבחן מהם צעדי האכיפה שיש לנקוט בשלב הבא.

נוסף על כך, אפשר לקבוע כי הרשות תפעל בגין הפרה מסוימת רק אם לאחר פרק זמן סביר לא ננקטה פעולת אכיפה פרטית בגינה. תקופת המתנה זו תאפשר לגופים פרטיים לפעול בעצמם, ללא חשש שמא הרשות תקדים את מהלכי הפרט ותייתר את פעולת האכיפה שלו (אם כי תיתכן גם תופעה הפוכה שלפיה פעולת הרשות תגרום לגופים פרטיים שלא לתבוע ולהמתין כדי ליהנות מפרותיה ללא מאמץ). מודל כזה מאפשר למדינה לפתח ולקדם את שוק התביעות הפרטי באופן שמעורבות הרשות הציבורית תהא לאחר שניתנה לשוק הפרטי אפשרות להביע את דברו. מכל מקום, הרשות הציבורית תידרש לפרסם קריטריונים ברורים לנקיטת פעולת אכיפה כדי למנוע טענות של חוסר שקיפות והיעדר ודאות.

ב. לחלופין אפשר לקבוע כי אופי הפעילות של הרשות יהיה מתוחם יותר: הרשות לא תגיש תביעות בעצמה אלא תבחר בתביעות פרטיות ותלווה אותן במידת מעורבות המשתנה על פי נסיבות העניין. ההיתכנות של בחירת תביעה פרטית וליווי צמוד שלה על ידי הרשות יש בה כדי לעודד תובעים פרטיים לתבוע בכוחות עצמם מלכתחילה, בציפייה כי בעתיד תקבל תביעתם חיזוק ניכר בדמות סיוע מן הרשות.

ג. היבט נוסף קשור לסעד המבוקש במסגרת התביעה. ככל שהסעד המבוקש בתביעת הרשות שונה מן הסעד המבוקש בתביעות פרטיות, פוחת החשש מפני ניוון. אם הרשות עותרת לסעד הצהרתי, ובעקבותיו בעלי המניות יבקשו סעד כספי, אכיפה ציבורית תוכל לדרבן גופים פרטיים להמשיך אכיפת הסוגיה.

מכל מקום, פעילות של גופי אכיפה ציבוריים ופרטיים בד בבד היא תופעה מוכרת במשפט, ואין לחשוש מפניה בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה יותר מאשר בהקשרים אחרים. תביעות מקבילות, פרטיות וציבוריות, קיימות בארצות הברית ובאירופה במגוון נושאים, ובהם איכות הסביבה, הגבלים עסקיים, הגנת הצרכן וניירות

ערך, ואפשר להתמודד עם בעיית הניווט, אם וכאשר היא קיימת, באמצעים דומים לאלו הקיימים כיום.⁹⁴

ג. מישור התערבות I – גילוי

נוכח מידע מטעה או מרמה כלפי בעלי המניות עובר לכינוס של אספה כללית, שבה עומדת לדיון עסקה עם בעל השליטה, מציעה רשימה זו לאפשר לרשות לנקוט מגוון של אמצעי אכיפה: הגשת תביעה ייצוגית או נגזרת על פי נסיבות העניין; מימון תביעות או בחירת תביעות; פתיחה בהליכים מנהליים או העברת חשדות פליליים לגופים הרלוונטיים. לפיכך ההצדקה הנורמטיבית לאכיפה ציבורית לעסקאות עם בעלי שליטה במישור הגילוי דורשת ליכון של הסוגיות האלה: חלק 1 – "גילוי והחצנות" – ידון בשאלה אם וכיצד הרציונלים העומדים בבסיס אכיפה ציבורית וגילוי דיני ניירות ערך נכונים גם כשמדובר באכיפה במישור הגילוי בעסקאות עם בעלי שליטה, השייכות לדיני תאגידים; חלק 2 – "חשיבות המידע" – יבחן אם יש לרשות יכולת לנקוט פעולות אכיפה בפועל, ובעיקר אם יש לה מידע על הפרות חוק; חלק 3 – "ניתוח האכיפה בארצות הברית" – ישקול אם וכיצד אפשר ללמוד מן המצב המשפטי בארצות הברית, שם קיימת אכיפה ציבורית ופרטית מקבילה לסעיף 10b-5, לשאלת רציות האכיפה המקבילה באשר לעסקאות עם בעלי שליטה.

1. גילוי והחצנות

רשות ניירות ערך מופקדת על שמירת האינטרס הציבורי בשוק ההון. הרשות אמונה על גילוי נאות מצד החברות הנסחרות.⁹⁵ על חשיבות הגילוי נשתברו קולמוסים רבים, ואין בכוונת רשימה זו להציג את הספרות הענפה בתחום זה אלא למקד את הדיון לשאלה הרלוונטית לעניינו: מהי ההצדקה לקיומה של אכיפה ציבורית לגילוי, והאם היא רלוונטית גם לעסקאות עם בעלי שליטה. בתמצית, גילוי מנדטורי יוצר החצנות חיוביות בשוק ההון, ולשם אכיפתו נדרשת פעילות של רשות ציבורית. לחברה יש אינטרס תת-אופטימלי לגלות מידע על אודות עסקה שהיא עורכת עם בעל השליטה, ואילו ציבור

94 David Rosenberg & James P. Sullivan, *Coordinating Private Class Action and Public Agency Enforcement of Antitrust Law*, 2 J. COMP. L. & ECON. 159 (2006); D. Bruce Hoffman, *To Certify or Not: A Modest Proposal for Evaluating the "Superiority" of the Class Action in the Presence of a Government Enforcement*, 18 GEO. J. LEGAL ETHICS 1383 (2005); R. Preston McAfee, Hugo M. Mialon & Sue H. Mialon, *Private v. Public Antitrust Enforcement: A Strategic Analysis*, 92 J. PUB. ECON. 1863, 1871–1872 (2008).

95 להרחבה ראו לאה פסרמן-יופוב דיני ניירות ערך: חובת הגילוי (2009).

המשקיעים וחברות אחרות יצאו נשכרים מגילוי מידע זה. ההחצנה החיובית הנוצרת בעקבות גילוי בעסקאות עם בעלי שליטה מצדיקה שימוש באכיפה ציבורית בעניינן. הרציונל הקלסי לגילוי בשוק ההון הוא הגנה על משקיעים. גילוי מעניק למשקיעים מידע הכרחי לשם קבלת החלטות מושכלת ומסייע בהשגת הזהירות הנדרשת בשוק הון מורכב.⁹⁶ גילוי משפיע לטובה על כללי ממשל תאגידי בחברה ועל מנגנוני שוק שנועדו להתאים את אינטרס הנהלה עם זה של בעלי המניות. גילוי מאפשר להנהלה לפעול באופן שממקסם את ערך החברה. גילוי מעביר מידע לידי בעלי מניות, שיכולים לנצל אותו באמצעות בחירת הנהלה שתמקסם את ערך החברה, או על ידי הגדלת האפקטיביות של תביעה שתוגש על ידיהם בשל מידע נרחב שעומד לרשותם. גילוי מקדם יעילות גם באמצעות שיפור מנגנון הבחירה בפרויקטים חדשים ובתפעול פרויקטים קיימים. גילוי מחזק מנגנונים שוקיים, כדוגמת שוק שליטה ותגמול על בסיס מניות: כיוון שגילוי גורם למשתלט פוטנציאלי לדעת יותר על החברה, הוא מאפשר ניהול סיכונים מדויק יותר. כמו כן גילוי נרחב מוביל ליעילות מוגברת של מנגנוני התגמול המבוססים עליו, לכך שמחיר המניה יהיה מדויק יותר, להעלאת נזילות המניה ולצמצום מרווח bid-ask בשוק ההון. גילוי מפחית את היקף המידע שאינו ציבורי בשוק ואת הסיכוי שאנשי פנים יסחרו במניות על יסוד מידע זה.

הספרות הקלסית רואה בגילוי מוצר ציבורי אשר בהיעדר חובה מנדטורית יופק בחסר. חברה ציבורית נושאת בעלות הפקת המידע. אם הנהלים מן המוצר הציבורי הם המשקיעים בחברה בלבד, אין הצדקה לגילוי מנדטורי דווקא. כאשר משקיעים חיצוניים בשוק ההון נהנים מן התועלת הגלומה בגילוי זה, חברות לא ייצרו מידע במידה מספקת ללא חובת גילוי מנדטורית.⁹⁷ משכך, הטלת חובת גילוי מנדטורית תחייב את החברות לספק רמה נאותה של מידע. הצדקה קלסית נוספת היא כי בהיעדר רגולציה לגילוי יובילו כוחות השוק לחלוקה לא שוויונית של המידע וייצרו הבחנה בין שחקנים בעלי מידע בשוק ההון לשאינם בעלי מידע. הבחנה זו תוביל לפגיעה באמון המשקיעים בשוק ההון, ולפיכך הגנה על משקיעים הינה יעילה והוגנת.⁹⁸ נוסף על כך, גילוי מפחית את עלויות הנציג בין הנהלת החברה לבעלי מניותיה ובין בעלי מניות שליטה לבעלי מניות מיעוט. בעלי הכוח – הנהלה או בעל השליטה – אינם צפויים לגלות מידע שעשוי לפגוע בתועלתם מרצון, ולפיכך מוצדק לחייבם לעשות כן.⁹⁹ מחקרים אחרים העידו שגילוי

96 פסקה זו מבוססת על Fox, לעיל ה"ש 56, בעמ' 320–332.

97 Coffee, Market Failure, לעיל ה"ש 31, בעמ' 723–733.

98 שם, בעמ' 734.

99 Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1051–1054 (1995); Allen Ferrell, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 81, 116–118 (2007).

הוא התחייבות אמינה כלפי משקיעים, מקל על התקשרות חוזית בין המשקיעים והחברה ומפחית את עלות גיוס ההון.¹⁰⁰

לעומת הצדקות אלו, המתמקדות במישור היחסים הפנימי בתוך החברה, טענו איסטרברוק ופישל כי יתרונו של גילוי מנדטורי דווקא ביצירת החצנות כלפי השוק בכללותו: התופעה שלפיה גילוי מיטיב עם מתחרי החברה אך לא עם החברה עצמה, הנושאת בעלויותיו, צפויה לגרום לגילוי חסר. על כן לשם השגת רמת גילוי נאותה מוצדק לחייב גילוי באופן מנדטורי.¹⁰¹ גילוי מנדטורי הוא אמצעי להבטחת רמת גילוי גבוהה יחסית על בסיס מתמשך, והוא דורש מעורבות ופיקוח של רשות ציבורית. רשות ציבורית מרכזית הופכת את הגילוי לאמין ומגנה על זכויות המשקיעים בשוק ההון בין היתר בעזרת הטלת סנקציות בגין מרמה הקשורה בגילוי.¹⁰²

כיצד גילוי מחצין לחברות אחרות מלבד החברה המגלה ומשפיע עליהן?¹⁰³ ובכן, הגילוי מחצין לחברות שאינן מתחרות עם החברה המגלה באמצעות שחרור מידע על מגמות (טרנדים) צרכניות חדשות, שווקים טכנולוגיים, פרקטיקות התנהגות, הסדרי מדיניות ועוד. במידע זה יש כדי לסייע לחברות אחרות ולצמצם את בעיות הנציג בהן. גילוי על אודות חברה א מעניק למשקיעים של חברות ב-ג אמת מידה לשם הערכת יעילות ההנהלה בחברות אלו ויכולת להעריך את ניגודי האינטרסים הקיימים בה, ובכך מצמצם את עלויות הפיקוח שלהם.

בשוקי הון ריכוזיים גילוי אקוטי במיוחד בדבר עסקאות שונות שעורך בעל השליטה עם החברה. גילוי על עסקה עם בעל השליטה צפוי להוביל להחצנה חיובית לשוק

Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of* 100 *Mandatory Disclosure*, 23 CARDOZO L. REV. 675 (2002). המאמר מודה כי הנמקה זו אינה מובילה לגילוי מנדטורי דווקא, אלא ייתכן שנגיע לתוצאה דומה באמצעות גילוי מרצון מצד החברות.

Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of* 101 *Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 696–707 (1984). ספרות אקדמית מועטה ממשיכה את הדיון בשאלת החצנות חיוביות וגילוי שאותו החלו איסטרברוק ופישל. למשל, חנס התמקד בסוג מסוים של החצנות שיוצר גילוי בשוק ההון, השוואה בין נתונים פיננסיים של חברות שונות, ומצא כי גילוי מנדטורי מסייע בהפקת נתונים אלו, שהם רכיב חשוב בפעילות אנליסטים בשוק ההון. ראו Sharon Hannes, *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?*, 29 J. Corp. L. 699, 709–715 (2004).

Robert A. Prentice, *The Inevitability of a Strong SEC*, 91 CORNELL L. REV. 775, 828–837 (2006); למחקר אמפירי שתומך בגילוי מנדטורי ראו Daynes & Jones, לעיל ה"ש 25.

Christian Leuz & Peter Wysocki, *Economic Consequences of Financial Reporting and* 103 *Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research* 11–14 (Working Paper, July 2008), <http://mit.edu/wysockip/www/papers/LW2008.pdf>.

בכללותו, ולפיכך קיימת הצדקה לאכיפה ציבורית בעניינו. לחברה יש אינטרס תת־אופטימלי לגלות מידע על עסקה שהיא עורכת עם בעל השליטה, ואילו ציבור המשקיעים וחברות נוספות במשק יצאו נשכרים מגילוי פרטים על אודותיה. מידע זה צפוי לסייע לבעלי מניות המיעוט להעריך את החברה ביחס לחברות אחרות ולסייע להם בקביעת אמות מידה (בנצ'מארק) באשר לעסקאות מסוג זה. למשל, גילוי על עסקה שנערכה עם בעל השליטה שבה הוענקה לו משכורת נדיבה במיוחד עבור כהונתו כנושא משרה עשוי להחציץ באופן חיובי לבעלי מניות בחברה מתחרה. נתון זה מסייע לבעלי המניות בחברה האחרת להעריך את ההנהלה בחברה שבה הם משקיעים. כיום מקובל כי תגמולים לנושאי משרה תלויים בביצועי החברה במידה זו או אחרת. סביר להניח שהחברה נימקה את החלטתה למתן התגמול באופן מסוים וניתחה את הביצועים הנדרשים לשם הענקתו בפועל. בעלי המניות בחברה האחרת יכולים לבחון על דרך ההשוואה את מדיניות התגמולים הנוהגת בחברתם, לא רק את שיעור השכר אלא גם את הביצועים הנדרשים כתנאי מקדים לשם הענקתו. הם יכולים לבחון אם ביצועי החברה בפועל רגילים לעומת הנעשה בשוק, ואם הציפיות לביצועים גבוהות או נמוכות ביחס למוצע. משכך, גילוי מחציץ לבעלי מניות בחברות אחרות ושוק ההון בכללותו, ואפשר להצדיק את חיובו באופן מנדטורי, עם אכיפה נלווית על ידי רשות ציבורית.

2. חשיבות המידע

יכולתה של רשות ציבורית להתערב בעסקאות בעייתיות בזמן אמת תלויה בכך שיש לה מידע מספק על אודותיהן. הרשות אינה יכולה להפעיל סמכויות אכיפה ללא מידע מהימן על בעיה קונקרטית. כדי שהרשות תאתר עסקה חבויה שנערכה עם בעל השליטה, או תדרוש מן החברה פרטים נוספים על עסקה מסוימת שדווחה באופן שאינו משיב רצון, עליה להחזיק במידע רלוונטי על עסקה זו. המידע הנחוץ לשם נקיטת פעילות אכיפה עשוי להימצא בידי הרשות או בידי גופים פרטיים. חלק זה עוסק ביכולות הרשות באשר למידע בעסקאות עם בעלי שליטה: מהם מקורות המידע שלה, אם יש לה יתרון בהשגת מידע על פני גופים פרטיים, ומהי העלות הכרוכה בהעברת מידע מידי גופים אלו לרשות.

(א) יתרון מידע לרשות?

מקורות המידע המצויים בידי רשות ציבורית הם שונים ומגוונים ומעידים על יכולותיה לעומת גופים פרטיים. ראשית, כחלק מפעילותה השוטפת של הרשות היא מקיימת מערך בקרה על דוחות שנתיים, תקופתיים ומידיים שמפרסמות החברות. דוחות אלו נסקרים על ידי צוות הרשות כדי לאתר בעיות והפרות לכאוריות העולות מהם. עם איתור החשדות הרשות מקיימת תקשורת שוטפת עם החברות, אשר חלקה מפורסמת לציבור וחלקה נותרת מנת חלקם של הרשות והחברה המדווחת בלבד. מגעים אלו נועדו ללבן ולברר את פרטי החשדות נגד החברה, והם מפיקים מידע רב לרשות. מידע זה מפורסם לציבור

במידת הצורך. גם סקרי שוק שהרשות עושה כחלק מפעילותה השוטפת מסייעים לה באיתור מידע חדש.

שנית, לעתים הידע הנדרש כדי לזהות את הבעייתיות בעסקה הוא ידע של תנאי השוק והכלכלה, שיש חילוקי דעות מקצועיים לגביו. ידע זה צפוי להיות בידי מומחים העובדים ברשות, ופחות בידי גופים פרטיים.¹⁰⁴ שימוש בידע המצוי בידי הרשות הציבורית צפוי לחסוך בעלויות איתור ההפרה ונקיטת פעולת הפרה נגדה ביחס לגופים פרטיים שנדרשים להשקיע מאמץ רב בהשגת מידע והבנתו ככאן.¹⁰⁵

שלישית, עלות איסוף מידע על ידי הרשות עשויה להיות נמוכה בהרבה מזו של גוף פרטי גם בשל יכולתה להשתמש בכוחה של המדינה. סמכויות חקירה שונות מצויות באופן בלעדי בידי הרשות, ללא מקבילה לתובעים פרטיים, והן מקלות איתור נתונים רלוונטיים. סמכויות אלו כוללות דרישת מסמכים שונים מן החברות המפוקחות או מגופים אחרים; זימון גופים שונים לחקירה; הגשת בקשות לבתי משפט, כדוגמת בקשה למעצר של פלוני החשוד בביצוע עבירות או להטלת צו איסור פרסום על חקירה מסוימת.¹⁰⁶ סמכויות חקירה אלו מהוות מקור חשוב לשם השגת מידע. עלות איסוף מידע זה על ידי גופים פרטיים צפויה להיות גבוהה יותר, בהעדר "איום" מקביל אפקטיבי כלפי בעלי השליטה.

ולבסוף, לחברות הפעילות בתעשייה מסוימת יש אינטרס "לרגל" אחר החברות המתחרות בהן ולאחר בהן חולשות. מאמצי ריגול אלו עשויים להניב גם מידע על הפרות חוק שהחברה המתחרה תשמח להעבירו לידי הרשות. החברה המתחרה תשוש לעשות כן

104 דוגמה לכך היא המקרה שבו חברה מדווחת על מכירת נכס לבעל שליטה ומפרסמת חוות דעת שמאי מטעמה המעריכה את שווי הנכס. עובדי הרשות צפויים לרכוש מומחיות בבחינת סבירותה ומהימנותה של הערכת השווי כיוון שהם נפגשים בהן תדיר. אנשי הרשות צפויים לדעת (במאמץ קטן לעומת גופים פרטיים) אם חסר מידע בהערכת השווי שהובאה בפני בעלי המניות, בין באמצעות השוואה לעסקאות דומות שביצעו חברות אחרות ובין באמצעות שימוש בידע כללי המצוי בידם מכוח תפקידם המקצועי. מידע זה מצוי בידי הרשות ויקל עליה בנקיטת פעולת אכיפה במקרה הצורך, אך אינו מצוי בידי תובעים פרטיים, הנדרשים להשקיע מאמץ ניכר ומשאבים רבים בהשגתו. טענה דומה הובעה באשר לידע מדעי הנדרש לשם איתור הפרת חוקי ההגבלים העסקיים. ראו Ilya Segal & Michael Whinston, *Public vs. Private Enforcement of Antitrust Law: A Survey*, 28 EUR. COMPETITION L. REV 306, 311 (2007).

105 החברות מגישות דוחות תקופתיים ומידיים לרשות הציבורית כדבר שבשגרה. גם ללא פונקציה של אכיפה ציבורית הרשות מקצה משאבים לבדיקת שלמות המידע הכלול בדוחות ואמינותו. תוספת המשאבים שתידרש כדי לאתר את ההפרות קטנה יחסית.

106 למשל, בישראל נתונות לרשות סמכויות חיפוש ותפיסה וסמכויות חקירה (ס' 356–ג לחוק ניירות ערך); בארצות הברית נתונות ל-SEC סמכויות חקירה נרחבות למדי. ראו HAZEN, לעיל ה"ש 80, § 16.28.

גם ללא תגמול כספי ישיר, שאותו היא תפיק בעקיפין מן הפרסום השלילי לחברה המתחזקת בעקבות חקירת החשדות.

עם זאת יש הטוענים כי עלות השגת מידע על ידי הרשות גבוהה מעלות כזאת לגופים פרטיים. טענה זו נסמכת על היותו של הסקטור הציבורי, שאינו מונע משיקולי רווח, יעיל פחות מרעהו הפרטי; על כך שמיון אכיפה ציבורית באמצעות העלאת מסים הוא עלות הרסנית לפעילות הכלכלית; ועל כך שלגופים פרטיים עשויה להיות עדיפות בהשגת מידע על אודות העסקה לעומת יכולתה של הרשות.¹⁰⁷ אפשר שבעלי מניות יקבלו מידע על עסקה בעייתית משמועות שנפוצות בשוק, אשר אין הכרח כי יגיעו לאוזני הרשות. עדיפות מעין זו עשויה להיווצר במקרים שבהם החברה לא דיווחה כלל על אודות העסקה, או כאשר החברה גילתה פרטים לא מלאים על אודותיה.

(ב) תמרוץ גופים פרטיים להעברת מידע

גם אם נניח כי צפוי שלגופים פרטיים יהיה מידע ראשוני נרחב יותר מאשר לרשות, אפשר לתמרץ אותם להעברת מידע זה לידיה. תמריץ אפשרי הוא מתן תגמול לגוף פרטי שהעביר לרשות מידע רלוונטי בנוגע לתביעה שהוגשה על ידיה לבית המשפט.¹⁰⁸ תגמול זה יינתן כתשלום קבוע בגין המידע שנמסר או תשלום באחוזים מסך התביעה. התגמול רלוונטי לכל אדם, ובעיקר לעובדי החברה, אשר במקרים רבים הם הראשונים לדעת על התנהלות בעייתית בה. כדי לעודד מסירת מידע על ידי עובדי החברה אפשר להגביר את ההגנה הניתנת לעובדים המוסרים מידע לרשות, באמצעות איסור לפטרם לתקופה

107 Segal & Whinston, לעיל ה"ש 104. בהקשר של תובענות ייצוגיות בניירות ערך בארצות הברית הטילה רז ספק ביתרון המידע של גופים פרטיים על פני הרשות. לטענתה, ככל שה-SEC היא המאתרת הראויה למקרי התרמית, פוחתת ההצדקה לקיומה של אכיפה פרטית עד כדי איונה. ראו Pamela H. Bucy, *Private Justice*, 76 S. ; 1344–1343 בעמ' Rose, *Reforming*, לעיל ה"ש 32, בעמ' 1344–1343. טענה זו נתמכת במחקרים אמפיריים שמצאו כי מרבית מקרי המרמה בניירות ערך אותרו על ידי גופים חיצוניים כגון תקשורת, עובדים ורגולטורים זולת ה-SEC ולא על ידי הרשות או תובעים פרטיים. ראו Alexander Dyck, Adair Morse & Luigi Zingales, *Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?*, 65 J. FIN. 2213, 2213–2220 (2010).

108 McAfee et al., לעיל ה"ש 94; ה-SEC מוסמכת לשלם למודיעים שהעבירו מידע על שימוש במידע פנים שלא יעלה על סך של 10% ממה ששילמו הנתבעים בפועל, אולם בפועל מאז 1989 השתמשה הרשות בסעיף זה ארבע פעמים בלבד. ראו Bruce, *Securities Exchange Act of 1934, § 21F*; Carton, *New Opportunities for SEC Bounty Hunters*, COMPLIANCE WEEK, July 3, 2009, available at www.complianceweek.com/new-opportunities-for-sec-bounty-hunters/article/188058/. חוק Dodd Frank מאפשר לרשות להעניק למלשין תגמול בערך של בין 10% ל-30% מהסנקציה בתביעה שנסתיימה בסך של למעלה ממיליון דולר. ראו Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 12 U.S.C.S §§ 5301–5641 (LexisNexis through P.L. 112-196).

מסוימת, או בנקיטת אמצעי הגנה אחרים.¹⁰⁹ חקיקה פדרלית מן העת האחרונה מעודדת מתן תמריץ כספי גבוה למוסרי מידע על הפרות חוק בניירות ערך.¹¹⁰ מתן תגמול לגופים פרטיים נהנה מן היתרונות האלה:¹¹¹ הפחתת עלות החקירה הנדרשת לשם נקיטת פעולת אכיפה, עלייה בסיכויי התפיסה, הרתעה ללא התערבות חיצונית בשוק ההון והעברת מידע לרשות שהיא הייתה מתקשה להשיגו בעצמה. בעת מסירת מידע לרשות על ידי גופים פרטיים היא אינה נדרשת לאתר בעצמה חשדות להפרות חוק אלא נסמכת על מידע מן השטח. הואיל ומדובר בגופים פרטיים הבקאים בהוויית השוק, ייתכן שיגבר סיכוי התפיסה לעומת פעילות איתור וחקירה בלעדית של הרשות.

הדיון עד כה בסוגיית המידע מוביל למסקנה כי הרשות צפויה להחזיק במידע הנדרש בנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה, אם על ידי השגתו בפעולת איתור עצמאית (ויעילה) שלה ואם על ידי תגמול גופים פרטיים למסירת המידע המבוקש. בתגמול גופים פרטיים בגין המידע יש כדי להתגבר על קשיים אפשריים להשגתו על ידי הרשות, אם יהיו כאלה.

Barton H. Thompson, *The Continuing Innovation of Citizen Enforcement*, 2000 U. ILL. L. REV. 185, 228–230; Geoffrey Christopher Rapp, *Beyond Protection: Invigorating Incentives for Sarbanes-Oxley Corporate and Securities Fraud Whistleblowers*, 87 B.U. L. REV. 91 (2007).

110 כללי ה-SEC, לעיל ה"ש 68.

Jayne W. Barnard, *Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission*, 111 U. PITT. L. REV. 403, 413–414 (2010). עם זאת הענקת תשלום לגופים פרטיים המוסרים מידע לרשות יוצרת כמה בעיות אפשריות: א. תמריץ להעברת מידע שקרי או לא מדויק. ראו Thompson, לעיל ה"ש 109, בעמ' 232–233. פתרון אפשרי הוא מתן תגמול אך לאחר הצלחת התביעה או לאחר שהתברר לרשות מעבר לספק סביר כי המידע נכון; ב. תגמול כספי לא יתמרץ אנשי עסקים להעברת מידע לרשות בשל יחסי אמון קהילתיים חזקים. ראו Thompson, שם, בעמ' 234. פתרון חלקי אפשרי לכך הוא אנונימיות ושמידה על סודיות מוסר המידע באופן שגם הרשות לא תיחשף לזהות מוסר המידע עד לשלב מאוחר בהגשת התביעה; ג. כאשר כמה גופים משקיעים משאבים בריזומנית כדי לאתר מידע לשם העברתו לרשות, מדובר בהשקעת משאבים כפולה ומיותרת, שכן הרשות זקוקה למקור מידע יחיד בלבד. אפשר לפתור בעיות פרקטיות אלו באמצעות תקצוב נכון של הרשות ושכירת אנשי מקצוע מעולים, או באמצעות מתן תגמול למוסר המידע האמין הראשון בלבד. בעיית משנה הנובעת מכך היא כי הרשות מקבלת בפועל טיפים רבים והיא אינה מסוגלת להתמודד עמם, לא ברמת המשאבים ולא ברמת היכולת האינטלקטואלית, דוגמת מקרה מיידוף. ראו Barnard, שם, בעמ' 412; ד. מדינה מודרנית מסוגלת להתמודד עם מידה מסוימת של הפרת חוק ללא נקיטת פעולות אכיפה. תמריץ כספי יעודד גופים שונים למסור מידע גם כאשר להפרות זניחות יחסית. ראו Thompson, לעיל ה"ש 109, בעמ' 234. כדי להקל חשש זה אפשר למסור לידי הרשות שיקול דעת במתן התמריצים, וכך היא תהא רשאית שלא להעניקם במקרים של הפרות זוטא.

3. ניתוח האכיפה בארצות הברית

חלק זה מנתח את ההשלכות הנובעות מן האכיפה בשוק ההון בארצות הברית, המשלבת יחדיו אכיפה פרטית וציבורית. בארצות הברית קיימת אכיפה ציבורית בדמות הגשת תביעות על ידי ה-SEC בהתאם לכללים 10b-5 ו-14a-9, שעניינם גילוי נאות בדוחות ובפרוקסי, בד בבד עם הגשת תביעות פרטיות. סמכות זו דומה במהותה לזו המוצעת במישור הגילוי, שלפיה הרשות תוכל להגיש תביעה בגין פרט מטעה/חסר שהחברה פרסמה באשר לעסקאות עם בעל השליטה, ומכאן חשיבות הדיון בה.

בשל יישום נרחב למדי של מנגנוני אכיפה פרטית מערכת המשפט האמריקאית מתמודדת עם חשש מפני הרתעת יתר בסוגיות של מרמה והטעיה בניירות ערך. גם לאור חשש זה אין מוצע להסיר את האכיפה הציבורית בארצות הברית מעל סדר היום אלא להעצימה.¹¹² ניסיונה של ארצות הברית מעיד על הצורך באכיפה ציבורית בד בבד עם אכיפה פרטית לנורמה המרכזית בשוק ההון, בשינויים המחויבים על פי אופיים של הנורמה, של שוק ההון ושל בעיית ההרתעה הרלוונטית.

בשל הבעיה העיקרית בשוק ההון בארצות הברית – מרמה והטעיה בניירות ערך – מצא המחוקק לנכון להעניק סמכויות אכיפה כאלה לפרט ול-SEC מכוח סעיף 10(b) ל-Securities Exchange Act of 1934. מדוע? עם חקיקת חוק ניירות ערך ב-1934 החלה רשות ניירות הערך האמריקאית בהגשת תביעות בגין מרמה והטעיה, ולאחר כמה שנים פירש בית המשפט העליון שם את הסעיף כמעניק זכות תביעה גם לגופים פרטיים.¹¹³ מאז ועד היום גופים פרטיים וה-SEC מגישים תביעות מקבילות בגין מרמה והטעיה. לכאורה, היה אפשר לטעון כי קיומה של אכיפה פרטית מייתר את הצורך באכיפה ציבורית מקבילה. אולם לא זו הייתה רוח הדברים דאז.

¹¹² ראו להלן פירוט הטענה בטקסט הצמוד לה"ש 123.

¹¹³ להיסטוריה של זכות התביעה הפרטית מכוח כלל 10b-5 ראו Arthur R. Pinto, *The United States Supreme Court and Implied Causes of Actions under SEC Rule 10b-5: The Politics of Class Action*, in COLLECTIVE ACTIONS: ENHANCING ACCESS TO JUSTICE AND RECONCILING MULTILAYER INTEREST 245 (Mathias Siems, Steven van Uytsel and Stefan Wrzka, eds., 2012), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1911328. קיימת מחלוקת מלומדים בשאלה אם זכות התביעה הפרטית מכוח סעיף 10(b) היא ישירה או משתמעת. גרונפסט טוען כי מדובר בזכות תביעה משתמעת, Josef A. Grundfest, *Is There an Express Section 10(b) Private Right of Action? A Response to Professor Prentice* (Stanford Law School Working Paper No. 352), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1077437; לעומתו סבור פרטנס כי מדובר בזכות ישירה: Robert A. Prentice, *Scheme Liability: A Reply to Grundfest* (McCombs Research Paper Series No. IROM-03-07), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030525.

ראשית, בעת הקמת הרשות לא הקל הדין על הגשת תובענות ייצוגיות, ולא היה כל ביטחון כי תביעות אלו אכן יוגשו ויניבו את מידת ההרתעה הרצויה.¹¹⁴ כידוע, תחזית זו הופרכה, וכיום מתמודדת מערכת המשפט האמריקאית עם הצפת תביעות ייצוגיות חסרות שחר. שנית, בחוק ניירות ערך דאז נקבעו כמה איסורים שהרציונל העומד בבסיסם הוא השגת יעילות ושמירה על אמון הציבור בשוק ההון ולא דווקא הגנה על משקיעים, ולפיכך תביעה פרטית פחות רלוונטית בעניינם. כדי להבטיח אכיפת איסורים אלו העניק המחוקק לרשות הציבורית סמכות אכיפה בגינם.¹¹⁵ שלישית, הרשות יכולה להסתייע במידע רב הכלול בדוחות החברות לשם הגשת תביעות וליהנות מנגישות המידע ביחס לתובעים פרטיים. רביעית, בעת חקיקת הכלל אכיפה ציבורית ופרטית נועדו להשגת מטרות שונות: אכיפה ציבורית נועדה לשם השגת הרתעה, ואילו אכיפה פרטית נועדה לשם מתן פיצוי למשקיעים.¹¹⁶

במשך השנים הגישו גופים פרטיים תביעות סרק רבות תוך ניצול של מנגנון התביעה הייצוגית. כיוון ששימוש נרחב מדי במנגנון התביעה הייצוגית עשוי להוביל להרתעת יתר בשוק ההון ולבריחת חברות ציבוריות מרישום למסחר, נחקק בשנת 1995 ה־ Private Securities Litigation Reform Act (להלן: PSLRA),¹¹⁷ אשר נועד להפחית את רמת הליטיגציה הפוגענית ואת מספר הפשרות הכפויות, בדרכים שונות.¹¹⁸ אין תשובה

114 הדיון בפסקה זו לקוח מ־Cox, Thomas & Kiku, לעיל ה"ש 34, בעמ' 743–745.

115 דוגמאות לאיסורים אלו הן דרישות הון עצמי מברוקרים, שמירה על מערכת בקרה פנימית ועצמאות של ועדת הביקורת.

116 על השינוי במטרות האכיפה הפרטית עם השנים ראו לעיל בה"ש 56.

117 Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737 (codified as amended in scattered sections of 15 U.S.C.). PSLRA חל על תביעות ייצוגיות המוגשות לבתי משפט פדרליים. חקיקת PSLRA הושפעה במידה רבה ממאמרם פורץ הדרך של וייס ובקרמן: Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 YALE L.J. 2053 (1995).

118 האיסורים המרכזיים לענייננו הם אלה: א. דרישה מן התובע להציג הצהרות ואישורים המעידים על תום לבו בהגשת התביעה, ובעיקר כי לא יקבל עוד מחלקו פרו רטה בתביעה. ראו Weiss & Beckerman, שם, בעמ' 2095; ב. חזקה ניתנת לסתירה, ולפיה התובע המוביל הוא התובע בעל ההחזקות הגבוהות ביותר בחברה, שנועדה לעודד משקיעים מוסדיים לפעילות אקטיבית בתביעות ייצוגיות ולמנוע את מירון הגשת התביעות לבית המשפט שהתקיים עד לחקיקת החוק; ג. הגבלת שכר טרחת עורך הדין והוצאות המשפט בתביעה הייצוגית וקביעה כי עורך הדין זכאי לקבל סכום בשיעור סביר מסך הפשרה שקיבלו התובעים. חישוב שכר הטרחה של עורך הדין נעשה באמצעות שיטת האחוזים, שבה נהוג לפסוק לעורך הדין כ־30% מסך הפיצוי שנפסק לתובעים; או בשיטת חישוב ההשקעה (Loadstar), שלפיה עורך הדין מקבל שכר שעתי הוגן לפי מספר השעות שבהן עבד בפועל או באמצעות התמחרות בין עורכי הדין. ראו Jill E. Fisch, *Lawyers on the Auction Block: Evaluating the Selection of Class Counsel by Auction*, 102 COLUM. L. REV. 650, 657–667

חד-משמעית לשאלה אם PSLRA חולל את השינוי המבוקש.¹¹⁹ גם כיום קיים חשש שמא הגשתן של תביעות קלות ערך עודנה שכיחה ופשוטה למדי, והדבר גורם לאבדן תחרותיות של שוק ההון האמריקאי, ומשקיעים פונים לרישום למסחר במדינות זרות.¹²⁰ משכך, המאמצים הכבירים שנעשו כדי לפתור את הבעיות הכרוכות באכיפה פרטית עד כה בארצות הברית טרם הובילו אותה אל המנוחה והנחלה, והיא צפויה להמשיך ולעסוק בסוגיה זו בשנים הקרובות.

- (2002); ד. הסדרת היקף המידע שיש לגלות לחברי הקבוצה עובר לכריתת הסדר הפשרה, כדי שיוכלו להבין לעומק את מהות הפשרה המוצעת; ה. הכבדת נטל ההוכחה והיסוד הנפשי הנדרשים בתביעה ייצוגית מעל כללי מרמה מסורתיים בניירות ערך; ו. בניסיון למנוע הגשת תביעות חסרות ביסוס עובדתי PSLRA אוסר על ביצוע הליך גילוי מסמכים עד לתום שלביו המקדמיים של המשפט, ובכך מונע מן התובע לבסס עילת תביעה רק לאחר הגשת התביעה בפועל.
- לאחר חקיקת PSLRA ניסו עורכי הדין להתחמק ממגבלותיו על ידי הגשת תביעות ייצוגיות בבתי משפט מדינתיים, שבהם, בניגוד לבתי משפט פדרליים, אין תחולה ל-PSLRA. כדי למנוע פורום שופינג מסוג זה נחקק חוק נוסף בשנת 1998, Securities Litigation Uniform Standards Act, אשר אסר על הגשת תביעות ייצוגיות בניירות ערך בבתי משפט מדינתיים. ראו Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, 15 U.S.C. § 78bb (2006). גם ל-*SLUSA* יש חריגים המאפשרים לתבוע תביעות ייצוגיות במישור המדינתי, והמפורסם שבהם הוא *Delaware Crave Out*. ראו *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998); *U.S.C. § 78bb(f)(5)(c)* (2006).
- 119 מחקרים אמפיריים שבחנו את היקף ואיכות התביעות הייצוגיות לפני ואחרי חקיקתו לא הסיקו תוצאות חד-משמעיות. לפירוט המחקרים האמפיריים בסוגיה ראו James D. Cox & Randall S. Thomas, *Mapping the American Shareholder Litigation Experience: A Survey of Empirical Studies of the Enforcement of the U.S. Securities Law*, 6 EUR. COMPANY FIN. L. REV 164 (2009).
- 120 טיעון זה מופיע בכמה דוחות ציבוריים שפורסמו בשנים האחרונות וזכו לתהודה ציבורית רחבה. ראו INTERIM REPORT OF THE COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (2006), available at www.crapo.senate.gov/documents/committee_capmarkets_reg.pdf; Michael R. BLOOMBERG & CHARLES E. SCHUMER, SUSTAINING NEW YORK'S AND THE US' GLOBAL FINANCIAL SERVICES LEADERSHIP 10–14, available at www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf. חשש נוסף שהובע בספרות הוא כי השימוש הבעייתי בכלים האזרחיים, שתואר לעיל, מלווה בנטייה של מערכת האכיפה האמריקאית לשימוש רב מדי בכלים פליליים. Christine Hurt, *The Undercivilization of Corporate Law*, 33 J. CORP. L. 361, 369–373 (2008). כך למשל ייתכנו מקרי מרמה בניירות ערך שיובילו להגשת כתבי אישום פליליים, אך אי אפשר יהיה להגיש מכוחם כתבי תביעה אזרחיים לשם השגת פיצוי למשקיעים. ראו Wendy Gerwick Couture, *White Collar Crime's Gray Area: The Anomaly of Criminalizing Conduct Not Civilly Actionable*, 72 ALB. L. REV. 1 (2009); Lisa L. Casey, *Twenty-Eight Words: Enforcing Corporate Fiduciary Duties Through Criminal Prosecution of Honest Service Fraud*, 35 DEL. J. CORP. L. 1 (2010).

בשל הבעיות הקשות שהתעוררו במשך השנים באשר לאכיפה פרטית מכוח כלל 10b-5, נשמעו לאחרונה קולות הקוראים לצמצומה או לביטולה תוך הותרת אכיפה ציבורית כמקור תביעה יחיד או עיקרי.¹²¹ בהקשר זה הוצע כי ה-SEC תוסמך לבחור אילו מבין תביעות פרטיות פוטנציאליות יוגשו, או כי תישלל לחלוטין זכות התביעה הפרטית. מגמה זו באה לידי ביטוי לא רק באקדמיה, אלא גם בפרקטיקה, כאשר עם חקיקת Dodd-Frank Act¹²² שופרו כללי ה-Whistleblowing כדי לעודד מסירת מידע לרשות על ידי גופים פרטיים.¹²³

האם וכיצד אפשר ללמוד משוק ההון האמריקאי? מגמת ההתפתחות המואצת של מנגנוני אכיפה פרטית מייחדת את השוק האמריקאי ואינה מתקיימת במדינות אחרות ברחבי העולם.¹²⁴ תמונת האכיפה בשוק ההון בארצות הברית מעידה כי גם כאשר קיימת אכיפה פרטית נרחבת עדיין יש מקום לבחון את מקומו ומעמדו של גוף אכיפה ציבורי-מרכזי. אכיפה פרטית ענפה אינה מבטלת את הצורך באכיפה ציבורית. פיתוי מרכזי העומד בפני הנהלת החברה בארצות הברית הוא קניית מניות החברה במחיר נמוך, הצגת נתונים כוזבים בנוגע לחברה לשם העלאת מחיר המניות באופן מלאכותי ומכירתן ברווח גבוה לאחר מכן. בניסיון לפתור בעיה זו העניק הקונגרס האמריקאי סמכות רחבת היקף לרשות המופקדת על שוק ההון והסמיך אותה להגיש תביעות אזרחיות בגין הטעיה ומרמה. טעמה של הצדקה זו לא סר על אף יישום נרחב למדי (ואולי אף מדי) של מנגנוני אכיפה פרטית, שהוביל לחשש מפני הרתעת יתר.

לעומת ארצות הברית, שבה החשש המרכזי הוא הרתעת יתר עקב ריבוי תביעות ייצוגיות, בשוקים ריכוזיים החשש העיקרי הוא הרתעת חסר עקב העדר תביעות ייצוגיות מן הנוף המשפטי. קופי הדגיש את השוני המהותי באופי השערוריות בארצות הברית ובאירופה, כאשר מקורן של שערוריות בארצות הברית הוא בדרך כלל מניפולציה

121 רוז מציעה כי ה-SEC תבחר את התביעות הפרטיות שיוגשו בפועל בבתי המשפט, ובכך תצמצם הרתעת היתר הקיימת במצב הנוכחי. לטענתה, רשות ציבורית יכולה להתמודד עם אכיפת יתר או אכיפת חסר באמצעות הפעלת שיקול דעת, למשל לא לאכוף באופן דווקני חקיקה שמנוסחת באופן רחב מדי; קביעת סדרי עדיפויות אד הוק; ומעבר גמיש מאכיפה פורמאלית לאכיפה בשיתוף פעולה. גופים פרטיים אינם מסוגלים לערוך התאמות ושינויים מעין אלו. ראו Rose, *Reforming*, לעיל ה"ש 32, שם. אלא מציע לשלול את זכות התביעה הפרטית ושזכות התביעה הבלעדית תהא בידי רשות ציבורית. ראו Robert Allen, *Securities Litigation as a Coordination Problem*, 11 U. PA. J. Bus. L. 475, 505–510 (2009). מחקר נוסף מבקש להעצים את כוחה של הרשות ולהפחית את השימוש באכיפה פרטית באמצעות העלאת נטל ההוכחה המוטל על תובעים פרטיים ללא עלייה מקבילה בתביעת הרשות. ראו Bratton & Wachter, לעיל ה"ש 80, בעמ' 75–82, 147–150.

122 לעיל ה"ש 108.

123 כללי ה-SEC, לעיל ה"ש 68.

124 שיעור הסנקציות ומספר פעולות האכיפה בארצות הברית גבוה מזה שבמדינות אחרות, והיא מתייחדת באכיפה פרטית בהיקף נרחב ביותר ושימוש נרחב יחסית בסנקציות פליליות. ראו Coffee, 2007, לעיל ה"ש 27, בעמ' 268–276.

חשבונאית של ההנהלה, ואילו השערוריות באירופה מקורן בתועלת פרטית מן השליטה. משכך, הבעיה העיקרית בשווקים ריכוזיים אינה מרמה והטעיה אלא ניצול כוחו העודף של בעל השליטה לעומת בעלי מניות המיעוט, ובעיקר ניצול של תועלת פרטית מן השליטה.¹²⁵

הניסיון האמריקאי צריך לעורר חשיבה ישראלית המותאמת לתנאיו ובעיותיו השונים של השוק הישראלי.¹²⁶ שוק הון מקומי חשוף לסכנה של הרתעת יתר או הרתעת חסר, על פי אופיו ונסיבותיו. כאשר החשש המרכזי בשוק הון מסוים הוא הרתעת יתר בגלל שימוש מופרז בתביעות פרטיות, יש בכוחה של רשות ציבורית להפעיל שיקול דעת וגמישות באכיפה כדי לנסות ולצמצם את היקפה. על כן גם במצב של אכיפה פרטית נרחבת למדי ארצות הברית אינה מוותרת על אכיפה ציבורית. לעומת זאת כאשר החשש בשוק הון מסוים הוא הרתעת חסר הרשות יכולה לנקוט פעולות אכיפה עצמאיות ולהגביר את היקף האכיפה בפועל. העובדה כי כיום אין בישראל כלי אכיפה אפקטיביים דיים מעוררת את השאלה כיצד אפשר להגביר את האפקטיביות שלהם או להסתייע בכלי אכיפה נוספים, דוגמת אכיפה ציבורית. בשל הבעיה המרכזית בשווקים ריכוזיים – חשש לתיעול בעסקאות עם בעלי שליטה – יש טעם בהענקת סמכויות אכיפה מקבילות לפרט ולרשות ציבורית. חשיבות הנורמה והיקפה הנרחב של הבעיה המרכזית בשוק הון ריכוזי צריכים לעורר חשיבה ערה בנושא, ובהקשר זה אפשר ללמוד, בשינויים המחויבים, מהנעשה בארצות הברית על הבעיה המרכזית שם.

ארצות הברית מדגימה כיצד אפשר להיעזר באכיפה ציבורית ללא קשר לשאלה אם יש אכיפה פרטית בשוק הון מסוים או לא. כאשר יש אכיפה פרטית פעילה מדי המובילה להרתעת יתר, אפשר לפעול באותה עת גם לצמצום היקף האכיפה הפרטית והגברת האכיפה ציבורית, למשל על ידי בחירת תביעות תוך הפעלת שיקול דעת. כאשר אין אכיפה פרטית ונוצרת הרתעת חסר, יש צורך באכיפה ציבורית שתעלה את רמת ההרתעה אל עבר האופטימום. אמנם אפשר לטעון כי במקרה זה יש לשפר את מנגנוני האכיפה הפרטית ולא לפנות לאכיפה ציבורית, אולם כפי שאראה בהמשך, טיעון זה אינו ישים בכל המדינות, ובעיקר לא במדינות שקיימת בהן התנגדות עקרונית ליישום מנגנון של תביעה ייצוגית.

ד. מישור התערבות II – מהות

חלק זה מתמקד בסוגיית ההצדקה לאכיפה ציבורית לעסקאות עם בעלי שליטה במישור המהות, קרי אם רשות ציבורית היא גורם מתאים וראוי לאכיפה של סוגיית האישורים

125 ראו Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 47; John C. Coffee, *A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ*, 21 OXFORD REV. ECON. POL. 198 (2005).

126 דיון זה ייערך להלן בחלק ה.

וההוגנות. תחילה תיבחן השאלה אם אפשר להצדיק את המצב הקיים, שבו אכיפה ציבורית אינה מוצא אפשרי לסוגיית האישורים (אלא בעקיפין בלבד) או ההוגנות, ולאחריה תוצג תמצית ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות. בתוך כך אבחן אם משתנים שוקיים ומשפטיים מספקים חלופה לפעילות של הרשות או תומכים בעמדה שלפיה נדרשת גם אכיפה ציבורית במישור המהות. ככלל, עמדת רשימה זו היא כי יש להתאים את פעולות הרשות הציבורית לאופי שוק ההון המקומי: קיומה או היעדרה של אכיפה פרטית אפקטיבית; משקיעים מוסדיים אקטיביים או פסיביים; בתי משפט יעילים ומומחים או אטיים; מידת התפתחות שוק ההון – כל אלו משליכים על הצורך בקיומה של אכיפה ציבורית במישור זה.¹²⁷

1. האם אפשר להצדיק את המצב הקיים?

מבחינה תאורטית אכיפת מישור המהות בעסקאות עם בעלי שליטה משויכת כיום לנחלת גופים פרטיים בלבד.¹²⁸ אין דיון אקדמי ממצה בשאלה מהי האכיפה המתאימה ביותר להתמודדות עם עסקאות עם בעלי שליטה אלא קיימת הנחה תאורטית מובלעת שלפיה אכיפה פרטית ראויה בהקשר זה. הספרות הקיימת אינה דנה בשאלה מהן הסיבות שהובילו למצב זה. אין עיסוק בשאלה אם המצב הנוכחי הוא פרי מחשבה תחילה או תוצאה של התפתחות היסטורית. רשימה זו מעלה את הסוגיה לדיון ראשוני, בוחנת מהן הסיבות להיעדר שיח כזה עד כה ואת הנימוקים הקיימים לגופו של עניין. רשימה זו בוחנת אם אפשר להצדיק את המצב הקיים, שבו מקובל שגוף ציבורי אינו אוכף עסקאות עם בעלי שליטה, ואם יש לשנות את חלוקת האכיפה הקיימת בין גופים פרטיים וציבוריים במישור המהות באופן שרשות ציבורית תוסמך להגיש תביעות (או לממן או לבחור בהן) בטענה שלא קיים משא ומתן אמיתי בין בעל השליטה לחברה

127 תימוכין לגישה שלפיה יש להתאים את מנגנוני האכיפה למאפיינים משפטיים ושוקיים אפשר למצוא במחקרה של ננובה, שלפיו הבחירה במנגנון אכיפה מתאים להגנת זכויות המיעוט תלויה בתנאים המקומיים במדינה. ראו Tatiana Nenova, *A Corporate Governance Agenda for Developing Countries*, 217 CONTADURIA Y ADMINISTRACION 181, 190–199 (2005). טענה דומה הובעה על ידי גושן, ולפיה מידת ההגנה המוענקת לבעלי מניות מיעוט תלויה בין היתר בנגישותו של בית המשפט ובסוג האכיפה הניתנת על ידיו. ראו Goshen, לעיל ה"ש 22, בעמ' 408–409; על עיצוב משטר רגולטורי ואכיפתי לפי תנאים מקומיים ראו Christopher C. Nicholls, *Civil Enforcement*, 9 J. CORP. L. STUD. 367, 372 (2009), *in Canadian Securities Law*, הבוחן את סוגיית הגילוי בקנדה לאור משתנים שונים הקיימים בשוק ההון בה.

128 למעט מימון תביעות שהיא אכיפה ציבורית עקיפה מיסודה שאינה כוללת התערבות של ממש בשוק הפרטי ובפעילות החברות. סמכויות האכיפה הנדונות לראשונה ברשימה זו בהקשר של מישור המהות הן הגשתן ובחירתן של תביעות (בסוגיות ההוגנות והאישורים) ואכיפה מנהלית בסוגיית האישורים בלבד, שכן סוגיית ההוגנות מהותית מכדי להכריע בה בכלים מנהליים גרידא.

(בסוגיית האישורים) או בטענה, לדוגמה, שהעסקה בוצעה שלא לטובת החברה (בסוגיית ההוגנות).

מבחינה פרקטית סוגיית האישורים קבועה בדין הישראלי, וקיימת בה אכיפה ציבורית עקיפה, דרך עמידה דווקנית על עקרון הגילוי וללא נקיטת פעולות אכיפה ישירות המלוות בסנקציות, כמוצע לראשונה ברשימה זו. בארצות הברית סוגיית האישורים אינה קבועה בחקיקה, ואין אכיפה ציבורית לגביה.

אכיפה ציבורית בסוגיית האישורים נועדה להבטיח שמנגנונים של ממשל תאגידי הקבועים בחוק פועלים כראוי. ככל רגולציה, גם רגולציה הקובעת אישורים מקדימים לעסקה זקוקה לאכיפה כדי לוודא שהיא מיושמת כהלכה. פעמים רבות הקביעה אם נתקיימו אישורים מקדימים לעסקה אינה ברורה מאליה ודורשת הכרעה או התערבות של גוף חיצוני. כאשר הרשות פעילה בסוגיית האישורים, מידת ההתערבות שלה בשוק הפרטי פחותה מזו של סוגיית ההוגנות, ואין היא אלא מוודאת שמנגנונים הנדרשים על פי חוק אכן יבוצעו בפועל. פעילות אכיפה זו שומרת על תקינות ההליכים שנוקטת החברה לשם הגנה על זכויות המיעוט. על כן ההצדקה לאכיפה ציבורית בסוגיית האישורים מורכבת פחות מהמעורבות בסוגיית ההוגנות שעניינה קריטריונים מהותיים של "טובת החברה". רשימה זו מציעה לקיים אכיפה ציבורית בסוגיית האישורים בין שקיימת בד בבד אכיפה פרטית אפקטיבית ובין שאין אכיפה כזו, מן הטעמים המנויים בחלק הדן באכיפה מקבילה ובתמצית ההצדקה.

כיום גופים פרטיים עשויים להביא את הסוגיה לדיון בפני רשות שיפוטית, ורשות ציבורית אינה מוסמכת לעשות כן. רשות ניירות ערך מתייחסת לשאלת האישורים בעקיפין תוך שהיא דורשת פירוט מלא יותר מן החברות על אודות היבטים מסוימים של העסקה ומבהירה את עמדתה. פעמים רבות החברות מציינות לעמדת הרשות גם ללא איום בסנקציה זו או אחרת, מרצון לשמור על יחסים תקינים עם הרגולטור ומחשש שאם לא יעשו כן, יזיק להם הדבר בהתדיינויות עתידיות עמו. מערכת יחסים זו מאפשרת לרשות להכריע דה פקטו בשאלה אם האישורים הדרושים התקיימו אם לאו.

רשימה זו מבקשת שלא לאפשר לרשות יכולת הכרעה עצמאית אלא עליה לעורר את הסוגיה ולהעביר אותה לפתחו של בית המשפט. יש לאפשר הכרעה שיפוטית בסוגיית האישורים על ידי מעורבות של רשות ציבורית בהגשת תביעה או מימון או בחירה שלה אך לא בעזרת הכרעה עצמית על ידי הרשות. הכרעה בשאלות משפטיות בעלות השלכות מהותיות מעין אלה אמורה, על פי עקרונות תקינים של משפט וממשל, להתקיים בפני מערכת בתי המשפט ולא על ידי רשות ציבורית. ההליך המשפטי הוא הליך אדוורסרי. לבית המשפט יכולת ומומחיות ידועות להכרעה בסכסוכים במכלול של סוגיות משפטיות, ובכלל זה גם בסוגיה של קבלת אישורים על פי דין. יתרה מזו, שיקולים של הפרדת רשויות מוסדית, שלפיהם לא רצוי שגוף ציבורי יחיד יחליט בשביל המשקיעים

מה טובת החברה, אלא יביא את השאלה בפני גוף אובייקטיבי שתפקידו המרכזי הוא הכרעה בסכסוכים, מצביעים על עדיפות בית המשפט בהקשר זה.¹²⁹ סוגיית ההוגנות כוללת שאלות עקרוניות בנוגע לטובת החברה, ואין לה אכיפה ציבורית ישירה בישראל ובארצות הברית.¹³⁰

מידת המעורבות בענייניה הפנימיים של החברה בסוגיית ההוגנות העסקה רבה מזו שבסוגיית האישורים או במישור הגילוי, ועל כן היא סוגיה מאתגרת לדיון. אכיפה במישור המהות בדמות הגשת תביעות בסוגיית ההוגנות מצויה כיום (בישראל ובארצות הברית) בידי גופים פרטיים בלבד. כאשר מתעורר חשש שעסקה מסוימת נוגדת את טובת החברה, גופי האכיפה הרלוונטיים הם בעלי מניות בחברה, הרשאים להגיש תביעה ייצוגית או נגזרת. התפיסה המקובלת אינה רואה ברשות ניירות ערך גורם אכיפה רלוונטי

129 מובן כי לשם הפעלה מיטבית של המנגנון על הרשות להקפיד שלא לנצל את כוחה זה לרעה ולהשתמש בו ביעילות ובמהירות, מחשש שמא ייפגעו החברות מאובדן מוניטין וירידה בשוויין שלא לצורך; כן מובן כי להתדיינות בפני בית משפט יש עלויות נוספות לצדדים המתדיינים ולמערכת השיפוטית בכללותה, אולם יש להשוות חיסרון אפשרי זה לחלופה הקיימת ולבחון מה עדיף מבחינה נורמטיבית: כוח מוגדר בחקיקה לרשות תוך שמירת ההחלטה לידי מי שיש לו סמכות הכרעה אובייקטיבית בדרך כלל כבית משפט, או כוח בלתי מוגדר ובלתי ידוע מראש לרגולטור, באופן הגורם לעולם העסקי להימצא בחוסר ודאות מתמשכת בלי ביקורת שיפוטית דה פקטו כיוון שאין רוצים לפגום ביחסים הטובים עם הרשות או כי הליכים אלו כרוכים בעלויות נוספות שהחברות מבקשות לחסוך (בפועל, ערעורים על החלטות הרשות לבית המשפט נדירים למדי).

130 לעומת זאת אוסטרליה מתייחדת בכך שסמכויות רשות ניירות ערך (ASIC) אינן מוגבלות לפעולות בתחום דיני ניירות ערך גרידא, והן כוללות גם סמכויות השייכות רעיונית לדיני תאגידים. סמכויות הרשות האוסטרלית בהגשת תביעה אזרחית בגין הפרות של חוק החברות רחבות יחסית. הרשות מוסמכת ליזום הליכים בשם כל אדם או חברה אם לדעתה האינטרס הציבורי דורש לעשות כן, ואף להגיש תביעה נגזרת בשם חברה (Australian Securities and Investments Commission Act). (2001 (Cth) s 50 (Austl.). כאשר התביעה מוגשת בשם אדם פרטי, נדרשת הסכמתו להגשת התביעה, אולם כאשר התביעה מוגשת בשם חברה, אין צורך באישור מקדים של הדירקטוריון להגשתה. הסעד האפשרי הוא השבת נכסים או פיצויים (PETER CASHMAN, CLASS ACTION LAW) (AND PRACTICE 578 (2007)). יש לציין כי הרשות השתמשה בסמכות זו כ-15 פעם בלבד במשך השנים. הרשות מוסמכת להטיל קנסות אזרחיים ולפתוח בהליכים פליליים עקב הפרת סעיפי חוק החברות, ובכלל זה הפרת חובות האמונים של הדירקטורים (Jennifer G. Hill, Regulatory Responses to Global Corporate Scandals, 23 WIS. INT'L L.J. 367 (2005); George Gilligan, Helen Bird & Ian Ramsy, Regulating Directors' Duties: How Effective are the Civil Penalty Sanctions in the Australian Corporations Law? (Univ. of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 156, 1999), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922781). לדיון עדכני במצב המשפטי באוסטרליה והניסיון ללמוד הימנו לארצות הברית ראו: Renee M. Jones & Michelle Welsh, Toward a Public Enforcement Model for Directors' Duty of Oversight, 45 VAND. J. TRANSNAT'L L. 343, 370-402 (2012).

לתקיפת יעילות והוגנות עסקה שנערכה עם בעל השליטה. רשימה זו מציעה כי הרשות תפעל גם במישור המהות בסוגיית ההוגנות בהתקיים נסיבות מסוימות שיפורטו להלן. הרשות לא תוכל להנהיג נורמות מהותיות על דעת עצמה אלא תידרש להגיש תביעות לבית משפט, בעל שיקול דעת עצמאי, שבו תינתן ההכרעה הסופית. יש להבדיל בין הצעת רשימה זו, שלפיה הרשות נוקטת הליך אדוורסרי אם לדעתה העסקה אינה הוגנת, לבין הצעה אחרת, שבה הרשות מכריעה על פי שיקול דעתה אם העסקה הוגנת או לא.¹³¹ הספרות הקיימת אינה דנה בשאלה מדוע זהו המצב הקיים בסוגיות האישורים וההוגנות, ומהן הסיבות שהובילו אליו. אין דיון בשאלה אם המצב הנוכחי הוא פרי מחשבה תחילה או תוצאה של התפתחות היסטורית. חלק זה מעלה לראשונה את השאלה לדיון ובוחן תשובות אפשריות לה. הדיון נערך בהיעדר ספרות רלוונטית ומציע השערות אפשריות לשאלה זו. ככל הנראה הסיבה להיותה של סוגיית ההוגנות בידי גופים פרטיים באופן בלעדי נובעת מתפיסה מסורתית שהכרעות כלכליות בדבר טובת החברה אינן נתונות בידי גופי אכיפה או המדינה. תפקידם של גופי אכיפה אינו כולל הכרעות כלכליות ונורמטיביות, כדוגמת הכרעה בדבר הגינותה של עסקה עם בעל שליטה. הרחבת תפקידי האכיפה של רשות ציבורית אל עבר מישור המהות נתפסת כהתערבות ממשלתית מיותרת בספרה פרטית.

התפיסה המקובלת מניחה כי בעלי מניות בחברה ציבורית אחראים למעשיהם ורשאים לבחור אם להשקיע בחברה מסוימת מלכתחילה, ואם ברצונם לנקוט פעולות אכיפה בגלל התנהגות לא ראויה שבוצעה כלפיהם במסגרת התאגידית. זוהי נגזרת של עקרון חופש החוזים דיני תאגידים.¹³² גופים פרטיים רשאים להחליט אם ברצונם להשקיע במניה של חברה שקיים בה בעל שליטה, מהו היקף ההשקעה הרצוי להם, ומה ברצונם לעשות אם זכויותיהם כבעלי מניות נפגעו. אם בעלי מניות סבורים כי נזוקו מעסקה מסוימת, שנהגה כלפיהם בחוסר הוגנות, הם יפעלו למימוש זכויותיהם. תפיסה זו רואה בשלילה עמדה שלפיה רשות ציבורית מחליטה בשביל בעלי המניות מה טוב להם ונוקטת פעולת אכיפה בגין עילה שלהם.

דיני התאגידים מדגישים לא רק את יכולת ההכרעה האישית של בעלי מניות בחברה אלא גם את שיקול הדעת העצמאי של נושאי משרה בה. נושאי משרה בחברה נדרשים להפעיל שיקול דעת עסקי בעת קבלת החלטות, ומשעה שעשו כן באופן משביע רצון אין

131 באיטליה נוהג מודל שבו הרשות מכריעה מהו השווי ההוגן של העסקה במקרה של הצעת רכש מלאה שבה מניות המיעוט נרכשות על ידי רוב בעלי המניות. ראו Leonardo Pinta, *The U.S. and Italy: Controlling Shareholders Fiduciary Duties in Freeze out Mergers and Tender Offers*, 7 N.Y.U. J.L. & Bus. 931, 956–958 (2011). מודל זה שונה מהמוצע כאן, שלפיו אין לרשות סמכות הכרעה אלא היא נדרשת לנקוט הליך אדוורסרי.

132 להרחבה על עיקרון זה ראו Lucian Arye Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989).

מהרהרים אחר החלטותיהם. המדינה, באמצעות בתי המשפט, נמנעת מלהתערב בשיקול הדעת של הדיקטורים באשר לשאלה מה נכון לחברה לעשות במקרה מסוים כל עוד התקיימו הליכים פרוצדורליים נאותים בתהליך קבלת ההחלטות.¹³³

נוכח ההנחות המקובלות בדיני תאגידים אשווה הגשת תביעה על ידי רשות ציבורית בסוגיית ההוגנות להגשת תביעה על ידי ה-SEC בגין מרמה והטעיה האפשרית בשוק ההון האמריקאי כיום.¹³⁴ מדוע מקובל לאפשר לרשות ניירות ערך להתערב במקרים של מרמה והטעיה בשוק ההון השייכים לתחום ניירות ערך? בעת בחינת סוגיית התרמית בתי המשפט חודרים ללב העסקה, בוחנים את פרטיה ונדבכיה, אם הפרט המטעה מהותי או לא ואם הוא הזיק למשקיעים. ההצדקה המרכזית לקיומה של אכיפה ציבורית כשמדובר במרמה והטעיה היא שמירה על יעילות שוק ההון ומתן הגנה למשקיעים בו תוך מניעת החצנות כלפיהם. כאשר לפעולה מסוימת, דוגמת תרמית, יש השלכות חיצוניות שליליות על שוק ההון, ובשל תפקידה של הרשות הציבורית כשומרת על יעילותו התפקודית ומבטיחה את פעילותו התקינה באופן סדיר, נתונה לה הסמכות לנקוט פעולות אכיפה בעניינה.¹³⁵ קיומה של תרמית בשוק ההון פוגמת ביעילותו, ועל כן מוצדק כי הרשות תנקוט אכיפה מתאימה בעניינה.

133 לניסוח כללי של כלל שיקול הדעת העסקי ראו Cede v. Technicolor, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993); להרחבה על יישום הכלל בישראל ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313 (2009). במקרים מסוימים חל כלל ההוגנות המלאה במקום כלל שיקול הדעת העסקי, ולכן הלכה למעשה בתי המשפט נכנסים לעובי הקורה ובוחנים לגופו של עניין את שיקולי הדיקטורים. ראו פס"ד Lynch, לעיל ה"ש 16. הדבר מעיד שבמקרים שיש הצדקה להתערבות שיפוטית אפשר תאורטית ומעשית ליישמה.

134 ההשוואה דלהלן אינה יוצאת מנקודת הנחה שההסדרים הקיימים בהכרח מועילים וראויים ומובילים להרתעה אופטימלית, אלא מבקשת להעמיק ולחקור את ההצדקה האפשרית לאכיפה ציבורית לשאלת ההוגנות תוך בחינה השוואתית להסדר דומה (אם כי לא זהה) בניירות ערך. זוהי השוואה ראשונית המעלה כיווני חשיבה אפשריים בלבד ולא משנה סדורה שנועדה לפרט על כל אחד מן ההסדרים המקבילים בהרחבה. לפירוט הכללים והתנאים הנוהגים בכלל 10b-5 בארצות הברית ראו HAZEN, לעיל ה"ש 80, §§ 12.2-12.17. ככלל, יש לכלל פן אזורי הנאכף על ידי גופים פרטיים וה-SEC ופן פלילי, הנחקר על ידי ה-SEC ונאכף בפועל על ידי ה-DOJ. ראו גם לעיל ה"ש 80. להרחבה על היחס שבין ההיבט הפלילי לאזורי של הכלל ראו Samuel W. Buell, *What is Securities Fraud*, 61 DUKE L.J. 511, 545-561 (2011).

135 ס' 10 ל-SECurities Exchange Act of 1934 אוסר על שימוש באמצעים מטעים או בהונאה בדבר קנייה או מכירה של ניירות ערך מתוך מטרה להגן על ציבור המשקיעים או על האינטרס הציבורי. ראו Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a (2006). בשנת 1942 פרסמה ה-SEC את כלל 10b-5, המפרט ומבהיר את פרטי סעיף 10(b) לחוק. כלל זה התקבל במליאת הרשות פה אחד, כאשר הדובר היחיד ציין כי: "we are against fraud, aren't we?" (ראו *Conference on Codification of the Federal Securities Laws*, 22 BUS. L. 793, 922 (1967) (remarks of Milton Freeman)). תחילה נהנתה הרשות מסמכות תביעה בלעדית מכוח הכלל, אולם בהמשך נקבע כי הוא כולל בחובו

רציונל דומה קיים בעסקאות עם בעלי שליטה. בעסקאות לא יעילות עם בעל השליטה יש כדי לפגום בשוק ההון בכללותו, ולכן השפעתן אינה נותרת בגדרי החברה בלבד. עסקאות לא הוגנות הנערכות עם בעל השליטה פוגעות בהיקף ההגנה המוענקת לבעלי מניות מן המיעוט בחברה. להגנה זו השלכות רוחביות על חברות שונות בשוק ההון ולא רק על החברה שבה מתבצעת העסקה. עסקאות לא יעילות עם בעל השליטה אינן פוגעות רק במיעוט אלא גם ביעילות שוק ההון בכללותו. בשל הפגיעה האפשרית בשוק ההון מוצדק שהרשות תפעל גם כשמדובר בעסקאות כאלה. עם זאת אפשר להצביע על שוני בין האינטרס הציבורי המונח ביסוד עוולת התרמית או בעסקה לא הוגנת שבוצעה עם בעל השליטה ולפיו אי אפשר לפעול בתרמית בטענה שזו טובת החברה. אי אפשר לטעון כי טובת החברה מחייבת סודיות באשר למידע מסוים, ועל כן החברה בוחרת שלא לגלותו, אף שיש חובה חוקית לעשות כן על פי דין.¹³⁶

הדיון בתרמית לעומת עסקאות עם בעלי שליטה מוביל לסיבה אפשרית נוספת להיעדר פעילות של הרשות במישור המהות והיא ההבחנה המקובלת בין דיני תאגידים ודיני ניירות ערך. נהוג להבחין בין דיני תאגידים לדיני ניירות ערך ולייחס לכל אחד מהם סוג אכיפה שונה. דיני תאגידים מזוהים עם אכיפה פרטית, ואילו דיני ניירות ערך מזוהים עם אכיפה ציבורית. ההבחנה בין דיני ניירות ערך לתאגידים מונעת את התערבות הרשות במישור המהות כיום. מכל מקום, ההפרדה בין הדינים אינה חד-משמעית, וגם אם היא קיימת בכל הנוגע לנורמות המהותיות הניצבות בבסיס כל אחד מהם, אין בכך כדי להשפיע על כלי האכיפה האפשריים לשימוש בכל אחד מהם. אפשר להיעזר בכלי אכיפה מסורתיים של תחום אחד במסגרת התחום האחר.

הדיון בחלק זה מראה כי קשה למצוא צידוק חד-משמעי מדוע אין לאפשר לגוף ציבורי מעורבות מסוימת במישור המהות של עסקאות עם בעל השליטה. על יסוד הדיון התאורטי בחלקים קודמים הדיון להלן מבהיר מדוע אפשר וראוי להיעזר ברשות ציבורית לאכיפת מישור המהות, ומוסיף על קודמו, שבחן בעין ביקורתית מדוע ההצדקות למצב הקיים אינן בהכרח משכנעות.¹³⁷

כי הוא כולל בחובו זכות תביעה "משתמעת" גם לתובעים פרטיים. ראו Case v. Borak, 377 U.S. 426 (1964). עם זאת יש שוני בין רכיבי הסעיף שאותם נדרש תובע פרטי להוכיח לאלו שהרשות נדרשת להוכיח: הרשות אינה נדרשת להוכיח הסתמכות על פרט מטעה וכי נגרם לה נזק. ראו SEC v. Hasho, 784 F. Supp. 1059 (S.D.N.Y. 1992); והיא אינה נדרשת לעמוד בנטל ההוכחה המוגבר של PSLRA. ראו 15 U.S.C § 78u-4(b)(1)-(2) (2011).

136 למשל, חברה יכולה להראות שהעסקה יעילה ושהיא לטובתה ולכן לבצעה על פי שיקול דעת, אולם אינה יכולה להשמיט פרטים גם אם לדעתה זוהי טובתה הברורה של החברה, שכן דיני ניירות ערך כובלים אותה. טענה זו יורדת לשאלת היחסים וההבדלים בין דיני תאגידים וניירות ערך, הנוכחת בקצרה בטקסט, אולם דורשת עיון נפרד החורג מגדרי רשימה זו.

137 ההצדקה לשימוש באכיפה ציבורית במישור המהות רלוונטית למעורבות הרשות הן בסוגיית האישורים והן בסוגיית ההוגנות, למעט אם נטען אחרת.

2. תמצית ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות

א. התאמת אמצעי האכיפה לאופי העסקה: האפשרות שיש לרשות לבחור בין כלי אכיפה שונים בתחומי משפט מגוונים היא ייחודית לה ואינה רלוונטית לגופים פרטיים. הקניית סמכויות אכיפה שונות לרגולטור מאפשרת ליתן מענה ראוי, מהיר וזריז לעסקאות בעייתיות. סמכויות האכיפה השונות הן בבחינת ארגז כלים, ועל הרגולטור לבחור את הכלי המתאים ביותר בנסיבות העניין. האפשרות להתאים את סוג האכיפה הרצוי לאופי העסקה הבעייתית מבליט את יתרונה של אכיפה ציבורית על פני אכיפה פרטית במישור המהות.¹³⁸ מעורבות הרשות במישור המהות עשויה להתבצע בכמה אופנים, הנבדלים זה מזה באופיים ובמידת ההתערבות שלהם. הרשות תוכל לבחור בין התערבות במישור האזרחי או לנקוט אמצעי אכיפה במישור המנהלי והפלילי. כאשר עסקה לא קיבלה אישור של בעלי מניות שאין להם עניין אישי, או שהיא אינה יעילה לחברה ופוגעת בה, הרשות עשויה להגיש תביעה נגזרת בשם החברה או תביעה ייצוגית עבור בעלי המניות, או לממן תביעה שתובעים פרטיים היו מעוניינים להגיש אך אינם עושים כן בשל מגבלות תקציביות, או לבחור תביעות מבין אלו שתובעים פרטיים מבקשים להגיש. למשל, במקרה שנדרשת בו פעולה בזמן אמת, תוכל הרשות לבקש צו מניעה שיפוטי שיעצור את ביצוע העסקה. במקרה אחר, שבו נתברר לאחר ביצוע עסקה מסוימת כי היא לא יעילה למשקיעים, תוכל הרשות להגיש תביעה לפיצוי בגינה. במקרה שהופרו בו חובות אמון של דירקטורים תוכל הרשות לנקוט הליכי תביעה אזרחית נגדם. בהקשר זה יוער כי עצם קיומם של כלי אכיפה, אף ללא יישומם בפועל, עשוי להכווין את הצדדים להתנהגות ראויה יותר. גם אם אין שימוש בפועל באכיפה על ידי הרשות במישור המהות, אך מוקנית לה סמכות לעשות כן, יש בכך כדי להרתיע בעלי שליטה מביצוע עסקאות לא ראויות. החשש שמא הרשות תפעל נגד בעל השליטה ירתיע אותו מעריכת עסקאות פוגעניות, ובכך יעצים את ההגנה המוענקת למיעוט. הענקת סמכות אכיפה תאורטית תשפר את מצבם של בעלי מניות מן המיעוט בכך שתקטין את ההסתברות לעריכת עסקאות הפוגעות בהם ובחברה.¹³⁹

138 היקף ההתערבות ואופי האכיפה תלויים במאפייני שוק ההון ובנסיבות העסקה. מקרים מסוימים מצדיקים שימוש בכלי אכיפה מן המשפט האזרחי, ואחרים מצדיקים דווקא שימוש בכלי אכיפה מן המשפט המנהלי או הפלילי. מכל מקום, בשל ההכרעות הערכיות שבהן עוסק מישור המהות קשה להצדיק הכרעה בפורום מנהלי בסוגיות אלו, ונדרשת הכרעה שיפוטית בהן. על כן מוצע לאפשר לרשות לפנות לבית משפט לשם נקיטת אמצעים מנהליים בסוגיית האישורים בלבד ולא לאפשר אכיפה מנהלית בסוגיית ההוגנות.

139 הרציונל בטקסט הוא כי לעתים די באיום באכיפה מצד הרגולטור כדי שחברות ישפרו את דרכיהן. רציונל דומה מופיע אצל הלפטק, ולפיו בנסיבות מסוימות די באיום חקיקה כדי לתמרץ את החברות לפעול באופן המועדף על ידי הרגולטור. ראו Guy Halfteck, *Legislative Threats*, 61 STAN. L. REV. 629, 657–663 (2008). לסוגיית הרתעת החסר בישראל ראו להלן בחלק ה.

ב. השלכות רוחב של ההפרה: אכיפה על ידי רשות ציבורית בוחנת את התמונה הרחבה העולה מן העסקה ולא רק את האינטרס הצר של בעלי מניות מיעוט. אכיפה ציבורית רלוונטית במיוחד כאשר יש גם אינטרס ציבורי בקיומה של מערכת אכיפה, דהיינו שבהיעדר אכיפה נאותה תהיה בעיה של החצנות או תת-הרתעה. כמפורט לעיל בחלק ב, הגנה נאותה לבעלי מניות מיעוט מפני עסקאות פוגעניות שעורכת החברה עם בעל השליטה אינה רק אינטרס אישי שלהם אלא גם אינטרס ציבורי כלל-משקי, בשל השלכות רוחב חיובית הנובעות הימנה. פגיעה בהגנה הניתנת למיעוט – הבאה לידי ביטוי במישור המהות בהוגנות העסקה – אינה מתמצה בהם בלבד אלא משליכה על התפתחות שוק ההון והמשק. רשות ציבורית יכולה לשקלל בהחלטה לפעול גם את ההחצנות החיוביות הנובעות מפעולת האכיפה המבוקשת, ואילו תובע פרטי, המתמקד באינטרס הצר שלו, אינו משכיל לעשות כן. חשיבותה הכללית של הנורמה הנדונה – הגנה על המיעוט – והשלכותיה הרחביות מעצימות את השאלה מדוע אין מעורבות רבה יותר של רשות ציבורית להגנה על זכויות המיעוט.

ג. תועלת מקיום מנגנונים מקבילים: גם אם האכיפה הציבורית המוצעת אינה מושלמת וסובלת מליקויים שונים, בשים לב שמנגנוני אכיפה פרטית אינם מושלמים אף הם, הוספתה עשויה להוביל לתוצאות חיוביות. הסתמכות בלעדית על אחד ממנגנוני האכיפה חשופה למגבלות ולבעיות הקיימות בו, והוספת מנגנון אכיפה עשויה לסייע בפתרון הבעיה.¹⁴⁰ גם כאשר יש מנגנונים פעילים לאכיפה פרטית, הם אינם מובילים בהכרח לאכיפה אופטימלית, אם לאחר ניסיונות שיפור שלא צלחו ואם בשל שימוש רב מדי בהם, ועל כן יש מקום גם לאכיפה ציבורית במישור המהות. אם לא נעשה כן, בעלי השליטה ייהנו מרמת הרתעה בעייתית בשל אכיפת יתר או חסר ויעשו בחברות ציבוריות כבשלהם.

גם במקרים שבהם יש אכיפה פרטית והיא אינה אופטימלית, מטעמים שונים, יש מקום לנקיטת אכיפה ציבורית בד בבד. אכיפה ציבורית יכולה להכווין משאבים למקומות הזקוקים לאכיפה אינטנסיבית באותה עת, והיא בעלת הגמישות הנדרשת לשינוי הקצאת המשאבים לנושאי אכיפה אחרים במקרה הצורך. אופי השימוש בכלי האכיפה השונים יותאם לנסיבות העניין. גמישות זו אופיינית פחות לגופים פרטיים שאינם רואים את התמונה הרחבה אלא את האינטרס האישי שלהם ומונעים בעיקר מאינטרסים כספיים.

ד. עלות התביעה: כאשר עלות התביעה גבוהה בהרבה מערך התביעה, מתן אפשרות תביעה בלעדית לקרבן העברה גורם שהשוק לתביעות משפטיות לא יעבוד, ועל כן

140 רציונל דומה הובע באוסטרליה בדבר הגשת תביעות נגד דירקטורים בגין הפרת חובת נאמנות. כיוון שבפועל אין הרבה תביעות פרטיות כאלו, ללא אכיפה ציבורית הנושא יזנח ולא יוגשו בו כלל תביעות. ראו James Mayanja, *Promoting Enhanced Enforcement of Directors Fiduciary Obligations: The Promise of Public Law Sanctions*, 20 AUSTRAL. J. CORP. L. 157 (2007).

נדרשת אכיפה ציבורית.¹⁴¹ נסיבות אלו מתקיימות לעתים בעסקאות בעייתיות שנערכות עם בעלי שליטה. למשל, התביעה עשויה להיזקק לחוות דעת כלכליות מפי מעריכי שווי, שמאים ורואי חשבון בדבר כדאיות העסקה, המייקרת את עלותה באופן ניכר. בהקשר זה יש להבחין בין שני מקרים: כאשר עלות התביעה גבוהה מן הנזק שנגרם לבעל מניות פרטי אך נמוכה מן הנזק שנגרם לכלל בעלי המניות, מתאים השימוש במנגנון של תובענה ייצוגית (או נגזרת); כאשר עלות התביעה גבוהה מן הנזק שנגרם לכלל בעלי המניות, השוק לתביעות משפטיות לא יתפתח כלל, גם לא באופן ייצוגי. הסיבה לעלות הגבוהה עשויה להיות חוסר אפקטיביות של מנגנוני אכיפה פרטית, המאלץ את בעלי מניות המיעוט להשקיע סכומים ניכרים, או חוסר נכונות כללי להגיש תביעות. לשם השגת רמת הרתעה ראויה אפשר לשלב במקרה זה פעילות של רשות ציבורית.¹⁴²

ה. שיעור הנזק: כאשר הנזק שנגרם מהפרת חוק גבוה יחסית, אפשר לנקוט אכיפה ציבורית גם אם עלותה גבוהה מעלויות דומות באכיפה פרטית.¹⁴³ כאשר נגרם לבעלי מניות מן המיעוט נזק ניכר מעסקה עם בעל השליטה, אפשר לנקוט אכיפה ציבורית. טיעון זה מאבד מערכו כאשר כמות המניות שמחזיקים בעלי מניות המיעוט קטנה, שכן במקרה זה היקף הנזק שנגרם להם מצומצם יחסית. לכאורה, אפשר לטעון כי אם הנזק לבעלי מניות מיעוט אינו ניכר, ולכן אין משתלם לבעל מניות פרטי להגיש תביעה ייצוגית, אזי גם אין הצדקה לאכיפה ציבורית. אולם ההצדקה לקיומה של אכיפה ציבורית אינה תלויה אך ורק בשיעור הנזק שנגרם לבעלי מניות מן המיעוט. ייתכנו מקרים שבהם הנזק קטן יחסית, אבל בשל שיקולי הרתעה כלל-מערכתיים עדיין יהיה צורך בפעולת אכיפה. דוגמה לכך היא "מקרה מבחן" שבו הרשות רוצה להבהיר לשוק כי התנהגות מסוימת אינה מקובלת עליה אף שהנזק שנגרם במסגרתה מתוחם יחסית.

3. משתנים שוקיים ומשפטיים

היעדר מנגנוני אכיפה פרטית אפקטיביים מוביל להרתעת חסר כלפי התאגיד ובעל השליטה בו ומאפשר להצדיק אכיפה ציבורית בסוגיית ההוגנות על אף החדירה לקרבי המסגרת התאגידית. לעומת זאת אם מנגנוני אכיפה פרטית אפקטיביים מספיקים כשלעצמם, אין צורך באכיפה ציבורית נוספת מן הסוג המוצע כאן.

141 Landes & Posner, לעיל ה"ש 35, בעמ' 36. בניגוד לסעיפים א, ב ו-ג החלים בכל העסקאות, סעיפים ד-ה חלים בנסיבות מסוימות המפורטות בטקסט, אולם אין בכך כדי לאיין את חשיבותם.

142 טיעון זה מעלה סוגיה נוספת הראויה לדיון והיא אם וכיצד אפשר לפתור חוסר אפקטיביות של אכיפה פרטית, והיא תידון בהמשך חלק זה.

143 Polinsky, לעיל ה"ש 36. ראו בהרחבה לעיל בחלק ב, הדן בניתוח תאורטי של אכיפה פרטית וציבורית.

(א) קיומם או היעדרם של מנגנוני אכיפה פרטית

כדי להשלים את הטיעון בשאלת ההצדקה הנורמטיבית לאכיפה ציבורית במישור המהות יש להבחין בין מקרים שבהם יש אכיפה פרטית אפקטיבית לבין מקרים החסרים אותה, ולבחון מהי הסיבה לכך. האם קיימת הסתייגות כללית במדינה מן השימוש באכיפה פרטית? או שמא היא מעוניינת בפיתוחה אך נוכח בעיות שונות היא אינה מתקיימת בפועל. משתנה זה משליך על ההצדקה הנורמטיבית לאכיפה ציבורית במישור המהות ועל היקפה הרצוי.

היעדר אכיפה פרטית: כאשר אכיפה פרטית אינה קיימת בפועל, נדרשת חשיבה יצירתית ושונה מזו המוכרת כיום. משבוצה עסקה בעייתית בין החברה לבעל השליטה, שנוגדת את טובת החברה, מהי החלופה העדיפה? אפשרות אחת היא "הדממה אכיפתית", שבה לא תינקטו ולו פעולות אכיפה אחת נגד עסקה בעייתית. גופים פרטיים לא יאכפו את העסקה בשל קשיים אלו ואחרים, ואילו גופים אחרים, כדוגמת רשות ציבורית, אינם מוסמכים לכך. בחלופה זו אין הרתעה אפקטיבית לבעל השליטה, והוא צפוי להמשיך ולערוך עסקאות המיטיבות את מצבו אך הן בעייתיות מבחינת החברה. אפשרות אחרת היא איתור גורם חלופי בדמות רשות ציבורית והסמכתו לביצוע אכיפה מהותית לעסקאות עם בעלי שליטה. אכיפה זו נדרשת לשם יצירת הרתעה אפקטיבית. הרתעה אפקטיבית דורשת נקיטת פעולות אכיפה יזומות, ויש לאתר גורם או גוף מסוים שינקוט אותן. אם בעלי מניות פרטיים אינם מסוגלים לנקוט פעולות אכיפה, מדוע לא לפנות למישור הציבורי ולאתר בו גורם מתאים לאכיפה? קשה למצוא טעם ממשי לאי־פעילותה של רשות ניירות ערך במישור המהות כאשר אין גופים אחרים שיעשו כן, ומדוע לא תגיש היא תביעות בגין הוגנות העסקה או תבחר תביעות כאלו או תממן.¹⁴⁴

טענת נגד מרכזית לטיעון זה היא שאפשר לשפר את מנגנוני האכיפה הפרטית ולשכללם עד למצב שבו הם יפעלו כראוי, ובכך לייתר את הצורך בפעילות של רשות ציבורית במישור המהות. טענת נגד זו נכונה בחלקה, שכן לא תמיד שיפור תאורטי של מנגנוני אכיפה יוביל לשינוי המצב בפועל ויגרום לבעלי מניות להגיש תביעות. בהקשר זה יש להבחין בין שני סוגי מקרים: האחד קיומה של רתיעה כללית במדינה משימוש במנגנוני אכיפה פרטית דוגמת המצב באירופה, והאחר בקשתה של המדינה לעודד שימוש במנגנוני אכיפה פרטית אך מסיבות אלו ואחרות הדבר אינו מסתייע.¹⁴⁵

144 אין הכוונה שלרשות יש יתרון על פני גופים פרטיים בהגשה של תביעות במישור זה, אלא שאין נימוק חד־משמעי המסביר מדוע עליה להימנע מלעשות כן בנסיבות המתוארות. לדיון בשאלת האכיפה בישראל ראו לעיל ולהלן בחלקים ב.3 ו-ה.

145 אף שבהכללה גסה אפשר לומר כי מנגנוני האכיפה הפרטית במרבית המדינות שבהן הבעלות ריכוזית אינם מיטביים, אין בכוונת רשימה זו לטעון כי ריכוזיות השליטה גורמת לחוסר אפקטיביות של אכיפה פרטית או כי יש קשר סיבתי אחר בין השניים, אלא לתאר את המצב הקיים. מצב דברים זה מדגיש את הצורך בחשיבה מחודשת על אודות אכיפה ציבורית במישור המהות.

א. רתיעה כללית מאכיפה פרטית: כאשר היעדר אכיפה פרטית בשוק ההון נובע מחוסר נכונות כללי לשימוש במנגנונים "קבוצתיים" דוגמת תביעה ייצוגית או נגזרת בתחומי משפט רבים ומגוונים, גוברת ההצדקה לאכיפה ציבורית שתמלא את מקומה של אכיפה פרטית ותעלה את רמת ההרתעה. אכיפה ציבורית זו תתבצע בסוגיית האישורים וההוגנות, שכן בלעדיה תהיה רמת האכיפה הכללית בשוק נמוכה מדי. ביצוע רפורמות ושינויים מעמיקים במנגנוני אכיפה פרטית, כדי להגיע למצב שבו הם פועלים באופן משיביע רצון, אינו תמיד ישים הלכה למעשה. לעתים חסמים מערכתיים, דוגמת חוסר נכונות העולה כדי רתיעה כללית משימוש מוגבר בתובענות ייצוגיות, אינם מאפשרים אימוץ של מנגנוני אכיפה טובים יותר. אימוץ מנגנונים ראויים של אכיפה פרטית דורש שינויים רוחביים במערכת המשפט, שקשה לבצעם בשל מסורת משפטית ארוכת שנים ושיטת משפט בעלת התנגדות פנימית למהלך כזה.

למשל, ניסיונות הרפורמה באירופה מעידים כי קשה עד מאוד לחולל שינוי ניכר ברמת האכיפה הכוללת באמצעות שיפור מנגנוני האכיפה הפרטית. תביעות ייצוגיות באירופה אינן כלי אכיפה רוחב במגוון תחומי המשפט, וניסיונות לאימוצם ושיפורם לא הובילו לשימוש נרחב בהם בתחומי משפט רבים.¹⁴⁶ בעת אימוץ של מנגנוני תביעה ייצוגית באירופה העמידו המדינות תנאים מחמירים יחסית כדי למנוע הגשת תביעות סחטניות בהיקף נרחב. הן מסתייגות וחשדניות כלפי שכר טרחה תלוי תוצאות, וחלק ניכר מהן לא אימץ מנגנון זה, שצפוי לסייע מאוד בהגשת תביעות בפועל.¹⁴⁷ גם כיום

146 עד לאחרונה לא היו במדינות אירופה כלים אפקטיביים של אכיפה פרטית. במסגרת מגמת שיפור ופיתוח של שוקי ההון במדינות אלו אומצו מנגנונים המאפשרים הגשת תביעות ייצוגיות ונגזרות. הדבר נעשה לאור ניסיונה המצטבר של ארצות הברית, ובהדגשת איוונים ובלמים שימנעו את השימוש לרעה במנגנון התביעה הייצוגית והנגזרת. אולם כאמור ניסיון זה לא צלח בגלל הרתיעה הכללית באירופה ממנגנונים קבוצתיים. ציטוט מדגים בהקשר זה: "Be that as it may, the US-style class action does not seem to be a realistic option in Europe. Its reputation has been spoiled by the American practice, which is perceived as peculiar, if not outrageous, by many leaders in politics, business and lawmaking" Gerhard Wagner, *Collective Redress – Categories of Loss and Legislative Options*, 127 L.Q. REV. 55, 73 (2011) M. Grace, *Strengthening Investor Confidence in Europe: U.S.-Style Securities Class Actions and the Acquis Communautaire*, 15 J. TRANSNAT'L L. & POL'Y 281, 284–290 (2006); Mathies M. Siems, *Private Enforcement of Directors Duties: Derivative Action as Global Phenomenon*, in COLLECTIVE ACTIONS 93 (Stefen Wrba, Steven Van Uystel & Mathias Siems eds., 2012); Meglena Kuneva, Eur. Consumer Comm'r, *Green Paper on Consumer Collective Redress* (Press Conference Speaking Points, Nov. 27, 2008), europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/08/657 Mark A. Behrens, Gregory L. Fowler & Silvia Kim, *Global Litigation Trends*, 17 MICH. 147 ST. J. INT'L L. 165, 183–187 (2009); Samuel Issacharoff & Geoffrey P. Miller, *Will Aggregate Litigation Come to Europe?*, 62 VAND. L. REV. 179 (2009).

השימוש במנגנוני אכיפה פרטית באירופה אינו רווח ונפוץ.¹⁴⁸ שינוי אפקטיבי ואמתי במנגנוני תביעה ייצוגית ונגזרת דורש שינויים רוחביים ומעמיקים במערכת המשפט ובדין הפרוצדורלי והמהותי גם יחד. שינויים אלו קשים מאוד לביצוע, והטענה שאפשר לשפר מנגנוני אכיפה פרטית חלף אימוץ של אכיפה ציבורית אינה בהכרח נכונה.

ב. היעדר אכיפה פרטית על אף ניסיונות לעידודה: המקרה השני שבו יש לדון הוא זה שלאחר שבוצעו שינויים מעמיקים במנגנוני אכיפה פרטית, ואומצו כלי אכיפה פרטית מפותחים עלי ספר, הציבור אינו משתמש בהם הלכה למעשה ואינו מגיש תביעות דווקא בתחום מסוים, דוגמת תאגידים וניירות ערך. אף שהמדינה מעוניינת באכיפה פרטית ומעודדת אותה, אין האכיפה מתבצעת בפועל. מה גורם לחוסר נכונות להגיש תביעות?

1. מערכת יחסים עתידית עם בעל השליטה: חוסר נכונות להגיש תביעות עשוי לנבוע מחשש לתקינות מערכת היחסים עם בעל השליטה. מערכת יחסית זו מורכבת הן מן החברה שבה נערכה העסקה והן מחברות שונות הנמנות עם הקבוצה העסקית שלו (אם היא אכן קיימת), ולפיכך יש לה השלכות בתחומי פעילות שונים במשק. אין מדובר בהכרח בנתק מוחלט בין הצדדים אלא גם בחוסר נכונות לשתוף פעולה עתידית.
2. היקף התועלת הצפויה: אפשר שהתועלת שתופק מן התביעה תהיה נמוכה יחסית כאשר הכמות הצפה המוחזקת על ידי הציבור מצומצמת, ובעלי השליטה מחזיקים במרבית המניות. הנזק הניתן להוכחה במסגרת התביעה מצומצם, וכך גם התועלת שאפשר להפיק ממנה. זהו תמריץ שלילי לתובעים פרטיים להגשת תביעות.
3. בעיות במישור הגילוי: הסבר נוסף להיעדר אכיפה פרטית בפועל הוא חובת גילוי מצומצמת מדי, שאינה מעניקה לתובעים פוטנציאליים את מלוא המידע הנדרש לשם הגשת תביעה. ייתכן שהסיבה לאי־הגשת תביעות על ידי גופים פרטיים היא היעדר גישה לפרטים הנחוצים לשם הגשת התביעה, דוגמת פרוטוקולי ישיבות ופרטי אישור העסקה, או מהו השימוש החלופי של הנכס בידי החברה לעומת העסקה המוצעת. ייתכן שלו הייתה לתובעים פרטיים גישה למידע זה, הם היו יכולים לתבוע באופן אפקטיבי, וכך היה אפשר למנוע התערבות של רשות ציבורית.¹⁴⁹

John C. Coffee, *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 COLUM. L. REV. 288, 294–295, 329–339 (2010); על הקשיים העומדים בפני משקיע אירופי המעוניין להגיש תביעה נגזרת ראו Pavlos E. Masouros, *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? An Essay on the Impotence of Shareholders in Corporate Europe*, 7 EUR. COMPANY L. 195, 201–203 (2010).

149 אין חולק שלעקרון הגילוי תפקיד מרכזי וחיוני להגנת משקיעים בשוק ההון. מחקרים אמפיריים שנזכרו בדיון לעיל תמימי דעים באשר לאפקט החיובי של אכיפת כללי גילוי. אולם אין לשכוח כי עקרון הגילוי כרוך גם במגבלות: ראשית, הרחבת חובת גילוי כרוכה בעלות לא מבוטלת שתוטל על החברה. קיים חשש להימנעות דירקטורים מהתבטאויות שונות כיוון שפרוטוקול הדיון יהיה פתוח לעיני הציבור, או לחוסר נכונות של מועמדים מוכשרים לכהן בתפקיד זה; שנית, אין ודאות שהציבור יכול לעכל ולהכיל כמות כה רבה של מידע ולבור את המוץ מן התבן באופן שיסייע להגשת תביעה

כאשר אין אכיפה פרטית על אף מאמצי המדינה לעודד גופים פרטיים לתבוע, אזי אפשר להצדיק מעורבות של רשות ציבורית בסוגיית האישורים וכן בסוגיית ההוגנות. במקרה זה כבר נעשו ניסיונות לעידוד האכיפה הפרטית והם לא צלחו, ולכן טיעון הנגד אינו ישים, ועקרון השוקת השבורה שבעלי המניות עומדים מולה מאיים עוד יותר. אף שהציבור מאמין כי יש צורך באכיפה כדי להרתיע את בעלי השליטה, הוא אינו מיישם את הכלים שניתנו לו הלכה למעשה. כדי להרתיע את בעל השליטה מוצע לאפשר לרשות להגיש תביעה גם בסוגיית ההוגנות. הרשות אף תוכל לנקוט אמצעי התערבות חודרניים פחות, דוגמת מימון תביעות ובחירה שלהן, שיעודדו גופים פרטיים לנקיטת אכיפה פרטית.

אכיפה פרטית אקטיבית: כאשר קיימים מנגנונים אפקטיביים של אכיפה פרטית, ויש בכוחם כדי להוביל בלעדית לרמת אכיפה סבירה (גם אם לא אופטימלית), פוחתת ההצדקה למעורבות הרשות בסוגיית ההוגנות במישור המהות. כאשר קיימת אכיפה פרטית אפקטיבית, קשה לראות מדוע יש לאפשר לרשות לחדור עמוק לקרבי החברה ולשיקול דעתה על ידי הגשת תביעה. זוהי מעורבות נרחבת למדי בשוק הפרטי, אשר בשל מדרג ההתערבות הקיים בין מישור הגילוי, לסוגיית האישורים ולסוגיית ההוגנות אין מקום לאפשר לרשות להתערב בה באמצעות הגשת תביעות.¹⁵⁰ כאשר קיימת אכיפה פרטית אקטיבית בסוגיית ההוגנות, אזי רמת ההרתעה מאוזנת יחסית, ואין טעם לאפשר לרשות להיכנס אל לב לבן של ההחלטות העסקיות בחברה. כאשר סוגיות מהותיות אלו מגיעות לידי הכרעה שיפוטית באמצעות אכיפה פרטית, דומה שהתערבות הרשות בעזרת הגשת תביעה בהקשר זה מעמיקה מדי, וקשה להצדיקה. לעומת זאת התערבות הרשות בסוגיית האישורים נמוכה הימנה ואינה נוגעת בלב שיקול הדעת של החברה, ואפשר להצדיקה גם כשיש מנגנונים אפקטיביים של אכיפה פרטית.

עצמאית; שלישית, גם אם יורחבו חובות הגילוי באופן המניח את הדעת כך שגופים פרטיים יוכלו לתבוע, המגבלות דלעיל עדיין רלוונטיות ועשויות למנוע תביעה אפקטיבית מצד בעלי המניות. בהקשר זה שוב נכונה הטענה שלא די בכללי גילוי עלי ספר, אלא יש לוודא את קיומה של אכיפה אפקטיבית. למגבלות כלליות של חובת הגילוי ראו Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1; Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 BAYLOR L. REV. 139, 146–147 (2006) (גילוי אינו בהכרח יעיל או רציונלי בשל הטיות קוגניטיביות ומגבלות ביכולת קבלת החלטות. הצפה במידע אינה מסייעת להבנתו. על המידע להיות ממוקד ורלוונטי).

¹⁵⁰ השאלה אם אכיפה פרטית במדינה מסוימת אפקטיבית היא שאלה פנים-מדינתית, ויש לבחון אותה לפי מכלול המשתנים המתקיימים בה. מכל מקום, כשיש אכיפה פרטית אפקטיבית בסוגיית ההוגנות, מוצע לאפשר לרשות לממן תביעות פרטיות או לבחור בהן.

(ב) משקיעים מוסדיים

משתנה נוסף המשפיע על היקף המעורבות של הרשות במישור המהות הוא פעילות של משקיעים מוסדיים בשוק ההון. אף שפעילות זו היא נדבך חשוב באכיפה פרטית, היא שונה ממנה בהיבטים מסוימים, ועל כן תידון בנפרד בחלק זה. פעילות המשקיעים המוסדיים עשויה לתרום לאפקטיביות של מנגנוני האכיפה הפרטית שנסקרו לעיל. משקיעים מוסדיים עשויים לנקוט פעולות אכיפה פורמליות ובלתי פורמליות, וכאשר הם עושים כן באופן אפקטיבי, אפשר להצדיק מעורבות של הרשות בסוגיית האישורים, אך קשה להצדיקה כשמדובר בסוגיית ההוגנות. לעומת זאת היעדר פעילות מצד המוסדיים מקטין את היקף האכיפה הפרטית. ככל שפעילותם מצומצמת יותר ולא אפקטיבית, גוברת ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות הן בסוגיית האישורים והן בסוגיית ההוגנות.

מבנה הבעלות בשוק ההון משפיע על אופי פעילותם של משקיעים מוסדיים ועל חשיבותה.¹⁵¹ הדיון מתמקד בפעילות של משקיעים מוסדיים בשוק הון ריכוזי, אשר אינה דומה לפעילותם בשוק הון מבוזר. בשוק הון ריכוזי, גם כשיש פעילות אקטיבית של משקיעים מוסדיים, האפקטיביות שלה מוגבלת, ולפיכך מועצמת ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות. משקיעים מוסדיים מושפעים מן הסביבה העסקית-ריכוזית שבה הם פועלים. הסוגיה המרכזית שעמה מתמודדים משקיעים מוסדיים בשווקים ריכוזיים היא עסקאות תיעול, להבדיל מכללי ממשל תאגידי רבים אחרים שלמענם הם פועלים בסביבה עסקית מבוזרת.¹⁵² תפקידם של משקיעים מוסדיים בחברות עם בעלי שליטה אינו בהכרח הגדלת הרווחה המצרפית שמפיקה החברה, אלא השגחה שלא יקופח חלקם ברווחה זו באמצעות פיקוח על ניהול הוגן של ענייני החברה, ובעיקר על יעילות של עסקאות עם בעלי שליטה.¹⁵³

זאת ועוד, קיומם של קשרים עסקיים בין משקיעים מוסדיים לבעל השליטה, שאינם קשורים לעסקה קונקרטית, משפיעים על אופי התנהלותם בחברה כבעלי מניות מיעוט. המוסדיים מביאים בחשבון את מכלול היחסים עם בעל השליטה ואינם מתמקדים רק בהיבט הקונקרטי שלהם בחברה שבה הם משקיעים. חמור מכך, כאשר משקיע מוסדי

151 דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 5 (2008).

Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice*, 152 John C. Coffee, *Liquidity* ; (Black, *Agents* : להלן: 39 UCLA L. REV. 811, 830-859 (1992) *Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1291-1317 (1991) Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, ; (Coffee, 1991 : להלן: 1277, 1291-1317 (1991) *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 2012 REV. FIN. 1, 2, available at <http://rof.oxfordjournals.org/content/early/2012/02/07/rof.rfr039.abstract>.

153 אהוד קמר פיקוח המשקיעים המוסדיים על החברות (עבודת גמר לתואר "מוסמך במשפטים", האוניברסיטה העברית בירושלים – הפקולטה למשפטים, התשנ"ו).

והחברה שבה הוא משקיע נמנים עם אותה קבוצת שליטה, למעשה המוסדיים רוכשים ניירות ערך של חברה קשורה, השייכת לאותו בעל השליטה, וחשופים לפוטנציאל ניכר של ניגודי עניינים.¹⁵⁴

באשר לאופי פעולות האכיפה של המוסדיים – פורמליות ולא פורמליות – משקיעים מוסדיים עשויים לנקוט אופני פעולה שונים בשל עסקה שבעל השליטה עומד לבצע עם החברה: מכירת מניות, אישור העסקה – אם לאחר ניהול משא ומתן על תנאיה או בלעדיו – והגשת תביעות.

א. מכירה או רכישה של מניות: בשוקי הון ריכוזיים, שבהם בעל השליטה יכול להכריע את תוצאות האספה הכללית, יכולת ההשפעה של משקיעים מוסדיים מוגבלת יחסית. כאשר משקיעים מוסדיים אינם מרוצים מריבוי עסקאות שנערכות עם בעל השליטה או מתוכנן, הם רשאים למכור את מניותיהם לגורם אחר או להשקיע מראש בחברות שבהן אין ריבוי של עסקאות מזיקות עם בעל השליטה.

ב. אישור עסקה: כאשר דיני התאגידים מגבילים את בעל השליטה בהכרעת מהלך ענייני החברה, דוגמת המתרחש בהצבעה באספה הכללית על עסקאות עם בעל השליטה, מסור בידי משקיעים מוסדיים כוח הכרעה רב. כאשר משקיעים מוסדיים מצביעים באספה הכללית בעת אישור עסקאות עם בעלי שליטה, והם אינם נגועים בעניין אישי, הם נמנים עם רוב מן המיעוט (בדומה לבעלי מניות רגילים), ולפיכך משקל הצבעתם רב יותר מאשר בהצבעה רגילה באספה כללית. עם זאת אם המוסדיים סבורים כי העסקה אינה רצויה לחברה, אין להם אלא להתנגד לה. לפי שיעור החזקות המוסדיים בחברה, התנגדות זו עשויה להוביל לדחיית העסקה, אך עשויה גם שלא להיות בעלת השפעה ממשית. חשיבות הצבעת המוסדיים תלויה בשיעור החזקותיהם בחברה.

ג. ניהול משא ומתן: אפיק פעילות נוסף של משקיעים מוסדיים בעסקאות עם בעל השליטה הוא פעילות לא פורמלית, למשל הבעת דעה על עסקה עובר לאישורה על ידי האספה הכללית. עוד בשלב גיבוש העסקה לחצים עיקשים מצד המוסדיים עשויים להשפיע על תנאי העסקה המתקמת בין החברה לבעל השליטה. פעילות לא פורמלית זו תלויה במידע המצוי בידי המוסדיים בשלבי גיבוש העסקה המוקדמים ובתרבות העסקית הנוהגת במדינה שבה עסקינן.¹⁵⁵ מטבע הדברים קשה לכמת פעילות לא פורמלית מעין זו ולהעריך את מידת שכיחותה בפועל.

154 Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 152, בעמ' 16–18.

155 פעולות לא פורמליות של משקיעים מוסדיים נפוצות במיוחד באנגליה, שבה שוק ההון מבוזר. להרחבה ראו Bernard S. Black & John C. Coffee, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997 (1994); John Armour & David A. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 GEO. L.J. 1727 (2007).

ד. הגשת תביעות: למשקיעים מוסדיים תפקיד חשוב בהקשר של נקיטת אמצעי אכיפה, דוגמת הגשת תביעה ייצוגית או נגזרת בגין עסקאות שנערכו עם בעל השליטה. לכאורה אפשר לצפות לפעילות אכיפה מוגברת מצד משקיעים מוסדיים, כדוגמת הגשת תביעות ייצוגיות ונגזרות, כדי להעלות את ערך תיק הנכסים שלהם. שיעור החזקות גבוה של גופים מוסדיים בחברה עשוי להצדיק מעורבות אקטיבית מצדם תחת מדיניותם הרגילה של בעלי מניות מן המיעוט בחברה הפועלים באדישות רציונלית. עם זאת הדבר כרוך בשאלות אמפיריות: האם מוסדיים אכן מחזיקים בשיעור המצדיק הגשת תביעה? והאם עלויות עסקה גבוהות הכרוכות בהגשת תביעות אלו אינן מונעות מהם לעשות זאת? אין בכוונת רשימה זו להציע תשובה אמפירית גורפת בשאלות אלו אלא לנסות ולהסביר מדוע בשווקים ריכוזיים מוסדיים נוטים שלא להגיש תביעות בפועל.

ראשית, מבנה שוק ההון וניגוד עניינים פוטנציאלי בין המוסדיים לבעל השליטה מקשה על אקטיביות בהגשת תביעות. קשרים עסקיים ארוכי טווח בין המוסדיים לחברות גורמים לתלות של המוסדיים בחברות. הגברת הפיקוח של גופים מוסדיים על הנהלת החברה צפויה לפגום ביחסים בין הצדדים, ולפיכך סיכויי התרחשותה נמוכים.¹⁵⁶ בעיה זו חריפה במיוחד בשוקי הון ריכוזיים, שבהם ייתכנו לא רק יחסים עסקיים מתמשכים בין המוסדיים לחברות אלא אף זהות בין בעלי השליטה במוסדיים לבעלי השליטה בחברות. במקרה כזה הגדרת היחסים בין הצדדים כתלות מפחיתה מעומקם וממהותם, שכן מדובר במצב המתקרב לזהות אינטרסים.¹⁵⁷

פעילות אקטיבית של משקיעים מוסדיים אירעה בעת גיבוש הסדר החוב עם אפריקה ישראל בשנת 2009. דוגמה זו עשויה להעיד לכאורה על פוטנציאל ממשי לפעילות אפקטיבית מצד משקיעים מוסדיים שמשפיעה על התנהלותה השוטפת של החברה. אולם מקרה זה הוא דוגמה בודדת, בבחינת חריג שאינו מלמד על הכלל. פעילותם של המוסדיים במקרה זה נבעה מהיותם בעלי חוב של החברה ולא בעלי מניות בה. אינטרס המוסדיים כנושים בחברה עולה עשרות מונים על האינטרס שלהם לו היו בעלי מניות בה. יתרה מזו, הרשויות התירו למוסדיים לממן את התביעה בחלקה מכספי הנוסטרו ובחלקה מכספי העמיתים. זו סיבה מרכזית לכך שהם היו פעילים לעומת פסיביות רגילה בהגשת תביעות. ראו אבי שאולי "אפריקה ישראל הגיעה להסדר גם עם מחזיקי האג"ח הקצרות" גלובס 21.12.2009 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000523950&fid=2490; עדי בן ישראל "ורמוס: אפשר להשיג יותר אם לוחצים על בעל השליטה" גלובס 28.12.2009 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000525917.

156 Black, Agents לעיל ה"ש 152, בעמ' 826; Coffee, 1991 לעיל ה"ש 152, בעמ' 1321–1322; Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing With Barbarians at the Gates*, 45 STAN. L. REV. 857, 919 (1993).

157 Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 152, בעמ' 16–18, שמצאו כי גופים מוסדיים שמסונפים לחברה הציבורית או לקבוצה העסקית שלה נוטים לתמוך בהצעות מטעם אנשי הפנים בחברה גם כאשר הצבעתם אינם משנה את תוצאת ההצבעה בשל תמיכתו של בעל השליטה בה.

שנית, משקיעים מוסדיים חוששים מבעיית הטרמפיסט, שבה הם יפעלו וישיאו בעלויות, וכלל בעלי המניות ייהנו מכך. אף שיכולת ההשפעה של משקיעים מוסדיים עולה ככל ששיתוף הפעולה ביניהם גובר, ספק אם שיתוף פעולה זה יצא מן הכוח אל הפועל. כל אחד מן הגופים המוסדיים יצא נשכר משיתוף פעולה, אך ימתין שחברו יזום זאת, כיוון שכך הוא יימנע מנשיאה בעלות התיאום אך ירוויח מן התועלת המופקת הימנו.

שלישית, שאלת מימון התביעה מקשה על פעילות המוסדיים. כאשר מוסדיים נדרשים לממן תביעה מדמי הניהול שלהם או מכספי העמיתים, הם אינם ששים להניח את כספם על קרן הצבי תמורת אי-ודאות עתידית בנוגע לתביעה. מחקרים אמפיריים שונים מעידים כי משקיעים מוסדיים אינם מונעים משיקולי רווחיות לטווח הארוך, אלא בעיקר לטווח הקצר. המוסדיים אינם מבקשים את שגשוג החברה אלא דורשים הפקת רווחים מהירה ואלגנטית.¹⁵⁸ הגשת תביעה ומימונה משפיעים לרעה על רווחיות הגוף המוסדי, ולפיכך הוא ינסה להימנע הימנה כשיתאפשר לו לעשות כן.

רביעית, כאשר אין חשיפה אפקטיבית למוסדיים בגין אי-הגשת תביעות בהקשר של עסקאות עם בעל השליטה, מדוע להם להסתכן ולפעול? קרי, אם בפועל עמיתים אינם תובעים את המוסדיים בגין אי-נקיטת פעולה כל שהיא, אין למוסדיים סיבה לפעול. בהיעדר חשיפה לתביעות, משקיעים מוסדיים, כשחקנים רציונליים, ינקטו "שב ואל תעשה". גם מגבלות חוקיות שונות¹⁵⁹ ומסורת עסקית של אי-התערבות הנוהגת במגזר זה אפשר שגורמו לפסיביות מצד המוסדיים.

לסיכום חלק זה, פעילות של משקיעים מוסדיים בנושא עסקאות עם בעלי שליטה בשווקים ריכוזיים אינה בהכרח אפקטיבית. פעילות זו היא נדבך חשוב בפעולות האכיפה הפרטית אולם שונה ממנה בהיבטים מסוימים, ועל כן נבחנה בנפרד. אפשר להצדיק את קיומה של אכיפה ציבורית בין שהמוסדיים אקטיביים (ואזי על אכיפה ציבורית להתמקד בסוגיית האישורים) ובין שהם אינם אקטיביים (ואזי על אכיפה ציבורית להתמקד בסוגיית האישורים וההוגנות).

(ג) מערכת המשפט

מערכת המשפט היא משתנה רקע באשר להצדקה של אכיפה ציבורית, במובן זה שטיבה ואיכותה משליכים על קיומה – או היעדרה – של אכיפה פרטית ואינה משפיעה במישרין על ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור המהות. כמבואר לעיל, השאלה אם יש או אין

Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *A New System of Corporate Governance: The* 158
Quinquennial Election of Directors, 58 U. CHI. L. REV 187, 194, 202–215 (1991).

Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV 520, 530–560 159
 (1990); Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 COLUM. L.
 REV. 10, 17–30 (1991).

אכיפה פרטית אפקטיבית משליכה על היקף האכיפה הציבורית במישור המהות ועל הצדקתה. לעומת זאת השאלה אם מערכת המשפט יעילה משליכה על טיבה והיקפה של אכיפה פרטית, ורק בעקיפין על ההצדקה לאכיפה ציבורית.

כאשר מערכת המשפט אינה יעילה, באופן שמקשה על הציבור הרחב להשתמש במנגנוני אכיפה פרטית, מידת האפקטיביות של אכיפה פרטית פוחתת ומשליכה על ההצדקה להתערבות של רשות ציבורית במישור המהות. גופים פרטיים יתיאשו מאטיות המערכת השיפוטית ולא יפעלו נגד בעל השליטה, וללא פעילות אכיפה של הרשות תיווצר הרתעת חסר. לעומת זאת מערכת משפטית טובה ויעילה מעודדת גופים פרטיים להגשת תביעות, כיוון שהן צפויות להתנהל במהירות ולהוביל לתוצאה משפטית ראויה. מערכת משפטית מתפקדת היטב תטיב גם עם תביעות שהוגשו, או מומנו, על ידי הרשות, וברורן ייעשה באופן מהיר, אמין וממצה. מחקרים מצאו כי כאשר בתי המשפט מדייקים בהכרעה השיפוטית, אזי קיום בוזמני של שני סוגי האכיפה, פרטי וציבורי, מוביל לתוצאות יעילות.¹⁶⁰

לזהות הפורום המשפטי הדן בתביעות חשיבות מכרעת בהקשר של עסקאות עם בעלי שליטה. בתי משפט מומחים מקבלים חשיבות יתרה לאור הצעת רשימה זו, שלפיה לרשות ציבורית יהיו סמכויות אכיפה שונות ביחס לעסקאות עם בעלי שליטה. היעדרו של בית משפט מומחה מגביר את הצורך בקיומה של אכיפה ציבורית, וקיומו צפוי להגביר את האפקטיביות שלה. הציפייה היא שבית משפט מומחה ייתן פתרונות ראויים לטענות בדבר עושק וקיפוח המיעוט ויעצב נורמות להבטחת עצמאות הדירקטוריון ולהבטחת תפקוד ראוי של שומרי הסף בחברות.¹⁶¹ בתי משפט מומחים משחקים תפקיד חשוב בסביבה עסקית של בעלות ריכוזית. בהיותו של שוק ההון ריכוזי מטבעו, אין ברוב החברות מיעוט גדול דיו כדי להיות כוח מאזן ומרסן כנגד רצונו של הרוב. במציאות כזו מתעצם הצורך בקיומו של בית משפט מיומן ומקצועי שישמע את קול המיעוט ויספק לו הגנה נאותה.¹⁶² בית משפט מומחה ראוי מוציא תחת שרביטו פסקי דין באיכות גבוהה תוך פעולה יעילה ושמירה על הליך הוגן.¹⁶³

160 מקפי ואח' עסקו בממשק שבין אכיפה פרטית וציבורית בתחום ההגבלים העסקיים ומצאו כי אכיפה פרטית כשלעצמה אינה מובילה לתוצאות אופטימליות, ואילו אכיפה ציבורית עשויה להוביל לאופטימום חברתי, אך הדבר כרוך בעלות של הפחתה בהיקף גילוי מידע מצד החברות. ראו Mcafee et al., לעיל ה"ש 94. מחקר זה מייחס חשיבות למידת הדיוק של בתי המשפט, קרי אם הם קובעים כי הנאשם – אשם, והזכאי – זכאי. כאשר בתי המשפט מדייקים, הוספת אכיפה פרטית לאכיפה ציבורית תוביל לתוצאות יעילות. כאשר בתי המשפט אינם מדייקים, הוספת אכיפה פרטית תגדיל את הרווחה החברתית רק כאשר אכיפה ציבורית אינה יעילה.

161 להרחבה ראו רשות ניירות ערך דו"ח הועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 43 (2006).

162 למשל, ארגון ה-OECD הכיר בכך בהקשר של מדינות אסיה והמליץ לשפר את מומחיות השופטים האוכפים את כללי הממשל התאגידי, בין היתר באמצעות הקמת בית משפט לדיני תאגידים: ORG.

(ד) התפתחות שוק ההון

בדומה למשתנה האחרון – טיב מערכת בתי המשפט – גם מצב שוק ההון הוא משתנה רקע בלבד. מידת התפתחות שוק ההון וכן קיומו או היעדרו של שוק שליטה משפיעים בעקיפין על ההצדקה לאכיפה הציבורית במישור המהות ועל היקפה. מחקרים תאורטיים מצאו כי אכיפה ציבורית מתאימה במיוחד בהקשר של כלכלות קטנות ומדינות מתפתחות, או אז היא מקדמת את אפקטיביות האכיפה ומפתחת את שוק ההון.¹⁶⁴ עוד נמצא כי היכולת למנוע ניצול לרעה מצד אנשי פנים בחברה תלויה במבנה הבעלות של כל מדינה ובשאלה אם היא מפותחת או מתפתחת.¹⁶⁵ נוסף על מידת ההתפתחות של שוק ההון, יש לבחון אם התופעה של השתלטויות עוינות נפוצה בו אם לאו. בשוקי הון ריכוזיים בעל השליטה מחזיק בהיקף מניות גדול שאינו מאפשר למשתלט פוטנציאלי לרכוש שליטה בחברה ללא הסכמתו. כיוון שאי אפשר להביא להחלפת ההנהלה ללא רכישת מניות בשיעור נרחב בשוק, התמריץ של שוק שליטה בשווקים ריכוזיים רלוונטי פחות, ומשכך – הוא אינו צפוי לסייע בפתרון הבעיה הרלוונטית שדורשת אכיפה ציבורית.¹⁶⁶

ה. מתווה ראשוני למודל ישראלי

חלק זה מציע מתווה ראשוני ליישום המודל המוצע בישראל. מוצע לאפשר לרשות ניירות ערך לאכוף עסקאות עם בעלי שליטה באופן נרחב מהקיים היום, תוך הותרת

FOR ECON. CO-OPERATION & DEVELOPMENT (OECD), WHITE PAPER ON CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA 13 (2003).

163 מדדים אלו נזכרים בעניין בית המשפט בדלור, שהוא אב טיפוס לבתי משפט כלכליים בעולם. מרד נוסף, של המלומד האירופי אנריקס, בחן את איכות השופטים הדנים בדיני תאגידים בשווקים עם בעלות ריכוזית. ראו Luca Enriques, *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, 3 EURO. BUS. ORG. L. REV. 765, 775–778 (2002).

164 Vikramaditya Khanna, *Law Enforcement and Stock Market Development: Evidence from India* (CDDRL Working Papers 97, 2009), available at cddrl.stanford.edu/publications/law; Nenova, *enforcement_and_stock_market_development_evidence_from_india*, לעיל ה"ש 127, שם; Hans Tjio, *Enforcing Corporate Disclosure*, 2009 SING. J. LEGAL STUD. 332, 332–336.

165 Nenova, לעיל ה"ש 127, בעמ' 125. בשלבים נמוכים של התפתחות שוק ההון סמכויות הרגולטור היעילות ביותר נוגעות בענייני גילוי וטיפול בבעיות תיעול.

166 השוו לדין הכללי בסוגיה של שוק הון מבוזר: Michel C. Jensen & Richard S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 J. FIN. ECON. 5 (1983). למעשה, ריכוזיות השליטה לא רק יוצרת בעיה אפשרית של עסקאות עם בעלי שליטה אלא גם מונעת את היווצרותו של מנגנון שוק אפשרי שתאורטית היה בידו למנוע את הבעייתיות הכרוכה בהן.

יכולת האכיפה של גופים פרטיים, אשר אינה מצויה כיום בשימוש נרחב, על כנה. בהיעדר אכיפה פרטית אפקטיבית בישראל מציעה רשימה זו לקיים אכיפה ציבורית במישור הגילוי ובמישור המהות בהדרגה ומשרטטת קווים ראשוניים לדמותה. גם אם בסופו של דבר לא ייושם המודל בדין הישראלי, יש בעצם הדיון והשיח שהוא מעורר כדי לעורר חשש בקרב החברות שמא הוא יאומץ, ובכך לתמרץ אותן לעריכת עסקאות יעילות ומניעת עסקאות לא יעילות.¹⁶⁷

הצורך בחיזוק כוחם של בעלי מניות מיעוט במסגרת דיני תאגידים וניירות ערך עמד בבסיס תיקוני חקיקה חשובים, תיקון מס' 16 ו-17 לחוק החברות, שהתקבלו לאחרונה.¹⁶⁸ אולם ככל חקיקה, כוחה מוגבל ללא אכיפה אפקטיבית. האכיפה בישראל לוקה כיום בחסר, ולשם כך נעשו בשנים האחרונות ניסיונות העצמה שונים, דוגמת הקמת בית משפט כלכלי והסמכת הרשות לפעול באכיפה מנהלית.¹⁶⁹ במועד כתיבת שורות אלו עדיין לא ידוע אם יש בכוחם של תיקונים אלה כדי לשנות את המצב בישראל מן הקצה אל הקצה ולהובילה אל עבר אכיפה פרטית אפקטיבית. על כן דומה כי הדרך הנכונה ליישום המודל היא "מן הקל אל הכבד", קרי להתמקד תחילה ביישום של אכיפה ציבורית עקיפה, דוגמת מימון תביעות המצויה כיום בסמכות הרשות ובחירת תביעות, שהתערבותה בשיקול דעתם של התאגיד והמשקיעים פחותה, ובחלוף שנים מספר יהיה אפשר להעריך את המצב מחדש ולבחון אם יש צורך בהתערבות מסיבית יותר, דוגמת הגשת תביעות. אם תיקוני החקיקה הקיימים לא יובילו לשינוי ניכר בהגנה על המיעוט

167 זהו יישום חופשי של הרציונל של "איום חקיקה" המופיע אצל Halfteck, לעיל ה"ש 139. איום ההתערבות של הרשות עשוי לתמרץ חברות ציבוריות לבצע עסקאות יעילות מחשש שאם לא יעשו כן, הן יחשפו לאכיפה.

168 חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390; חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, ס"ח 1108.

169 על פי לשון החוק תוכל הרשות להפעיל את הסנקציות הנתונות בידה באופן שישפיע גם על עסקאות עם בעלי שליטה. אם הפרט המטעה שהוצג לציבור המשקיעים מתייחס לעסקה שבוצעה עם בעל השליטה, אזי הרשות מוסמכת להפעיל הליכים מנהליים נגד מי שפרסם אותו. כך תוכל הרשות להשפיע על אופן הדיווח והיקפו המפורסמים לציבור תוך הטלת סנקציות על מפרי חוק. אולם אפיק פעולה זה עקיף במובן זה שבאמצעות עקרון הגילוי תוכל הרשות להשפיע על מהלך עסקי החברה. אין ודאות כי יכולת השפעה עקיפה מעין זו עדיפה על מעורבות ישירה בעניין עסקאות עם בעלי שליטה. על כן אפשרות פעולה מנהלית היא אפשרות פעולה אחת מאלו הנכללות במודל המוצע, הכולל גם אפשרויות אכיפה נוספות, ועל הרגולטור לבחור את המתאימה ביותר לפי נסיבות ההפרה וחומרתה.

בישראל, יהיה צורך להסמיך את הרשות במפורש לבצע מגוון רחב של פעולות אכיפה, ובכלל זה גם להגיש תביעות אזרחיות במישור הגילוי והמהות.¹⁷⁰ הבחירה באמצעי אכיפה מסוים תיעשה לפי עקרונות הנורמה הנאכפת, השלכות רוחב של הפרת נורמה זו, חשיבותה הכללית בשוק ההון ונסיבות קונקרטיות. הרשות תוכל להפעיל שיקול דעת עצמאי לפי נסיבות העניין ולבחור באמצעי האכיפה המתאים ביותר מבין אלו העומדים לרשותה.¹⁷¹ באמצעות מימון ובחירה בתביעות תסייע הרשות באכיפה פרטית קיימת ותתמוך בה, ואילו בהגשת תביעות היא עצמה תזום תביעות. ככל שהנורמה הנאכפת עקרונית יותר, בעלת השלכות רוחב וחשיבות רבה, והפרת החוק חמורה יותר, כן גובר הצורך במעורבות ציבורית בדמות הגשת תביעות. שיקול הדעת של הרשות אינו בלתי מוגבל, והוא ירוסן באמצעות פרסום קריטריונים מנחים כיצד היא מתעתדת להפעילו וליישמו וכן באמצעות ביקורת שיפוטית חיצונית על החלטות האכיפה.

לפי המתווה הכללי המוצע ברשימה זו, המודל הישראלי מבוסס על המאפיינים האלה:

קיומם – או היעדרם – של מנגנוני אכיפה פרטית: מנגנוני אכיפה פרטית בישראל סובלים מכשלים וליקויים רבים. כמפורט לעיל בחלק ב.3, היקף האכיפה המתבצעת בפועל צר יחסית. מנגנון התובענה הייצוגית או הנגזרת, שהיה אמור להיות כלי חשוב בהגנה על ציבור המשקיעים בחברות ציבוריות, לא הוביל עד כה לתוצאות המצופות הימנו.¹⁷² לאחרונה נעשים מאמצים רבים לעודד תובעים פרטיים לפעילות אכיפה אקטיבית, אולם טרם ברור מה יעלה בגורלם.

170 במישור הפלילי רשימה זו אינה מבקשת לשנות מן הדין הנוהג אלא להותיר בידי הרשות את סמכויות החקירה בלבד ואת סמכויות ההעמדה לדין בידי רשויות התביעה. על כן אין צורך להרחיב בהקשר זה.

171 כיום הרשות יכולה לחייב את החברה לפרסם את עמדתה החולקת. לעתים הדבר מכריח את החברה לשנות מתכניתה המקורית, ולעתים היא ממשיכה בדרכה על אף עמדת הרשות. לעתים הרשות מודיעה לחברה על היעדר תוקף להחלטה, כאשר לא ברור מהו מקור הסמכות לעשות כן. רשימה זו מציעה להסדיר בחקיקה גם חלק מן הפעילויות שהרשות כבר מבצעת בפועל כיום, ללא הקניית סמכויות מפורשת. חוסר הבהירות האופף את השאלה אם הרשות מוסמכת לנקוט את מגוון פעולות האכיפה שהיא נוקטת כיום מפחית מן הלגיטימיות של פעילותה. כנגד הטענה שהמודל מקנה סמכויות נרחבות מדי לרשות ניירות ערך, אין כוונה להעניק לרשות סמכות הכרעה בסוגיות מהותיות אלא לאפשר לה לפנות לבית משפט שיכריע בנושא.

172 רימון ואמיר, לעיל ה"ש 74, בעמ' 9, ה"ש 12. סיבה אפשרית נוספת להיעדר תביעות היא חוסר הבהירות בנוגע לשכר הטרחה שישולם לעורך הדין עם קבלת התביעה הייצוגית או הנגזרת. סנונית חיובית בהקשר זה היא פסק דינו של בית המשפט העליון בסוגיית רייכרט שהתווה כללים ראשוניים בנושא ראו: ע"א 2046/10 עיזבון שמש נ' רייכרט (פורסם בנבו, 23.5.2012).

משקיעים מוסדיים: גופים מוסדיים אינם פעילים בישראל כפי שהיה אפשר לצפות מהם לאור פעילותם האקטיבית בשוק ההון האמריקאי. מחקר אמפירי שנעשה לאחרונה בישראל מצא כי כאשר גופים מוסדיים מצביעים בעסקאות תיעול, הם נוטים לתמוך בבעל השליטה.¹⁷³ ממצא זה אינו מעודד במיוחד ומעיד כי קשה לצפות מן המוסדיים לעמוד איתן אל מול בעל השליטה, והוא עולה בקנה אחד עם נתונים שהציגה הוועדה להגברת התחרותיות במשק, שלפיהם משקיעים מוסדיים שונים נכללים בקבוצות העסקיות הגדולות במשק.¹⁷⁴

מערכת המשפט: כדי להעלות את היקף האכיפה הפרטית הוקמה בדצמבר 2010 מחלקה כלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב, שצפויה לעודד את המשקיעים לנקוט פעולות אכיפה עצמאיות. במועד כתיבת רשימה זו טרם ניתן להעריך את היקף השינוי שיתחולל ממהלך זה. עם זאת כבר בשלב זה אפשר לראות בפסיקותיו נכונות להיכנס לעובי הקורה ולבחון מקרים לגופו של עניין, כולל במישור ההוגנות ככל שיש בכך צורך.¹⁷⁵ מגמה זו עולה בקנה אחד עם הצעת רשימה זו.

התפתחות שוק ההון: שוק ההון הישראלי מתאפיין בשליטה ריכוזית של מספר מצומצם של קבוצות עסקיות. ועדת הריכוזיות, שמסקנותיה עוגנו לאחרונה בהצעת חוק ממשלתית, עמדה על הבעייתיות הכרוכה בכך והציעה שיפורים מתאימים.¹⁷⁶ עם זאת יש לציין כי ביוני 2009 הכריזה חברת MSCI על שינוי הסיווג של ישראל מקטגוריית שוק מתפתח (Emerging Market) לזו של שוק מפותח (Developed Market). שינוי זה נכנס לתוקף בסוף מאי 2010.¹⁷⁷

שלב א

מימון תביעות/בחירת תביעות: באשר לתביעה פרטית קיימת בגין עסקה עם בעל השליטה, הרשות תהא רשאית להיעזר במנגנון של בחירת תביעות או מימון תביעות. היקף המעורבות של הרשות במנגנון הבחירה רחב מזה הכרוך במימון תביעות, ועל כן יש להשתמש בו במקרים שבהם השלכות הרוחב והאינטרס הציבורי גבוהים יותר. רשימה זו מציעה לקיים מנגנון של בחירת תביעות במישורי הגילוי והמהות, באופן שיתמוך באכיפה פרטית פוטנציאלית, וכך יתווסף פרקליט נלווה מטעם הרשות. מודל זה ממקסם את היתרונות שבבחירה ומאפשר לתובע הפרטי להישאר בתמונה ואינו דוחק

173 Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 152, בעמ' 15.

174 דוח הביניים של הוועדה להתחרותיות, לעיל ה"ש 72, בעמ' 84–85.

175 למשל, בעניין כהנא, לעיל ה"ש 13.

176 הצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב–2012, ה"ח 1084; להרחבה ראו הדס אהרוני ברק "בעקבות הצעת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות" תאגידים ט/3 17 (2012).

177 ראו "שדרוג ישראל לשוק מפותח" הבורסה לניירות ערך www.tase.co.il/TASE/TargetGroups/PublicCompanies/DevelopedMarket/MSCI_Israel_Upgrade.htm.

אותו אל מחוץ לתמונת האכיפה. מודלים דומים קיימים בהצלחה בהקשרים אחרים ברחבי העולם.¹⁷⁸ ההיתכנות של בחירת תביעה פרטית וליווי צמוד שלה על ידי הרשות עשויה לעודד תובעים פרטיים לתבוע בכוחות עצמם מלכתחילה, תוך ציפייה כי בעתיד תקבל תביעתם חיזוק ניכר בדמות סיוע מן הרשות. מכל מקום, ברור כי גם במסגרת המודל המוצע יהיו תביעות פרטיות שבהן מעורבות הרשות לא תידרש כלל, שכן גופים פרטיים אינם מבקשים מימון לכל תביעותיהם, וכן לא בכל תביעה תסבור הרשות כי יש הצדקה להתערבותה.

המודל רואה בחיוב את המגמה הקיימת של מימון תביעות ייצוגיות ונגזרות על ידי הרשות, אולם אין להסתפק באפיק זה בלבד. הרשות מממנת תביעות ייצוגיות זה שנים רבות, והדבר לא הוביל כשלעצמו לשינוי ניכר בהיקף האכיפה הכוללת. יש להתאזר בסבלנות ולבחון כיצד תשפיע סמכותה החדשה של הרשות לממן גם תביעות נגזרות, אולם ניסיון העבר בדבר תביעות ייצוגיות מעיד שאין הכרח כי היא אכן תוביל לתוצאה הרצויה – הגדלת היקף האכיפה וההרתעה בעניין עסקאות עם בעל השליטה.

מידע: אפקטיביות האכיפה הציבורית תלויה, במידה רבה, במידע המצוי בידי הרגולטור. כדי להעצים את אפקטיביות האכיפה הציבורית המוצעת, ובפרט במישור של הגשת תביעות, מומלץ להסדיר בחקיקה את הסוגיה של הבטחת תגמול כספי למוסר מידע אמין לרשות. הסדרה זו תעודד גופים פרטיים לשתף את הרשות במידע המצוי בידם באופן בלעדי, ולכן פעולות האכיפה שלה יהיו מיועדות יותר. מתן אפשרות של תמריץ כספי מעין זה אינו מחייב גופים פרטיים למסור את המידע לרשות, והם יכולים להסתייע בו ולתבוע בכוחות עצמם. עם זאת אם הם מבכרים שלא לתבוע בעצמם, אפשר להשתמש במידע המצוי בידיהם באמצעות מתן תמרוץ להעבירו לידי הרשות.

שלב ב

הגשת תביעות: אם תיקוני החקיקה הקיימים לא יובילו לשינוי ניכר בהגנה על המיעוט בישראל, יהיה אפשר להסמיק את הרשות להגיש תביעות ייצוגיות ונגזרות במישור הגילוי והמהות. בהיעדר אכיפה פרטית בשאלה אם עסקה מסוימת הוגנת או לא, נפגמת איכות ההגנה המוענקת למשקיעים, ועל כן במקרה זה מוצע לאפשר לרשות למלא את החסר הקיים. הואיל ונדרשת אכיפה נלווית לרגולציה לשם מקסום האפקטיביות שלה, מוצע להעניק לרשות הציבורית סמכות של הגשת תביעות. יש ללוות מתן סמכות מעין זו בבדיקה וניתוח עדכני של רמת ההרתעה הקיימת תוך שקילת העלויות והתועלות

178 למגנונים אפשריים של בחירת תביעות ראו Fisch, 1997, לעיל ה"ש 28; Stephenson, לעיל ה"ש 61.

העלויות והתועלות הכרוכות בה, הן מצד החברות הנסחרות והן מצד הרגולטור. הנורמה של הגנת המיעוט היא עקרונית וחשובה בשוק הון ריכוזי כישראל ותומכת באמצעי התערבות חזק יחסית. ככל שתמונת האכיפה תיוותר ללא תביעות פרטיות מספקות על אף ניסיונות שונים לעידוד אכיפה פרטית, יהיה אפשר להצדיק אכיפה ציבורית בדרך של הגשת תביעות על ידי הרשות בישראל. מכל מקום, יש לשים לב כי אף שיש מקרים שבהם גופים פרטיים תובעים בגין עסקאות עם בעל השליטה, ולעתים הם אף מצליחים בתביעתם (כפי שאירע לאחרונה בפרשת מכתשים אגן), מקרים אלו אינם עולים בהכרח לכדי מסה קריטית היוצרת הרתעה אופטימלית. כאשר גופים פרטיים אינם פעילים בגלל בעיה מרכזית בשוק ההון, הרשות הציבורית יכולה למלא את החסר ולמנוע את ביצוען של עסקאות לא יעילות באמצעות אכיפה פעילה.¹⁷⁹

הנמקה נוספת למתן סמכויות אכיפה לרשות נעוצה בכמות הצפה הנמוכה יחסית המוחזקת בידי הציבור, המשליכה על היקף הנזק שלו בגין תיעול. כיוון שבעלי שליטה בחברות ציבוריות בישראל מחזיקים בנתח גדול ממניות החברה, היקף המניות המוחזקות על ידי המיעוט מצומצם יחסית, ולכן פגיעה בהם לא תוביל לנזק רב מדי, והם אינם ששים לתבוע בגינו. עם זאת ייתכנו מקרים שבהם הנזק שנגרם למשקיעים אינו גדול דיו כדי לתבוע, אולם משיקולים מערכתיים של יצירת הרתעה הולמת מפני המעשה הלא חוקי נדרשת תביעה והכרעה שיפוטית בכל זאת. אכיפה ציבורית היא דרך אפשרית להשגת רמת הרתעה נאותה.

בהקשר זה ראוי לציין כי בנוסח המקורי של תזכיר חוק תובענות ייצוגיות נמנתה הרשות על הגדרת "גוף ציבורי" הרשאי לתבוע בעצמו, אולם בגרסאות מאוחרות יותר היא הוסרה מרשימת הגופים הציבוריים.¹⁸⁰ עמדתה העקרונית של הרשות היא שלא מתפקידה להגיש תביעות ייצוגיות, אך גם גורמים בכירים בה מכירים באפשרות שלא תהיה בררה והיא תידרש לעשות זאת.¹⁸¹ אמירה זו תואמת את רוח המתווה המוצע בחלק זה, שלפיו התערבות ישירה של הרשות בדמות הגשת תביעות היא מוצא אחרון לבעיה הקיימת כיום, ולא ראשון.

אכיפה מקבילה: כדי למזער את האפשרות שאכיפה ציבורית אקטיבית תפגע באכיפה פרטית פוטנציאלית ותמנע אותה בפועל, רצוי לאפשר לרשות להתערב בסוגיה מסוימת

179 ניתן לטעון כי הסיבה להיעדר תביעות בפועל היא שכל העסקאות תקינות והחברות נוקטות תמיד במהלכים מועילים עבור החברה בכללותה. אולם, הסבר זה מתעלם מקיומה של פרמיית שליטה גבוהה למדי בישראל, שקשה להסבירה אם נניח כי כל החברות נוהגות כשורה והמיעוט אינו נפגע כלל. בהיעדר אכיפה, עולה חשש לתקינות העסקאות שחברות ציבוריות עורכות עם בעלי השליטה בהן, וכן חשש מפני השלכות הרחב של ההפרה.

180 תזכיר חוק תובענות ייצוגיות, התשס"ה-2005.

181 "עו"ד שוני אלבק: על המשקיעים המוסדיים לקחת אחריות ולהגיש תובענות ייצוגיות" רשות ניירות ערך 6.1.2011 (הודעה לעיתונות) www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=8,175,4025

רק לאחר חלוף פרק זמן סביר שבו יוכלו תובעים פרטיים לפעול עצמאית. מזעור הפגיעה האפשרית באכיפה פרטית ייעשה גם באמצעות התמקדות הרשות בפעולה בנושאים מורכבים ומסובכים והותרת המלאכה בנושאים פשוטים יחסית לגופים פרטיים.

סיכום

רשימה זו מבקשת לעורר את הדיון התאורטי בשאלה של אכיפה ציבורית בעניין עסקאות עם בעלי שליטה ולבחון אם ההצדקה לאכיפה הקיימת כיום עומדת על כנה או שמא יש לערער אחריה. הדיון נחלק למישורי הגילוי והמהות תוך התאמת ההצדקה לנסיבות השונות הנדונות בכל אחד בהם. ההצדקה לאכיפה ציבורית במישור הגילוי רחבה מזו שבמישור המהות, שבו נדרשת זהירות רבה יותר במעורבות בענייניה הפנימיים של החברה, אולם גם בו היא נדרשת במקרה של דממה אכיפתית המובילה להרתעת חסר. להשלמת התמונה התאורטית מוצעים קווים כלליים ראשוניים ליישום ההצדקה לאכיפה ציבורית הלכה למעשה בישראל, תוך הסתייגות שלפיה נדרשת תקופת המתנה לבחינת השלכותיהם של חידושים חקיקתיים מן העת האחרונה.