



התביעה הנגזרת בישראל - סיכום ביניים ומבט לעתיד

מעין ויסמן, אסף חמדני וקובי קסטיאל

כרך כד(2), תשפ"ב

התביעה הנגזרת בישראל – סיכום ביניים ומבט לעתיד

מעין ויסמן, * אסף חמדני, ** קובי קסטיאל***

השימוש במוסד התביעה הנגזרת הולך וגובר בעשור האחרון. האם מוסד זה, במתכונתו הנוכחית, משרת את האינטרסים של המשקיעים בחברות ציבוריות? אנו בוחנים את השאלה הזו באמצעות מחקר אמפירי המקיף את כלל התביעות הנגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות בישראל בעשור האחרון. המחקר מגלה כי תביעות בגין ניגודי עניינים מסתיימות ברובן בפיצוי אשר משולם מכיסם של בעלי השליטה או נושאי המשרה הנתבעים, ובכך מגשימות את יעדי התביעה הנגזרת – פיצוי והרתעה. לעומת זאת, תביעות בגין הפרת חובת זהירות או מחדל בפקיח מסתיימות ברובן בקביעת פיצוי – במסגרת הסדר פשרה שמאושר בשלב מוקדם של התביעה – אשר משולם, כמעט באופן בלעדי, מקופתם של מבטחי האחריות. זאת, מבלי שבית המשפט קובע קביעות משמעותיות, עובדתיות או משפטיות, בקשר למקרה שבגיניו הוגשה התביעה הנגזרת, שבכוחן לייצר הרתעה. אנו עומדים על האופן שבו האינטרסים של השחקנים המעורבים בתביעה הנגזרת מובילים לשיווי המשקל המתואר. מצב דברים זה עלול לגרום תנודות בשוק הביטוח בדמות עליית פרמיות הביטוח וצמצום הכיסוי

* תלמידה לתואר ראשון, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.

** פרופסור מן המניין, הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן והפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב; עמית מחקר, European Corporate Governance Institute (ECGI).

*** מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב; עמית מחקר, המרכז לממשל תאגידי בבית הספר למשפטים של הרווארד.

אנו מודים לרונן אברהם, לרוברט אפשטיין, לאסף אקשטיין, ליעל ארידור בר-אילן, לעלי בוקשפן, ליראת דומנוביץ', לשרון חנס, לרוני טלמור, לעדי ליבזון, לעמיר ליכט, ליעל נבון, לרונן עדיני, לאריאל פורת, לאוריאל פרוקצ'יה, לגדעון פרחומובסקי, לעידו קוסובר, לאלון קלמנט, לאהוד קמר, לתמי קריכלי כץ, לגיל רון, לרות רונן, לאסף רוז, לעומר שלו, לסיגל שלימוף ולרועי שפירא על הערות ושיחות שתדמו למאמר; וכן למשתתפי הסדנה למשפט וכלכלה בפקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב ולמשתתפי ה"כנס לרגל עשור לבית המשפט הכלכלי" (המרכז הבינתחומי הרצליה – בית ספר הארי רדזינר למשפטים, אוניברסיטת תל אביב – הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, 24.1.2021) על הערות מועילות. נוסף על כך אנו מודים מקרב לב לשיר אביטל, למאיה אשכנזי, ליונתן בוקשפן, לתומר זליבנסקי, לגל לפיד, לשירה סופר ולנועה רוזנברג על עזרה מעולה במחקר.

הביטוחי, אשר אינם מיטיבים עם המשקיעים מהציבור. אנו טוענים, בניגוד לגישה הרווחת במשפט הישראלי, כי למשקיעים מהציבור, אשר מחזיקים תיק השקעות מבוזר, אין כל תועלת בפיצוי שמשולם מקופתה של חברת הביטוח ואשר אינו מלווה בקביעת ממצאים ביחס להתנהלותם של נושאי המשרה. לבסוף, אנו מציעים רפורמות אחדות שבכוון לחזק את תרומתו של מוסד התביעה הנגזרת להגנת המשקיעים מהציבור. רפורמות אלו חיוניות במיוחד לנוכח שתי מגמות מרכזיות בעשור האחרון: ביזור השליטה בחברות ציבוריות והעלייה בכוחם של המשקיעים המוסדיים.

מבוא

פרק א: המסגרת התיאורטית – אכיפה פרטית והתביעה הנגזרת בחברה ציבורית

1. יעדיה של האכיפה הפרטית התאגידית

(א) הרתעה, פיצוי וטובת החברה

(ב) טובת השוק

(ג) ביטוח אחריות

2. קשיים במנגנון התביעה הנגזרת בחברה ציבורית

(א) בעלות מבוזרת, גופים מוסדיים והעדר מנגנון רובני

(ב) האינטרסים של השחקנים

(1) בא כוח התובע

(2) נושאי המשרה הנתבעים

(3) החברה

(4) חברת הביטוח

(ג) תמריצי פשרה

(1) פשרות מטעמי חיסכון בעלויות

(2) פשרות על חשבון הביטוח

(3) בית המשפט

(ד) עלות ייצור ההרתעה

3. סיכום: אמות מידה להערכת תביעות נגזרות בחברות ציבוריות

פרק ב: התנאים להגשת תביעה נגזרת – מבט השוואתי

1. ישראל

2. דלוור

3. בריטניה

פרק ג: התביעה הנגזרת בישראל – בחינה אמפירית

1. בסיס הנתונים ותיאור המחקר

2. ממצאים

3. תובנות

פרק ד: עתיד התביעה הנגזרת בישראל

1. בתי המשפט
 - (א) סינון תביעות בגין הפרת חובת זהירות
 - (ב) פיצוי לחברה ואישור פשרות
 - (ג) שינוי מערך התמריצים של בא כוח התובע
2. גופים מוסדיים, מדיניות תגמול והסדרי Clawback
 - (א) Clawback
 - (ב) הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים
3. משטרים חלופיים
 - (א) אחריות חלקית וסנקציות לא ממוניות
 - (ב) ארגון מחדש: מאכיפה פרטית לאכיפה ציבורית

סיכום

מבוא

האם מוסד התביעה הנגזרת, במתכונת הקיימת בדין הישראלי, משרת את האינטרסים של ציבור המשקיעים בחברות ציבוריות? ברשימה זו אנו טוענים, בהתבסס על מחקר אמפירי שהקיף עשור של תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות בישראל, כי התשובה לשאלה זו מורכבת. תביעות העוסקות בניגודי עניינים של נושאי משרה או בעלי שליטה מסתיימות בתשלום של גורמים אלו לקופת החברה, ובכך תורמות הן לפיצוי החברה והן להרתעת קברניטיה. אולם תביעות נגזרות העוסקות בהפרת חובת הזהירות של נושאי משרה, לרבות תביעות שעניינן פיקוח על ציות החברה לחוק, מסתיימות לרוב בפיצוי מקופתה של חברת הביטוח בלבד, אשר הפרמיות המשולמות לה ממומנות (מראש) על ידי בעלי המניות. יתר על כן, תביעות אלו – גם בסכומים משמעותיים – נוטות להסתיים בפשרה בשלב מוקדם וללא קביעת ממצאים בנוגע להתנהלותם של נושאי המשרה או פיתוח הדין לשם הבהרת הציפיות מהם. לפיכך, בניגוד לגישה הרווחת בישראל, אנו טוענים כי תביעה נגזרת שתוצאתה הבלעדית היא פיצוי המשולם לחברה על ידי מבטחי האחריות של נושאי המשרה אינה משרתת את טובתם של המשקיעים, שכן היא מעלה חשש לייקור פרמיות הביטוח (על חשבון המשקיעים) ללא תרומה להרתעה או לפיתוח הדין. אנו מציעים כמה רפורמות שיש בהן כדי לחזק את תרומתה של התביעה הנגזרת להגנת המשקיעים. רפורמות אלו חיוניות במיוחד לנוכח המגמה של ביזור השליטה בחברות ציבוריות ועליית כוחם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל.

הקמת המחלקה הכלכלית הובילה לפיתוח מואץ של הדין התאגידי בשלל תחומים, כגון כלל שיקול הדעת העסקי, עסקאות עם בעלי שליטה, רכישת חברות וחובות דיווח. במקביל חלה גם עלייה דרמטית באכיפה הפרטית של דיני התאגידיים בישראל. ברשימה זו נתמקד במרכיב אחד של האכיפה הפרטית: תביעות נגזרות. ננסה להעריך,

בפרספקטיבה של עשר שנים, אם המשטר בישראל ביחס לתביעות נגזרות בחברות ציבוריות עולה בקנה אחד עם תכליתו של מוסד זה, שהיא להגן על האינטרסים של ציבור המשקיעים.

המענה שלנו לשאלה זו משלב ניתוח תיאורטי וניתוח אמפירי. ניתוחים אלה ייעשו בכמה שלבים, שכל אחד מהם עומד בפני עצמו ומניב תרומה עצמאית לדיון בנושא תביעות נגזרות בחברות ציבוריות בעולם בכלל ובישראל בפרט.

במישור התיאורטי, פרק א מנתח את היעדים של מוסד התביעה הנגזרת בחברות ציבוריות ואת הקשיים בהשגתם. למיטב ידיעתנו, מדובר במאמר הראשון בישראל שבו נעשה ניתוח מקיף של יעדי התביעה הנגזרת ושל הכשלים הקיימים בה בפרספקטיבה של חברה ציבורית.

בדומה לתביעה הייצוגית, התביעה הנגזרת היא מנגנון קולקטיבי לאכיפה אזרחית המתאפיין בפער בין האינטרסים של עורכי הדין יוזמי התביעה לבין הציבור שהם מבקשים לייצג. אולם לתביעה הנגזרת בחברה ציבורית יש מאפיינים ייחודיים, אשר באים לידי ביטוי במיוחד ביחס לאכיפת חובות זהירות של נושאי משרה. ראשית, משקיעים בחברה מעוניינים למנוע הרתעת יתר של נושאי משרה, ולכן הם מממנים רכישת ביטוח אחריות עבורם, המהווה את המקור המרכזי לתשלום הפיצוי בתביעות נגזרות העוסקות בהפרה של חובת הזהירות. שנית, המשקיעים (גם דרך חברת הביטוח) הם שנושאים בעלויות של ייצוג החברה בהליכים וההגנה המשפטית על נושאי המשרה בתביעה נגזרת. שלישית, המשקיעים הם שניזוקים אם ניהול התביעה מנוגד לאינטרס של החברה.

מניתוח זה נובע שהתביעה הנגזרת מתאפיינת במתח מובנה בין שיקולי פיצוי לשיקולי הרתעה, הבא לידי ביטוי בעיקר בתביעות הממוקדות בהפרת חובת הזהירות. בתביעות אלו לציבור המשקיעים אין אינטרס בפיצוי החברה כדיעבד אם הטלת חבות על נושאי המשרה תגרום להרתעת יתר, מראש, של נושאי המשרה. לכאורה, הפתרון לקושי זה הוא תשלום פיצוי מקופתה של החברה המבטחת את אחריותם של נושאי המשרה. אולם אנו טוענים כי מדובר במקסם שווא: המשקיעים מהציבור, שיש להם תיק השקעות מגוון, הם שנושאים בעלות הביטוח שהחברה רוכשת עבור נושאי המשרה. לפיכך, ובניגוד לגישה הרווחת בישראל, אין למשקיעים תועלת בפיצוי מקופתה של חברת הביטוח.¹

ניתוח זה מקבל משנה תוקף לנוכח העלייה הניכרת בכוחם של הגופים המוסדיים בישראל. בהיבט ההרתעה, ככל שהגופים המוסדיים אקטיביים ומשפיעים יותר על התנהלות החברה, הצורך בשימוש בכלים משפטיים כדי לתמרץ נושאי משרה לפעול

1 החריג היחיד הוא במקרה שבו מתקיימת הרתעה אף שהפיצוי משולם על ידי הביטוח. ראו Ehud Kamar, *Shareholder Litigation Under Indeterminate Corporate Law*, 66 U. CHI. L. REV. 887 (1999). אולם לשם כך יש צורך באמירות משמעותיות של בתי המשפט, כולל בהחלטות המאשרות את הסדרי הפשרה, שיהיה בהן כדי "לחנך" את נושאי המשרה או לשלוח מסר בנוגע לאופן ההתנהלות המצופה מהם.

לטובת החברה פוחת, בוודאי כאשר מדובר בהפרות של חובת הזהירות המכוסות על ידי הביטוח.² בהיבט הפיצוי, משקיעים מוסדיים שהשקעותיהם מבוזרות יעניקו משקל נמוך עוד יותר לפיצוי שמגיע מחברת הביטוח. משקיעים בעלי תיק השקעות מגוון אינם זקוקים לביטוח מפני כשלים ניהוליים, בוודאי לא כאשר הם המממנים את תשלומי הפרמיות בכל חברות הפורטפוליו שלהם.

פרק א בוחן גם את הקשיים במימוש יעדי התביעה הנגזרת הנובעים מהתמריצים של הגורמים המעורבים בשלב הגשת התביעה – בא כוח התובע, הנתבעים, חברת הביטוח והחברה עצמה.³ בתמצית, הקושי המרכזי הוא שלצדדים יש תמריץ מובנה להגיע לפשרות מוקדם ככל האפשר, על חשבון חברת הביטוח, ומבלי שתהיה לאותן פשרות תרומה להרתעתם של נושאי משרה.

לפי הגישה כיום, שכר הטרחה של בא כוח התובע נקבע כפונקציה של גובה הפיצוי לחברה. אולם מניתוחנו עולה כי מנגנון תגמול זה מתעלם מהקונפליקט המובנה שבין שיקולי הפיצוי לשיקולי ההרתעה כיעדים אפשריים של התביעה הנגזרת. האינטרס של בא כוח התובע הוא לְמַרְב (למקסם) את הפיצוי לחברה, גם כאשר פיצוי כזה אינו משרת את טובת המשקיעים. לכן בא כוח התובע יעדיף להגיש תביעה על הפרת חובת זהירות וכך לְמַרְב את הסכום שחברת הביטוח (שהיא "כיס עמוק") תשלם במסגרת פשרה, וזאת גם כאשר נושאי המשרה הפרו את חובת האמונים ולבעלי המניות יש אינטרס לגבות פיצוי מכיסם של נושאי המשרה עצמם.⁴ כאשר לנושאי המשרה הנתבעים, כל עוד הם מכוסים על ידי הביטוח יש להם תמריץ להגיע לפשרות מהירות, ובכך להימנע מהליך שיפוטי ממושך ומהסכנה של קביעות שיפוטיות שיפגעו במוניטין שלהם.

לכאורה, מכיוון שחברת הביטוח היא שנדרשת לשלם את סכום הפיצוי, ניתן לסמוך עליה שתתנגד לפשרות לא מוצדקות. אולם, בעוד החברה (בעלי המניות) היא שמממנת את תשלומי הפרמיה, נושאי המשרה הם שמחליטים ממי לרכוש ביטוח אחריות. בעיית נציג זו, העומדת ביסודו של שוק ביטוח האחריות לנושאי משרה, משפיעה גם על התנהלותן של חברות הביטוח. כל עוד בעלי המניות ממשיכים לממן את הפרמיות, חברת הביטוח לא תמהר להותיר נושאי משרה ללא כיסוי ביטוחי. יתר על כן, יכולתה של חברת הביטוח להעריך את הסיכון המשפטי ולהתנגד לפשרות מותנית בקיומם של ודאות יחסית בנוגע לדין ושל מנגנון שיפוטי אפקטיבי לסילוק מהיר של תביעות חסרות בסיס. בהעדר אמות מידה ברורות לאחריות דירקטורים, לא נותר לחברות הביטוח אלא להסתמך על סטטיסטיקת תשלום בפשרות קודמות, ונוצר מעין "מעגל שוטה"; ובהעדר מנגנון שיפוטי אפקטיבי לסילוק תביעות חסרות בסיס, גם חברת הביטוח – שנדרשת

2 ראו זוהר גושן "בית משפט כלכלי וקו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל" **משפטים** מז 541 (2018) (להלן: גושן "קו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל"). כן ראו להלן חלק א2(א).

3 ראו להלן חלק א2(ב).

4 לכאורה קיומו של פטור מחבות בגין הפרת חובת זהירות יוצר לתובע תמריץ שלילי להגשת תביעה בגין הפרת חובת זהירות, אולם בדין הישראלי מתעוררים קשיים גם בנוגע לאפקטיביות של ההגנה שפטור זה מעניק. ראו אסף חמדני ושרון חנס "פטור מחבות בגין הפרת חובת זהירות" בכרך זה.

לממן את הוצאות ההגנה של נושאי המשרה הנתבעים – תעדיף פשרה מהירה על ניהול יקר של הליך ממושך.

בסיומו של פרק א, ולצורך המחקר האמפירי, נציע אמות מידה להערכת תרומתה של התביעה הנגזרת להגנת ציבור המשקיעים. ראשית, תביעה נגזרת צפויה להיות בעלת ערך גבוה יותר כאשר היא מוגשת בגין פעולה בניגוד עניינים של נושאי המשרה או בעלי השליטה. במקרים כאלה יש למשקיעים אינטרס בהרתעה.⁵ יתר על כן, מכיוון שהכיסוי הביטוחי אינו אמור לחול במקרים אלו, לציבור המשקיעים יש גם אינטרס בפיצוי. שנית, ככלל, תביעה נגזרת שבה מלוא הפיצוי משולם על ידי חברת הביטוח אינה תורמת למשקיעים, וזאת לעומת מקרה שבו נכנס לחברה כסף "חדש" (כאשר מדובר בהחזרת כספים על ידי בעל שליטה, למשל). תשלום מקופתה של חברת הביטוח אינו יוצר הרתעה לנושאי המשרה, ולמשקיעים אין אינטרס אמיתי בפיצוי שהם מממנים דרך פרמיות הביטוח. שלישית, גם כאשר הפיצוי משולם במלואו על ידי חברת הביטוח, תביעה נגזרת יכולה לייצר ערך הרתעתי אם בית המשפט קובע ממצאים שעשויים לפגוע במוניטין של נושא המשרה הנתבע או לכל הפחות מבהיר את נורמות ההתנהגות המצופות מנושאי משרה במקרים דומים. תביעות שהתוצר היחיד שלהן הוא תשלום מקופתה של חברת הביטוח, ואשר אינן כוללות אמירות משמעותיות באשר להתנהלותם של הנתבעים, אינן עולות בקנה אחד עם האינטרסים של ציבור המשקיעים בפיצוי או בהרתעה.⁶

פרק ב של הרשימה יציג סקירה השוואתית במטרה לבחון כיצד הדין במדינות שונות פועל להבטיח כי מנגנון התביעה הנגזרת משיג את מטרתו. אנו משווים את הכללים המסדיים את התביעה הנגזרת בחברות ציבוריות בישראל לאלה שמקובלים בשתי מדינות אחרות עם שוקי הון מפותחים: דלוור ובריטניה. בתמצית, נראה כי הדין בישראל מקל יחסית על תובעים נגזרים בהשוואה לשיטות משפט אחרות. בתי המשפט בדלוור מפעילים מנגנון קפדני (ובמקרים מסוימים קפדני מדי) לסיון תביעות נגזרות. למעשה, תביעה נגזרת תתאפשר בדלוור רק במקרים מסוימים של עסקאות בניגוד עניינים או במקרי קיצון שבהם הדירקטוריון כשל בפיקוח על הציות של הנהלת החברה לחוק.⁷ בבריטניה תביעות נגזרות בחברות ציבוריות הן אירוע נדיר, בין היתר מכיוון שבתי

5 תכליתה של רשימה זו היא להציע אמות מידה להערכת האפקטיביות של מוסד התביעה הנגזרת, אך מבלי להידרש לבחינה ביקורתית של הדין המהותי. לצורך הניתוח אנו מסתפקים בכך שהתביעה הנגזרת יוצרת הרתעה. למעט בסוגיה המוסכמת של הצורך למתן את ההרתעה במקרים של כשל ניהולי, איננו דנים בשאלה אם ההרתעה במקרה מסוים היא הרתעת יתר, הרתעת חסר או הרתעה ראויה.

6 כמובן, תביעות שבהן ניכר כי הצדדים הובילו לפשרה רק כדי לחסוך את עלות ההתדיינות המשפטית מנוגדות לאינטרסים של המשקיעים.

7 גם בתחום זה מסתמנת הרחבה יחסית רק בשנים האחרונות. ראו Roy Shapira, *A New Caremark* Era: Causes and Consequences, 98 WASH. U. L. REV. 1857 (2021) (להלן: *Caremark Era*).

המשפט אינם מאשרים כמעט תביעות כאלה, ומאחר שהמשטר המשפטי אינו מספק לתובעים ולעורכי דין תמריצים כלכליים להגשתן.

פרק ג של הרשימה מתמקד בניתוח אמפירי. בהתאם לאמות המידה שהצענו בפרק א, שמנו לנו למטרה להבין אם תביעות נגזרות מקדמות יעדי הרתעה או פיצוי ובכך משרתות את האינטרסים של המשקיעים בחברות הציבוריות בישראל. לצורך כך בנינו מסד נתונים ייחודי שמכיל כ-70 תביעות נגזרות ויותר מ-40 בקשות לגילוי מסמכים במסגרת הליכים של תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות. מסד הנתונים כולל, בין היתר, מידע על עילות התביעות, על תוצאות ההליכים והשלב שבו התיקים נסגרים, על הסיבות לדחיית בקשות להגשת תביעה נגזרת (במקרה שנדחו), על התגמול שניתן לתובעים הנגזרים ולעורכי דינם, על הפיצוי לבעלי המניות ועל החלק המכוסה על ידי הביטוח. כמו כן בחנו מגמות עדכניות בתביעות נגזרות באמצעות תביעות לגילוי מסמכים.

התמונה המתקבלת היא מורכבת. בצד החיובי, נתח משמעותי של התביעות הנגזרות הנוגעות בניגודי עניינים של בעלי שליטה או של נושאי משרה מסתיימות בתשלום – ולו חלקי – מכיסם של הנתבעים, ולא רק מכספי הביטוח. תביעות אלו תורמות להרתעה ומקדמות את האינטרס של המשקיעים בפיצוי. מעניין שבקשות מסוג זה נמצאות במגמת ירידה בשנים האחרונות. הדבר עשוי להעיד כי בעלי שליטה ונושאי משרה החלו להפנים לאורך תקופת המדגם נורמות התנהלות ראויות שהתוו בתי המשפט. אם אכן כך, זוהי התפתחות מבורכת בהחלט.

עם זאת, הנתונים מצביעים על עלייה במספר התביעות בגין הפרת חובות זהירות ומחדל בפיקוח של נושאי משרה (המהוות כמחצית מן התביעות במדגם);⁸ על עלייה הדרגתית בבקשות לגילוי מסמכים בתביעות הנוגעות בהפרת חובות זהירות, אשר אושרו במספר לא זניח של מקרים; ועל עלייה בתביעות מסוג זה נגד חברות גדולות בבעלות מבוזרת. כאמור, מלכתחילה התועלת לבעלי מניות מתביעות אלו מוטלת בספק, לנוכח קיומם של מנגנוני שוק חלופיים שיכולים למתן את בעיית הנציג בעלויות נמוכות יותר. אף על פי כן אנו בוחנים אם תביעות אלו תורמות להרתעה או לפיצוי. הממצאים שלנו מעלים כי ברוב המכריע של המקרים הפיצוי לחברה בתיקים אלו מגיע מקופתה של חברת הביטוח. יתר על כן, פשרות בתיקים אלו – גם בסכומים משמעותיים – מאושרות ללא קביעות שיפוטיות בנוגע להתנהלותם של נושאי המשרה וללא פיתוח הדין.⁹ ממצא

8 לצורך המדגם, הקטגוריה של חובת זהירות כוללת גם תביעות בגין כשל בפיקוח על ציות התאגיד לחוק. הסיבה לכך היא שתביעות אלו מוגשות כתביעות על הפרת חובת זהירות, כפי שעולה גם מן העובדה שהפשרות בהן ממומנות על ידי חברות הביטוח. לדיון מקיף באחריות הדירקטורים למחדל בפיקוח וחובת ההשגחה בדין הישראלי ראו רועי שפירא "מחדל בפיקוח וחובת ההשגחה" בכרך זה (להלן: שפירא "חובת ההשגחה").

9 לדוגמה, בשנת 2019 הגיע בנק המזרחי להסכם אישום מותנה עם הרשויות האמריקניות, שבמסגרתו שילם 195 מיליון דולר כדי לסיים חקירה בחשד לסיוע של עובדי קבוצת הבנק להונאה של רשויות המס האמריקניות. בעקבות זאת הוגשה תביעה נגזרת בשם הבנק בגין אחריותם של נושאי המשרה בפרשה. הבנק הקים ועדה בלתי תלויה, שהמליצה לא לנקוט הליכים משפטיים נגד נושאי המשרה,

זה מעלה חשש לפגיעה בציבור המשקיעים בדמות ייקור פרמיות הביטוח ללא תרומה משמעותית להרתעה.¹⁰

לבסוף, במישור הנורמטיבי, פרק ד יציע פתרונות אפשריים אחדים ליצירת משטר אכיפה יעיל יותר לאחריות נושאי משרה בחברות ציבוריות. ראשית, נבחן הצעות אפשריות לשיפור המשטר הקיים בישראל, כגון שיפור סינון התביעות, פיקוח על פשרות, ושינוי מבנה הגמול ושכר הטרחה כך שייקבעו בהתאם לתרומתו של בא כוח התובע לאינטרסים של ציבור המשקיעים. שנית, נבחן חלופות המבוססות על חשיבה מחודשת על מנגנון התביעה הנגזרת ככלי לאכיפת חובות זהירות. התביעה הנגזרת היא מנגנון יקר מאוד לאכיפת חובות זהירות. כדי להשיג את היעד של הרתעת נושאי משרה (למשל, באמצעות חשיפת עובדות שייצביעו על כשל בהתנהלותם), מופעל "תותח כבד" שכולל תביעות בסכומי עתק וכיסוי ביטוחי מלא לנושאי המשרה, שמגולגל בסופו של דבר על בעלי המניות. העדרו של מנגנון רובני של בעלי המניות לאישור הגשת התביעה מעצים את החשש משימוש בתביעה הנגזרת גם במקרים שבהם היא אינה משרתת את טובתם של רוב בעלי המניות. קשיים אלו מעוררים את השאלה אם יש הצדקה למצב החריג בישראל של שימוש רווח בתביעה הנגזרת ככלי לאכיפת חובות הזהירות, ואם אין מנגנונים זולים ואפקטיביים יותר להרתעת נושאי משרה. בין היתר נציע שימוש נרחב יותר בתגמול ככלי ליצירת תמריצים, שימוש בסעדים לא ממוניים, דוגמת פסילת דירקטורים, ושינוי החלוקה הקיימת בין אכיפה פרטית לאכיפה ציבורית.

אלא להגיע להסדר עם חברות הביטוח, שלפיו אלה ישלמו לבנק, בשם נושאי המשרה, סכום של 23 מיליון דולר. הסדר הפשרה טרם אושר על ידי בית המשפט, אך הוא ממחיש היטב את הבעייתיות שבפשרות מסוג זה: ראשית, התשלום מכוסה במלואו על ידי הביטוח, וצפוי להיות מגולגל בחזרה על בעלי המניות באמצעות ייקור פרמיות הביטוח הן של הבנק והן של חברות ציבוריות אחרות; ושנית, לפשרה אין ערך הרתעתי – נושאי המשרה אינם נדרשים לשאת בתשלום כלשהו מכיסם, התביעה מבוססת על מידע שכבר היה ידוע לשוק, והיא מסתיימת בפשרה בשלב מוקדם, לפני דיון מעמיק שבו נחשף לציבור מידע חדש על התנהלותם של נושאי המשרה. ראו אפרת נוימן ועידו באום "סיכוי קלוש לתביעה נגדנו? אז נתפשר על 80 מיליון שקל" *TheMarker* 14.11.2020 www.themarker.com/law/premium-1.9308701. לביקורת דומה על העדר הנחיות ברורות מטעם בתי המשפט בדלוור בנוגע לכללים שחלים על דירקטורים באשר לחובת הפיקוח המוטלת עליהם, ראו John Armour, Jeffrey Gordon & Geeyoung Min, *Taking Compliance Seriously*, 37 *YALE J. ON REG.* 1, 45–47 (2020).

10 כן עולה מן הנתונים כי שיעור לא מבוטל של תביעות נגזרות – בעיקר אלה העוסקות בהפרת חובת הזהירות – מסתיימות בפשרות שכוללות פיצוי נמוך יחסית לחברה, שמשולם מקופתה של חברת הביטוח. ממצא זה מלמד על קושי בסינון תביעות לא מוצדקות ועל הגשת תביעות למטרות פשרה. ראו Alon Klement, *Threats to Sue and Cost Divisibility Under Asymmetric Information*, 23 *INT'L. REV. L. & ECON.* 261 (2003).

פרק א: המסגרת התיאורטית – אכיפה פרטית והתביעה הנגזרת בחברה ציבורית

בפרק זה נדון ביעדי האכיפה הפרטית ביחס לחברות ציבוריות ובקשיים של מנגנון התביעה הנגזרת בהשגתם של יעדים אלו. ראשית, נדון בתפקידה של האכיפה הפרטית בקידום הרתעה של נושאי משרה ובפיצוי משקיעים, וזאת על רקע השימוש הנרחב בביטוח אחריות, הממומן על ידי בעלי המניות. לאחר מכן נבחן את מערך האינטרסים המקשה על התביעה הנגזרת בחברה ציבורית להשיג את יעדיה של האכיפה הפרטית. בפרט נדון בפערי האינטרסים בין התובע הנגזר לבין בעלי המניות מן הציבור, שבשםם מוגשת התביעה הנגזרת, ובאופן שבו חברות הביטוח משפיעות על יכולתן של התביעות הנגזרות לשרת את טובת המשקיעים.

1. יעדיה של האכיפה הפרטית התאגידית

מקובל להצדיק את התביעה הנגזרת כמנגנון שנועד לפתור שני היבטים של בעיית הנציג: ראשית, בעיית הנציג בניהול החברה, דהיינו, הצורך בפיקוח על בעלי השליטה ונושאי המשרה; שנית, בעיית הנציג באכיפה, דהיינו, החשש שנושאי משרה המצויים בניגוד עניינים לא יממשו את זכויות התביעה של התאגיד.¹¹ אולם הניתוח המלא מורכב יותר. התביעה הנגזרת היא כלי לאכיפה פרטית של דיני התאגידים, שיש להם יעדים מובחנים העשויים לעמוד בסתירה זה לזה.

(א) הרתעה, פיצוי וטובת החברה

ככלל, לאכיפה אזרחית יש שני יעדים אפשריים: הרתעה ופיצוי.¹² במקרה הרגיל יש חפיפה בין יעדים אלו, מכיוון שמתן פיצוי מלא לניזוק יניב גם הרתעה מיטבית,¹³ אך יש מקרים שבהם קיים מתח בין שני היעדים.¹⁴ התחום התאגיד, במיוחד בתביעות בגין הפרת חובת הזהירות, הוא דוגמה למקרה כזה.

11 יוסף גרוס **חוק החברות** כרך א 381 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016); ע"א 6913/18 **שקדי נ' הרודיום השקעות בע"מ**, פס' 20 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם באר"ש, 4.8.2020) (להלן: **עניין אינטרקולוני**); ע"א 4857/16 **מנשה נ' יוויזין אייר בע"מ**, פס' 27 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 24.4.2018) (להלן: **עניין יוויזין**); רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן**, פס' 15 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם באר"ש, 26.4.2015).

12 TOM BAKER & SEAN J. GRIFFITH, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: HOW LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION 5 (2010).

13 Keith N. Hylton, *The Influence of Litigation Costs on Deterrence Under Strict Liability* 13 (1990) and *Under Negligence*, 10 INT'L REV. L. & ECON. 161 (1990); אריאל פורת **נוזקין** כרך א 25–26 (2013).

14 ראו, למשל, Albert Choi & Chris William Sanchirico, *Should Plaintiffs Win What*

הרתעה – הטלת אחריות אישית על מי שסטה מנורמות ההתנהגות המצופות מנושא משרה תיצור הרתעה, שתשפר את תמריצי הנתבעים הפוטנציאליים לפעול כראוי. לכאורה ניתן להגשים יעד זה באמצעות הגשת תביעות נגד נושאי משרה ובעלי שליטה, אשר יידרשו לפצות את החברה, בדיעבד, על הפרת חובותיהם כלפיה. החשש מאחריות אישית ירתיע אותם, מראש, מהתנהגות כזו.¹⁵ אולם בחברות ציבוריות יש מתח בין יעד הפיצוי ליעד ההרתעה, הבא לידי ביטוי בעיקר בתביעות נגד נושאי משרה בשל הפרת חובת הזהירות.

הנחת היסוד של דיני התאגידים היא שבעלי המניות מעדיפים לא להטיל חבות על נושאי משרה רק בגין הפרה של חובת הזהירות, דהיינו, כאשר נושאי המשרה מקבלים החלטות שגויות לא בגלל ניגוד עניינים או על מנת לקדם אינטרסים אישיים שלהם. העדפה זו של בעלי המניות נובעת מהצורך בגיוס נושאי משרה איכותיים ובעידודם ליטול סיכונים, ומקיומם של מנגנוני שוק יעילים יותר לפיקוח על נושאי משרה.¹⁶ הדין המהותי מבטא העדפה זו באמצעות מגוון דוקטרינות שתכליתן להגן על נושאי משרה מחבות כספית בגין הפרת חובת זהירות, כגון כלל שיקול הדעת העסקי, פטור מחבות בגין הפרת חובת הזהירות וההיתר לרכוש ביטוח אחריות.¹⁷ עם זאת, ההצדקות להימנעות מהטלת אחריות אינן חלות במקרים שבהם נושאי משרה (או בעלי

Defendants Lose? Litigation Stakes, Litigation Effort, and the Benefits of Decoupling, 33 J. LEGAL STUD. 323 (2004); Marcel Kahan & Bruce Tuckman, *Special Levies on Punitive Damages: Decoupling, Agency Problems, and Litigation Expenditures*, 15 INT'L REV. L. & ECON. 175, 175–176 (1995).

15 אוריאל פרוקצ'יה "תאגידים" **הגישה הכלכלית למשפט** 751, 812 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012): "הגישה הכלכלית מלמדת כי עצם המחשבה שההליך נועד לפצות את בעלי המניות שגויה ביסודה. תכלית ההליך היא להבטיח כי הנתבעים ייזהרו במעשיהם..." להרחבה על כך שמנגנון התביעה הנגזרת נועד להכווין התנהגות של נושאי משרה ובעלי שליטה, כך שישתרו את טובתם של בעלי המניות בחברה הספציפית ובחברות אחרות, ראו BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 1–3; 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, 10–11 (1991); Arad Reisberg, *Shareholders' Remedies: The Choice of Objectives and the Social Meaning of Derivative Actions*, 6 EUR. BUS. ORG. L. REV. 227, 249–252 (2005).

16 ראו גושן "קו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל", לעיל ה"ש 2, בעמ' 556–559.

17 על הרציונלים שבבסיסו של כלל שיקול הדעת העסקי ועל התנאים להחלתו ראו רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבל החלטה" **מיודעת' משפטים** מז 583, 594–596 (2018); עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475 (2016); יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס** 23 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015); שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).

שליטה) פועלים בניגוד עניינים ומעדיפים את טובתם האישית על חשבון טובת החברה.¹⁸

נוסף על כך, במקרים רבים קיים פער בין גובה הנזק שנגרם לחברה לבין הסכומים הנדרשים כדי להרתיע את נושאי המשרה, וזאת מכיוון שהנזק לחברה כתוצאה מהפרת החובה אינו שקול לתועלת שהפיקו נושאי המשרה מההפרה. לדוגמה, הניחו כי דירקטורים לא פיקחו כראוי על ההנהלה, אשר ביצעה עברות שהובילו להטלת קנס של עשרות מיליוני ש"ח על החברה. במקרה זה יש פער משמעותי בין הנזק שגרמו הדירקטורים לבין גובה הסנקציה הנדרשת כדי לגרום לכך שהם ישפרו את התנהגותם. במילים אחרות, בתחום התאגידי, במיוחד במקרים של הפרת חובת הזהירות, די בפיצוי שאינו מכסה את מלוא הנזק לשם יצירת הרתעה, ולכן חיוב נושאי המשרה בפיצוי בגין מלוא הנזק עלול לגרום להרתעת יתר.¹⁹

פיצוי – לכאורה, למשקיעים מהציבור יש אינטרס בפיצוי החברה בגין נזקים שנגרמו לה. אולם אינטרס זה כפוף לשני סייגים. ראשית, למשקיעים אין אינטרס בתשלום פיצוי על ידי נושאי המשרה שיוביל להרתעת יתר. כאמור, זו אחת ההצדקות המרכזיות לכלל שיקול הדעת העסקי או לאימוץ פטור מחבות בגין הפרת חובת הזהירות. שנית, וכפי שנפרט בהמשך, לציבור המשקיעים אין אינטרס בפיצוי שהם עצמם מממנים אותו (בעקיפין) באמצעות ביטוח אחריות לנושאי משרה.²⁰ האינטרס של המשקיעים בפיצוי מתקיים רק במקרה של תרומת "כסף חדש" לחברה, כגון בתביעה נגד בעל שליטה לביטול עסקאות חריגות שלא אושרו כדין.²¹

לסיכום, הדין התאגידי המהותי מושתת על הבחנה בין חובת הזהירות לחובת האמונים. הבחנה זו משליכה גם על יעדי האכיפה הפרטית. במקרים של ניגוד עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה, לציבור המשקיעים יש אינטרס מובהק בהרתעה, ולעיתים גם בפיצוי על נזקים שנגרמו לחברה. במקרים של כשל ניהולי, יעדי האכיפה הפרטית מורכבים יותר: לבעלי המניות יש אינטרס מוגבל בהרתעה, בשל החשש

18 Reinier Kraakman, Hyun Park & Steven Shavell, *When Are Shareholder Suits in Shareholder Interests?*, 82 GEO. L.J. 1733, 1755 (1994).

19 Holger Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?*, 8 J. LEGAL ANALYSIS 337, 344–345 (2016); Gerhard Wagner, *Officers' and Directors' Liability Under German Law—A Potemkin Village*, 16 THEORETICAL INQ. L. 69, 94–106 (2015); María Gutiérrez, *An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties*, 34 RAND J. ECON. 516, 523, 531 (2003).

20 Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1741.

21 תנ"ג (כלכלית ת"א) 32690-10-11 **גוטליב נ' איילון אחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, 3.9.2012). בעלי השליטה בקבוצה השיבו לחברה 22.5 מיליון ש"ח במסגרת הסכם פשרה בתביעה נגזרת שהוגשה בטענה שמשכורות גבוהות ששולמו לנושאי משרה בכירים לא אושרו כדין. חברות הביטוח סירבו להכיר בכיסוי ביטוחי בתביעה הנגזרת. יצחק דנון "בעל השליטה באיילון אחזקות: חברות ביטוח מארה"ב התנערו מאיתנו" **כלכליסט** 10.12.2012 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3590078,00.html.

מהרתעת יתר; יש להם אינטרס בפיצוי רק אם הוא אינו מוביל להרתעת יתר של נושאי משרה; ואין להם אינטרס בפיצוי המשולם רק על ידי חברת הביטוח של נושאי המשרה.²²

טובת החברה בניהול התביעה – לצד פיצוי והרתעה, נקודת המבט של המשקיעים מצריכה התייחסות גם להשפעה הצפויה של ניהול הליך משפטי על החברה. ניהול תביעה על ידי החברה כרוך בהוצאות ישירות ובהוצאות עקיפות, כגון שכר טרחה לעורכי דין והקדשת זמן ומשאבים על ידי מוסדות החברה לצורך ניהול התביעה. נוסף על כך יש להביא בחשבון גם את ההשפעה השלילית האפשרית של ניהול הליך משפטי על טובת החברה, כגון חשיפת מידע שעלול לפגוע במוניטין של החברה מול צדדים שלישיים,²³ זליגת מידע למתחרים ועוד.²⁴

כאמור, ההצדקה לתביעה הנגזרת היא הצורך במנגנון שיתגבר על בעיית הנציג באכיפה ויאפשר הגשת תביעה בנסיבות שבהן ניגודי עניינים של קברניטי החברה מונעים מהחברה את האפשרות למצות את זכויותיה. אולם התביעה הנגזרת אינה אמורה לגרום להגשת תביעה בשם החברה בנסיבות שבהן חברה שאינה סובלת מבעיות נציג לא הייתה מגישה תביעה. באנלוגיה למחקר ידוע מתחום הצעות הרכש,²⁵ אין הצדקה להגשת תביעה נגזרת אם בעל מניות היפותטי שמחזיק ב-100% ממניות החברה לא היה מגיש תביעה נגד נושאי המשרה. כפי שנראה בהמשך, בתביעה נגזרת, שבה גורם חיצוני לחברה (כא כוח התובע הנגזר), המונע מתמריצים כלכליים (שכר הטרחה הצפוי מניהול התיק), הוא שמנהל את ההליך המשפטי בשם החברה, קיים חשש שהוא ימנע מלשקול את השאלה אם ניהול התביעה הוא לטובת החברה.²⁶

(ב) טובת השוק

הדיון עד עתה התמקד בנקודת המבט של חברה ספציפית. אולם אכיפה פרטית בחברה ציבורית יכולה לתרום בהיבטים רחבים יותר: ראשית, היא יכולה לתרום לכלל

22 המתח בין פיצוי להרתעה קיים גם בתחום של תובענות ייצוגיות בניירות ערך בגין הטעיית משקיעים בשוק המשני. בתחום זה הטענה נגד פיצוי (בלי קשר לביטוח) היא שתשלום פיצוי על ידי החברה ממומן על ידי בעלי המניות, כך שבעלי המניות גם מממנים את הפיצוי וגם מקבלים אותו. ראו, למשל, Amanda M. Rose, *Better Bounty Hunting: How the SEC's New Whistleblower Program Changes the Securities Fraud Class Action Debate*, 108 Nw. U. L. REV. 1235, 1244–1260 (2014).

23 אם כי אכיפת חובותיהם של נושאי משרה יכולה גם לקדם את המוניטין של החברה. אסף חמדני ורות רונן "מי שולט בתביעה הנגזרת?" **ספר יורים דנציגר** 211, 219–220 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים, 2019).

24 ראו אלון קלמנט ורות רונן "בחירת עילת התביעה וסיכוייה בשלב אישור התובענה הייצוגית" **עיוני משפט** מב 5, 48 (2019).

25 ראו Lucian Arye Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 J. LEGAL STUD. 197 (1988).

26 ראו להלן ליד ה"ש 77 ואילך.

המשקיעים בשוק ההון (לדוגמה, באמצעות פיתוח הדין והבהרת הציפיות מנושאי משרה); ושנית, היא יכולה לתרום לקהלים נוספים (כגון הצרכנים של מוצרי החברה). רשימה זו אינה נוקטת עמדה בשאלה אם ראוי שאכיפה פרטית תקדם יעדים הנוגעים במישור הראשון (זאת, כפי שנראה מייד, לנוכח המורכבות הכרוכה בבחינת השפעתם המצרפית של שיקולי הרתעה). עם זאת, אנו סבורים כי אין הצדקה לקידום יעדים כלל-חברתיים במסגרת התביעה הנגזרת.

כלל החברות הציבוריות – אכיפה פרטית יכולה לייצר **החצנות חיוביות** לכלל המשקיעים בשוק ההון, בדמות פיתוח הדין או קידום ההרתעה.²⁷ העלויות הכרוכות בייצורן של החצנות אלו – עלויות התביעה והפגיעה האפשרית של ההליך בחברה – מוטלות על בעלי המניות בחברה שמנהלת את ההליך המשפטי. אולם ככל שבעלי המניות בחברה הספציפית מבוזרים יותר, הם ייטו להביא בחשבון גם את ההחצנות החיוביות הנובעות מהליך התביעה הנגזרת (כמו גם את ההחצנות השליליות במקרה של הרתעת יתר).²⁸ ניתוח זה מצביע על מורכבותה של הקביעה אם שיקולי הרתעה **מראש** מצדיקים את ניהולה של תביעה ספציפית כזו או אחרת.²⁹ התחשבות בשיקולים החורגים מטובתה בדיעבד של החברה הספציפית עומדת גם במתח עם הדרישה בחוק החברות לאשר תביעה נגזרת רק אם התביעה וניהולה הם "לטובת החברה".³⁰ מכל

27 אכיפה פרטית יכולה גם ליצור החצנה שלילית, כגון הרתעת יתר של נושאי משרה בחברות ציבוריות. למען הנוחות, הדיון מתייחס להחצנות חיוביות בלבד.

28 במקרה קיצוני ניתן לחשוב על משקיעים מוסדיים שהשקעותיהם מבוזרות בחברות שונות באותה תעשייה. נזק מוניטני אחת, ככל שהוא אינו פוגע בביקוש לסוג המוצרים שאותה תעשייה מספקת, יתורגם פעמים רבות למעבר של לקוחות לחברה מתחרה. מעבר זה אינו משפיע על רווחיו של משקיע מוסדי שהשקעותיו מבוזרות באותה תעשייה. במקרה כזה הוא יעדיף "להקריב" את האינטרס שלו בחברה הספציפית לטובת קידום הרתעתם של נושאי משרה בכלל החברות ופיתוח הדין. לכתובה על הפגיעה בתחרות הנובעת מכך שמשקיעים מוסדיים מחזיקים במניותיהן של חברות מתחרות ("common ownership") ראו Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton & E. Glen Weyl, *A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, 81 ANTITRUST L.J. 669 (2017); José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, 73 J. FINANCE 1513 (2018); Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267 (2016).

29 ראייה אפשרית לכך שייתכן שגם מראש לא היו בעלי המניות רוצים שייעשה שימוש במנגנון התביעה הנגזרת שנוגד את האינטרס של החברה בדיעבד ניתן למצוא בתמיכה הנרחבת של בעלי המניות בהענקת פטור מאחריות לנושאי משרה. ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 4. לגישה שונה באשר לטובת החברה בתביעה נגזרת, תוך שימת דגש בתביעות בגין כשל בפקוח על ציות לחוק, ראו שפירא "חובת ההשגחה", לעיל ה"ש 8.

30 ס' 198(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999, קובע כי "תביעה נגזרת טעונה אישור בית המשפט והוא יאשרה אם שוכנע כי לכאורה התביעה וניהולה הן **לטובת החברה** וכי התובע אינו פועל בחוסר תום לב" (ההדגשה הוספה). גם לטענתם של אדוארד רוק ומרסל קהן, אם משקיעים מוסדיים יפעלו כדי לקדם את טובת תיק ההשקעות שלהם בכללותו, על חשבון טובתה של חברה ספציפית, הדבר יתנגש בעקרונות הבסיסיים של דיני התאגידים. זאת, משום שדיני התאגידים מתאפיינים במיקוד בטובת

מקום, במסגרת רשימה זו לא נדון בשאלה כיצד יש להכריע בדילמה זו. לצורך המחקר האמפירי שנציג בהמשך, נניח כי גם פיתוח הדין או הרתעה "כללית" של נושאי משרה בחברות ציבוריות תורמים לאינטרסים של ציבור המשקיעים.³¹

יעדים חברתיים נוספים – האם ראוי להשתמש באכיפה פרטית במטרה לקדם אינטרסים חברתיים שחורגים מאלה של המשקיעים בשוק ההון, דהיינו, הגנה על קהלים אחרים, כגון צרכנים, עובדים או הציבור בכללותו?³² לשיטתנו, התשובה לכך שלילית. שאלה זו מתעוררת במקרים שבהם הגשת תביעה נגד נושאי המשרה אינה צפויה לתרום לחברה או לבעלי מניותיה אך יש בה עניין מבחינת הציבור הרחב. נדגים זאת עם תביעה שבה נטען כי יש לחייב את הדירקטורים בגין מחדלם במניעת ההנהלה מלהפר הוראות חוק שנועדו להגן על ציבור הלקוחות של החברה.³³ נניח שלבעלי המניות אין אינטרס בניהול התביעה מכיוון שנושאי המשרה שביצעו את העברות כבר עזבו את תפקידם, אין להם די נכסים לתשלום הפיצוי, וניהול התביעה יחשוף מידע שלילי שיחמיר במידה משמעותית את הנזק שגרמה הפרשה למוניטין של החברה מול ציבור לקוחותיה. יתר על כן, ניהול התביעה לא יוביל לפיתוח הדין. עם זאת, לניהול התביעה עשוי להיות ערך ציבורי בשל חשיפת המידע לציבור הלקוחות של החברה.

לדעתנו, קידום יעדים חברתיים אינו מצדיק ניהולה של תביעה נגזרת (או תביעה בשם החברה).³⁴ תביעה נגזרת היא מנגנון אכיפה פרטית שבא לעולם רק כדי לאפשר

התאגיד הספציפי ("single-firm focus"), להבדיל ממיקוד רב-תאגידי ("multi-firm focus").
Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Systemic Stewardship with Tradeoffs* (N.Y.U. Law & Econ. Research Paper No. 22-01, 2021), ssrn.com/abstract=3974697.

31 Kamar, לעיל ה"ש 1, מציינ כי פיתוח הדין הוא מוצר ציבורי, אשר כל החברות הציבוריות נהנות ממנו. Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1756, ה"ש 64, טוענים כי התביעה הנגזרת עשויה לקדם במקרים מסוימים את ההרתעה באמצעות הבהרת הנורמות המצופות מנושאי המשרה והסנקציה שעתידיה להיות מוטלת עליהם בגין הפרתן. הם טוענים כי לאחר ההפרה העלויות שבהגשמת היעדים הללו עשויות להיות גבוהות מהתועלת הנובעת מהגשמתם עבור החברה הספציפית (בתלות בהסתברות שאותה הפרה תתרחש שוב באותה חברה). אולם לטענתם, קידום יעדים אלו הוא ללא ספק בעל ערך מראש: לפני שהחברה יודעת שהיא תישא בעלויות הנובעות מהליך התביעה הנגזרת, תוחלת התשלום שלה זניחה, בעוד קידום ההרתעה הקולקטיבית הוא משמעותי. לכן, לשיטתם, בעלי המניות יעדיפו אקס אנטה את האינטרס של הבהרת הדין, גם במקרים שבהם התועלת שהם יפיקו ממנו אקס פוסט נמוכה מהעלויות שהם ייאלצו לשאת למען קידומו.

32 לטענה בדבר התאמתו של מנגנון התביעה הייצוגית לקידום יעדים חברתיים ראו עלי בוקשפן "תובענות ייצוגיות, תכלית החברה ותפיסת בעלי העניין בעידן התאגידי המודרני – הקרן למימון תובענות ייצוגיות כזכוכית מגדלת" **משפט ועסקים** כד 111 (2021).

33 *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996) (להלן: *Caremark*).

34 גם כאשר מוגשת תביעה נגזרת לאחר שהתקיימה אכיפה ציבורית בעניין, ההרתעה שמושגת באמצעותה היא לכל הפחות מוגבלת ביותר. עיקר ההרתעה אינו מגיע מהפיצוי (שמשולם על ידי הביטוח), אלא מחשיפת מידע שלילי לשוק ופגיעה במוניטין. כאשר כבר נחשף מידע במסגרת הליך

לבעלי מניות של החברה להתמודד עם החשש שניגודי עניינים יניאו נושאי משרה מלמדות באופן מיטבי את זכויות התביעה של החברה. שימוש בתביעה הנגזרת כדי לקדם את טובתם של קהלים אחרים, על חשבון בעלי המניות ותוך פגיעה בהם, אינו הולם את ההצדקה למוסד תאגידי ייחודי זה.³⁵ יתר על כן, כפי שנסביר בהמשך, התביעה הנגזרת אינה כלי מתאים לקידום היעדים הללו. את התביעה הנגזרת יוזמים ומנהלים צדדים פרטיים, אשר החלטתם אם להגיש תביעה נגזרת, כיצד לנהל אותה, מתי להתפשר ובאילו תנאים מוכתבת מהאינטרסים שלהם במרוב שכר הטרחה והגמול, ולא ממידת ההגשמה של יעדים חברתיים.³⁶

(ג) ביטוח אחריות

מאפיין ייחודי של התחום התאגידי הוא שהחברה היא שרוכשת ביטוח אחריות עבור נושאי המשרה, אשר מגן עליהם גם מפני תביעות של החברה. חברות ציבוריות בישראל, כמו גם במדינות אחרות, נוהגות לרכוש ביטוח אחריות לנושאי המשרה שלהן. הביטוח מכסה את אחריותם של נושאי המשרה לסכומים שייפסקו לחובתם בהליכים משפטיים, ולרוב מכסה גם את הוצאות המשפט.³⁷ בחלק זה נדון באופן שבו תופעה זו משפיעה על

אכיפה ציבורית או דרך העיתונות, חלק משמעותי מההרתעה הפוטנציאלית כבר הושג. ראו, למשל, Hal S. Scott & Leslie N. Silverman, *Stockholder Adoption of Mandatory Individual Arbitration for Stockholder Disputes*, 36 HARV. J.L. & PUB. POL'Y 1187, 1193–1197 (2013) (הטוענים כי ההרתעה מהפרת דיני ניירות ערך אינה מושגת ברובה דרך תובענות ייצוגיות, אלא באמצעות חשיפת מידע על ההפרה, על פי רוב דרך העיתונות או דרך אכיפה ציבורית של ה-SEC). ראו גם Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1763–1764, ה"ש 89 (הטוענים כי כאשר מוגשת תביעה נגזרת לאחר בדיקה פנימית של החברה או סנקציה שהוטלה על ידי הרשויות, יש לבחון אם התביעה הנגזרת מייצרת הרתעה נוספת; במקרים רבים, לשיטתם, לא כך הדבר).

35 יתר על כן, שימוש בתביעה הנגזרת להשגת יעדים חברתיים יוצר הבחנה לא מוצדקת בין חברות פרטיות לחברות ציבוריות. בחברה פרטית שספגה קנס משמעותי, למשל, לא תוגש תביעה אם היא אינה עולה בקנה אחד עם האינטרסים של בעלי המניות. למיטב ידיעתנו, תביעות נגזרות בנוגע למחדל בפיקוח – הידועות גם כתביעות Caremark – אינן קיימות בחברות פרטיות.

36 Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1741. להרחבה על ההבחנה בין התמריץ הפרטי לתמריץ החברתי בהליכים משפטיים ראו Steven Shavell, *The Fundamental Divergence Between the Private and the Social Motive to Use the Legal System*, 26 J. LEGAL STUD. 575, 604–609 (1997).

37 John C. Coffee, Jr., *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, 715 (1986); Andrew Verstein, *Changing Guards: Improving Corporate Governance with D&O Insurer Rotations* 14 (U.C.L.A. Sch. L., Law-Econ. Research Paper No. 20-06, 2020), papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3660571. פוליסת ביטוח נושאי משרה ודירקטורים כוללת על פי רוב כמה כיסויים: (1) כיסוי לדירקטורים ולנושאי המשרה; (2) כיסוי

יעדי האכיפה הפרטית ועל תרומתה לציבור המשקיעים. תחילה נדון בשאלה מדוע בעלי המניות מממנים ביטוח אחריות עבור נושאי המשרה, הכולל גם כיסוי מפני תביעות של החברה עצמה; לאחר מכן נבחן את השפעת הביטוח על ההרתעה; ולבסוף נדון באינטרס של המשקיעים בפיצוי לנוכח קיומו של ביטוח.

חוק החברות מאפשר לחברה לרכוש עבור נושאי המשרה שלה ביטוח אחריות, הכולל גם כיסוי מפני תביעות של החברה עצמה בשל הפרת חובת זהירות (למעט הפרת חובת זהירות בפזיזות או בכוונה). ניתן גם לבטח נושא משרה לגבי הפרת חובת אמונים, אך רק אם ההפרה נעשתה בתום לב ומתוך הנחה סבירה שהפעולה לא תפגע בטובת החברה.³⁸ מבחינה משפטית, לביטוח אחריות נושאי משרה יש חשיבות מיוחדת בתביעות המוגשות על ידי החברה עצמה. חוק החברות מאפשר לחברה לשפות את נושאי המשרה בגין חבות כספית שהוטלה עליהם בהליכים משפטיים לטובת אדם אחר.³⁹ אולם החברה אינה רשאית לשפות נושאי משרה בגין חבות שהוטלה עליהם בתביעה נגזרת או בתביעה אחרת של החברה. מבחינה מהותית, רכישת ביטוח אחריות מאפשרת לחברה להתגבר על האיסור החל עליה במקרים אלה לשפות את נושאי המשרה: במקום לשפות את נושאי המשרה בדיעבד, החברה רוכשת עבורם, מראש ועל חשבונה, ביטוח אחריות המכסה אותם גם בגין חבות שהוטלה עליהם לטובת החברה. העובדה שרכישה כזו מתנגשת באיסור החל על חברה לשפות נושאי משרה בגין חבות שלהם כלפי החברה עצמה לא נעלמה מעיניהם של מלומדים בארצות הברית, ועם התרחבות התופעה בשוק האמריקני, בשנות השישים של המאה הקודמת, טענו הללו כי רכישה כאמור הינה בלתי חוקית.⁴⁰ אולם בסופו של דבר תיקנו המחוקקים המדינתיים בארצות הברית את חוקי החברות, כדי להסיר כל ספק שחברה יכולה לרכוש ביטוח אחריות שיכסה את הדירקטורים גם במקרים שבהם אסור לחברה לשפותם.⁴¹

לחברה עצמה בגין פיצוי תמורת שיפוי שהעניקה לנושאי המשרה; (3) כיסוי על תובענות ייצוגיות בניירות ערך שבהן החברה עצמה נתבעת. בדרך כלל הפוליסה כוללת מדרג תשלומים, שנותן עדיפות לכיסוי נושאי המשרה על כיסוי לחברה עצמה. ראו, למשל, ת"צ (כלכלית ת"א) 37693-06-15 **בנדל נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**, פס' 45–54 לפסק הדין (פורסם בנבו, 30.9.2021).

38 ס' 261 ו-263 לחוק החברות.

39 ראו ס' 260(א)(1) לחוק החברות.

40 ראו Joseph W. Bishop, Jr., *New Cure for an Old Ailment: Insurance Against Directors' and Officers' Liability*, 22 BUS. LAW. 92, 107 (1966). ראו גם BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 44: "If indemnification for settlement and judgment in derivative claims was impermissible because it amounted to a circular payment from the corporation (to indemnify the director) back to the corporation (to satisfy the settlement or judgment), why is insurance any more permissible since it also involves a circular payment from the corporation (the insurance premium) back to the corporation (to satisfy the settlement or judgment)?"

41 ראו Joseph F. Johnston, Jr., *Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers*, 33 BUS. LAW. 1993, 1994–1996, 2013 (1978): "The public policy arguments against the purchase by the corporation of D&O insurance are now largely moot

למיטב ידיעתנו, אין תחום נוסף שבו התובע הפוטנציאלי מממן מראש לנתבעים הפוטנציאליים את רכישת ביטוח האחריות.⁴² מדוע, אם כן, בעלי המניות מוכנים לממן כיסוי ביטוחי לנושאי המשרה שיגן עליהם גם מפני תביעות של החברה? התשובה לשאלה זו חוזרת לחששם של בעלי המניות מהרתעת יתר. נושאי משרה הם שונאי סיכון, וסכומי הפיצוי המבוקשים בתביעות תאגידיות גבוהים בהרבה מרף ההשתכרות שלהם.⁴³ בעלי המניות מוכנים לממן את הביטוח שיגן לנושאי המשרה הגנה מפני אחריות להפרת חובותיהם כלפי החברה כדי לאפשר גיוס של נושאי משרה, ועל מנת שנושאי משרה אלו יקדמו את טובת החברה באמצעות נטילת סיכונים.⁴⁴ בכל מקרה, כפי שנבהיר בהמשך, רכישת ביטוח אחריות לנושאי המשרה אינה מיועדת להבטיח פיצוי לחברה מפני התממשות הסיכון של ניהול כושל.

ביטוח והרתעה – נכונותם של בעלי המניות לממן ביטוח בולטת במיוחד לנוכח העובדה שביטוח אחריות מנטרל את האפקט ההרתעתי של האכיפה הפרטית. ביטוח אחריות יוצר אצל המבוטחים בעיה של "סיכון מוסרי": הידיעה של נושאי המשרה כי חברת הביטוח היא שתשלם את הפיצוי ותממן את הוצאות המשפט מקטינה במידה

in view of the statutes in most jurisdictions specifically permitting the purchase of such insurance at the expense of the corporation".

42 גם כאשר בעלי מקצוע אחרים, כגון רופאים או עורכי דין, רוכשים ביטוח אחריות, ניתן להניח כי עלות הביטוח – כולה או חלקה – מגולמת במחיר השירות. אולם נושאי המשרה אינם רוכשים לעצמם ביטוח ומגלמים את עלותו בגובה השכר שהם דורשים; החברה היא שרוכשת אותו עבורם בתנאים שבעלי המניות קובעים. תנאים אלו מבטאים את החשש המשמעותי של בעלי המניות מהרתעת יתר, ואת העדפותיהם באשר להכוונת התנהגותם של נושאי המשרה, כפי שאנו מתארים בהמשך.

43 Verstein, לעיל ה"ש 37; Kamar, לעיל ה"ש 1, בעמ' 913–914. חוק החברות של וירג'יניה מגביל את גובה החבות הכספית שניתן להטיל על מנהלים ודירקטורים (Virginia Stock Corporation Act) נקבע כי החבות הכספית שתוטל על מנהל או דירקטור (כתוצאה מעסקה או התרחשות אחת) לא תעלה על הסכום הנמוך מבין השניים: 100,000 דולר או סכום התגמול הכולל שאותו מנהל או דירקטור קיבל במשך שנים-עשר החודשים שקדמו למעשה או למחדל שבגיניו הוטלה עליו האחריות (אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון). כלל זה לא יחול כאשר מדובר בהתנהגות פסולה מכוונת או בהפרה מודעת של החוק הפלילי או של דיני ניירות ערך.

44 Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18; Baker & Griffith, לעיל ה"ש 12, בעמ' 45, ו-57–60 (המדרווחים כי ממחקרם עולה שנושאי משרה בחברות ציבוריות מציבים את ביטוח האחריות כתנאי לכהונתם). להרחבה על ההשפעה החיובית של ביטוח על רווחתם של בעלי המניות ראו Sanjai Bhagat, James A. Brickley & Jeffrey L. Coles, *Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth*, 54 J. Risk & Ins. 721 (1987); Noel O'Sullivan, *Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance*, 64 J. Risk & Ins. 545 (1997); Clifford G. Holderness, *Liability Insurers as Corporate Monitors*, 10 INT'L REV. L. & ECON. 115, 127 (1990).

משמעותית את התמריץ שלהם לפעול למזעור הסיכון שבפעולותיהם.⁴⁵ זאת ועוד, ככלל, פוליסות הביטוח אינן כוללות השתתפות עצמית של נושאי המשרה.⁴⁶ היה אפשר לטעון כי רכישת הביטוח אינה פוגעת בהרתעה, שכן חברות הביטוח, הנושאות בנזקים הכספיים במקרה של הטלת חבות על נושאי משרה, יפעלו בעצמן להפחתת הסיכון של הפרת חובות על ידי נושאי המשרה.⁴⁷ הן יכולות לתמחר את הפרמיה בהתאם למידת הסיכון הטמון בחברה הספציפית, להציב דרישות כתנאי לרכישת פוליסת הביטוח (למשל, מספר מסוים של דירקטורים בלתי תלויים) או לחייב את נושאי המשרה בהשתתפות עצמית ובכך לכפות עליהם חלק מהנזק. במהלך חייו של חוזה הביטוח חברת הביטוח יכולה לפקח על נושאי המשרה, ולהתחייב להוריד או להעלות את הפרמיה בהתאם לסיכון שבהתנהגותם. לאחר הגשת תביעה נגזרת חברת הביטוח יכולה לדרוש שליטה בניהול התביעה, להילחם בתביעות סרק, לוודא שגובה הפיצוי שנקבע בפשרות הולם את מידת ביסוסן של הטענות נגד נושאי המשרה, ולהתעקש על חיוב אישי של נושאי המשרה במקרים שבהם יש ראיות לפעולה בניגוד עניינים.⁴⁸

אולם מהמחקרים שנערכו בנושא עולה באופן גורף כי מבטחי אחריות של נושאי משרה אינם נוקטים צעדים כאלה. בייקר וגריפית ערכו מחקר אמפירי איכותני שבדק סוגיה זו בשוק האמריקני.⁴⁹ בניגוד לתחומים אחרים שבהם נמכרים ביטוחי אחריות, בתחום של אחריות נושאי משרה חברות הביטוח עושות מעט מאוד כדי למזער את בעיית הסיכון המוסרי. באשר לתמחור הפרמיות, נמצא כי אכן יש קשר מסוים בין גובה הפרמיה שמוצעת לחברה לבין מידת הסיכון שחברת הביטוח מייחסת לחברה. אולם על פי רוב הסיכון מוערך על ידי חברת הביטוח גם באמצעות פרמטרים שאינם נוגעים בממשל תאגידי,⁵⁰ ובכל מקרה הפער בגובה הפרמיה בין חברה "טובה" לחברה

45 BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 9–13; רונן אברהם "ביטוח" הגישה הכלכלית למשפט, לעיל ה"ש 15, בעמ' 952.

46 Kamar, לעיל ה"ש 1, בעמ' 909 (רק 5% מהפוליסות כוללות השתתפות עצמית כלשהי); Verstein, לעיל ה"ש 37, בעמ' 13.

47 להרחבה על הציפייה שחברות הביטוח יתפקדו כמעין "שומרות סף" ראו Verstein, שם. רונן אברהם ואריאל פורת טוענים כי לחברות הביטוח עצמן יש אינטרס בקיומה של פעילות שיוצרת נזקים, כל עוד הדבר מגדיל את הביקוש לשירותיהן. ראו Ronen Avraham & Ariel Porat, *Do Insurers Decrease or Increase Risks? Some Thoughts About the Conventional Wisdom* (Euro. Assoc. L. & Econ., Apr. 2019), eale.org/content/uploads/2019/04/insurers-risks-paper-040919-for-eale.pdf.

48 Verstein, לעיל ה"ש 37, בעמ' 16.

49 BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12. המחקר כלל ראיונות עם מומחים לביטוח אחריות של נושאי משרה ועם עורכי דין של תובעים ונתבעים, וכן השתתפות בכנסים שעסקו בתחום זה.

50 מהמחקר שערכו בייקר וגריפית עולה כי גם גורמים עסקיים ופיננסיים הינם משמעותיים לצורך הערכת הסיכון שמיוחס לחברה. להרחבה ראו שם, בעמ' 88–94. כפי שנבחר בהמשך, בשוק האמריקני אין שימוש נרחב במנגנון התביעה הנגזרת, ולפיכך הממצאים של בייקר וגריפית מתייחסים בעיקר לחבות בגין הפרה של דיני ניירות ערך.

"גרועה" אינו משמעותי. יתר על כן, בעלי המניות (ולא נושאי המשרה) הם שנושאים בעלות הביטוח.⁵¹ חברות הביטוח אינן מפקחות על חברות או מייעצות להן לצורך הפחתת סיכונים במהלך חייו של חוזה הביטוח.⁵² בייקר וגריפית מגיעים למסקנה שבעיית הנציג היא שמונעת את חברות הביטוח מלהגביר את ההרתעה ולמזער את הסיכון המוסרי. בתמצית, נושאי המשרה הם שרוכשים את הביטוח על חשבון בעלי המניות. נושאי המשרה לא יסכימו להגברת הפיקוח עליהם כל עוד ניתן לרכוש, על חשבון בעלי המניות, ביטוח מספק אחר.⁵³ כמובן, חברות הביטוח לא ימכרו כיסוי ביטוחי שאינו רווחי, ומכיוון שהן אינן עושות שימוש משמעותי בכלים להקטנת הסיכון המוסרי של המבוטחים, יש להניח שהפרמיות שהן גובות יהיו גבוהות יותר.⁵⁴ אולם גובה הפרמיות אינו מטריד במיוחד את רוכשי הביטוח – נושאי המשרה – שכן לא הם נושאים בעלותן, כאמור, אלא בעלי המניות.⁵⁵ מסקנה זו נתמכת בתוצאות

51 בייקר וגריפית טוענים כי האפקטיביות של תמחור מבוסס סיכון עולה באופן משמעותי כאשר יש חובת גילוי של גובה הפרמיה לשוק. אולם בארצות הברית אין כל חובה לגלות את תנאי הפוליסה. שם, בעמ' 77–81. ההסדרים בדין הישראלי בנוגע למעורבותם של בעלי המניות בביטוח אחריות לנושאי משרה שונים מאלה הנוהגים בארצות הברית, ומקנים כוח רב יותר לבעלי המניות. ככלל, ביטוח אחריות נחשב חלק מתנאי הכהונה וההעסקה של נושאי משרה. המסלול העיקרי לאישור ביטוח אחריות קבוע בתק' 1ב1 לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התשס"ו-2000. שימוש במסלול זה מותנה בכך שהסדר הביטוח המפורט נכלל במדיניות התגמול של החברה, אשר אושרה על ידי בעלי המניות. לאחרונה קבעה רשות ניירות ערך הקלה ביחס למסלול זה, **שאינה מחייבת לגלות את גובה הפרמיה וההשתתפות העצמית**. ראו רשות ניירות ערך **עמדה משפטית מספר 101-21: מדיניות תגמול (Best Practice)** (2016) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/2901/Company_Msg/General/Documents/05102016_1.pdf. גם מרכיב של השתתפות עצמית במסגרת פוליסת הביטוח הוא נדיר ביותר. BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 43–55.

52 ניתן לטעון כי אין לחברות הביטוח מיומנות מתאימה לייעץ בנושאים משפטיים כאלה. אולם, בהינתן התמריץ המשמעותי שלהן למזער את העלויות הנובעות מהסיכון המוסרי שהביטוח יוצר, לא ברור מדוע הן אינן מפתחות מיומנות כזו. הסבר אפשרי הוא שיעוץ כזה פשוט אינו אפקטיבי. לפי טיעון זה, הגשת תביעה נגזרת נגד חברה בסכומים גבוהים היא אירוע אקראי עד כדי כך שאי-אפשר לקשר אותו להתנהגות קונקרטית במידה שתאפשר ניהול סיכונים יעיל מראש. שם, בעמ' 105–120; Verstein, לעיל ה"ש 37.

53 BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 105–127, ו-130–151. ראו ציטוטים של עורכי דין המדגימים זאת: "You know, the [defendant] company doesn't care about the insurance company's money." Others agreed: "[I]t is much easier to [talk settlement] when you can play with somebody else's money" (שם, בעמ' 136).

54 אברהם, לעיל ה"ש 45, בעמ' 953.

55 Verstein, לעיל ה"ש 37, בעמ' 25–32. ההסבר של ורשטיין לשאלה מדוע חברות הביטוח מתפקדות כמבטחות פסיביות דומה במידה רבה להסברם של בייקר וגריפית, ומבוסס גם הוא על בעיית הנציג. השקעת משאבים במזעור הסיכון של המבוטחים ("מבטח אקטיבי") היא רווחית רק אם הלקוחות המבוטחים נכונים לעבור לחברת ביטוח מתחרה המציעה פרמיה נמוכה יותר. אולם בפועל שיעור

של מחקרים אמפיריים שלפיהן קיומו של ביטוח אחריות פוגע בהרתעה של נושאי המשרה.⁵⁶

הניתוח עד עתה הניח כי ביטוח האחריות שולל את האפקט ההרתעתי של תביעות נגזרות. אולם יש הטוענים כי קיומו של ביטוח אחריות מתמרץ הגשת תביעות, אשר האפקט ההרתעתי שלהן אינו נובע מהחבות הכספית המוטלת על נושאי משרה. כך, למשל, פרופ' אהוד קמר טוען כי ביטוח נושאי משרה מביא לידי פיצול בין הסכום שמשולם לחברה לבין הסכום שנושאי המשרה הנתבעים נושאים בו בפועל, ויוצר הפרדה במערך התמריצים: תובעים מתומריצים להגיש תביעות נגזרות בשל תוחלת הרווח הגבוהה מהן, בעוד נושאי המשרה אינם חשופים לסנקציות משמעותיות, ובכך פוחת הסיכון להרתעת יתר.⁵⁷ לדעת קמר, פיצול זה רצוי מכיוון שדיני התאגידים נסמכים על סטנדרטים עמומים (כגון חובת הזהירות), אשר אינם מספקים לנושאי המשרה הקוונה ברורה. עמימות זו מנוגדת לאינטרסים של בעלי המניות, שכן נושאי המשרה – הפועלים בתנאי חוסר ודאות באשר לציפיות מהם – עלולים לנקוט התנהגות המבטאת נטילת יתר או נטילת חסר של סיכונים. לגישת קמר, קיומו של ביטוח אחריות יוצר תמריץ לאכיפה אזורית, אשר תסייע בהבהרת כללי ההתנהגות הנובעים מחובות נושאי המשרה, ולצד זאת תשית סנקציות נמוכות בלבד על נושאי המשרה.

לפי גישה זו, על מנת שתביעות נגזרות יתרמו להרתעה תחת משטר של ביטוח אחריות, עליהן לייצר הרתעה שאינה כספית, כגון חשיפה להליך משפטי או הליכי בדיקה פנימית (שבמסגרתם נושאי משרה עומדים לחקירה נגדית ונדרשים להשקיע משאבים בהתגוננות), פיטורים בעקבות התביעה הנגזרת, או נזק למוניטין כתוצאה מחשיפת מידע בקשר להתנהלות רשלנית או אופורטוניסטית.⁵⁸ אולם קיומה של הרתעה יעילה מחייב שסנקציה כזו תוטל רק על נושאי משרה שהפרו את חובותיהם, ולא על כלל נושאי המשרה בחברה שביצעה עסקה כושלת או שנגרם לה נזק אחר, כולל אלה שפעלו כדין. תנאי הכרחי לכך הוא שההליך המשפטי יכלול בירור עובדתי שיבהיר מיהם נושאי המשרה שכשלו ומי עמדו בציפיות מהם. אולם, כפי שנראה בהמשך, תמריצי הפשרה של הצדדים וקיומו של מבטח אחד המכסה את כל נושאי המשרה הנתבעים ימנעו תוצאה כזו.

חידוש הפוליסות הוא בין 93.2% ל-95.7%. נראה שהמנהלים מעדיפים "מבטח פסיבי", שכן מי שנהנים מהירידה בפרמיה הנובעת ממזעור הסיכונים "מבטח אקטיבי" מציע, כמו גם ממזעור הסיכון המוסרי, הם בעלי המניות, ולא המנהלים.

56 ראו Tzu-Ching Weng, Guang-Zheng Chen & Hsin-Yi Chi, *Effects of Directors and Officers Liability Insurance on Accounting Restatements*, 49 INT'L REV. ECON. & FIN. 437 (2017); Zhihong Chen, Oliver Zhen Li & Hong Zou, *Directors' and Officers' Liability Insurance and the Cost of Equity*, 61 J. ACCT. & ECON. 100 (2016).

57 Kamar, לעיל ה"ש 1.

58 ראו, למשל, *In re Louisiana-Pacific Corp. Derivative Litig.*, 705 A2d 238, 239 (Del. Ch. 1997) (מאוזכר במאמרו של Kamar, שם, בעמ' 910).

כמו כן, לפי גישה זו, היבט נוסף של הרתעה הוא פיתוח הדין. בהקשר זה עולה השאלה אם פשרות (הדרך המקובלת לסיום תביעה נגזרת) מקדמות בפועל פיתוח של הדין. קמר מכיר בכך שאין כל תמריץ לעורכי הדין להגיע להסדרים שמספקים תקדימים עבור כלל השחקנים, אך מציין כי גם במסגרת החלטות אישור של פשרות בתי המשפט מספקים קביעות שמסייעות בהבהרת הדין ובייצור נורמות.⁵⁹ הפסיקה בדלור תורמת להבהרת הדין גם בהליכים מקדמיים,⁶⁰ אך כפי שנסביר בהמשך, ספק אם זה המצב בישראל.⁶¹

לסיכום, קיומו של ביטוח אחריות בגין נזקים עקב הפרת חובת זהירות מעמיד בספק את תרומת האכיפה הפרטית להרתעתם של נושאי משרה. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם האינטרס המצומצם של בעלי המניות בשימוש באכיפה פרטית כדי להרתיע נושאי משרה מהפרת חובת הזהירות: אילו היו בעלי המניות מעוניינים בהרתעה, הם היו מסרבים לממן עבור נושאי המשרה רכישת ביטוח שיגן עליהם מפני חבות כלפי החברה.⁶²

ביטוח ופיצוי – האם לבעלי המניות יש אינטרס בהגשת תביעות נגד נושאי משרה רק לצורך קבלת פיצוי מקופתה של חברת הביטוח? כפי שנסביר בהמשך, זו הגישה המקובלת כיום בפסיקה בישראל. אך לדעתנו, ובהתאם לקונסנזוס בספרות האקדמית,⁶³

59 שם, בעמ' 898–899 ו-908.

60 יצוין כי ההחלטות שניתנות בשלב המקדמי בדלור ניתנות בדרך כלל במסגרת הליך בקשה לסילוק על הסף, כאשר החברה מבקשת לסלק את התביעה הנגזרת בשל כך שהתובע הנגזר לא ביצע פנייה מוקדמת לחברה כנדרש. מדובר בשלב מקדמי ביותר, אשר אינו קיים בפועל בישראל, שכן לפי ההלכה הישראלית דיון בבקשה לסילוק על הסף של תביעה נגזרת יתקיים רק במקרים חריגים שאינם מחייבים בירור עובדתי. לכן ההחלטות המשמעותיות של בתי המשפט בישראל ניתנות בשלב הבקשה לאישור התביעה הנגזרת. בתי המשפט בדלור מקפידים, גם בהליך מקדמי בבקשת סילוק על הסף, לנמק את החלטותיהם באופן שיספק הנחיה לעורכי הדין אילו תביעות ראוי להגיש וכיצד להנחות את לקוחותיהם להתנהג בשגרה על מנת למזער את הסיכון המשפטי. ראו Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Importance of Being Dismissive: The Efficiency Role of Pleading Stage Evaluation of Shareholder Litigation*, 42 J. CORP. L. 597, 620 (2017). להרחבה על ההבחנה בין הדין הישראלי לדין בדלור ראו תת-פרקים 11 ו-12. להרחבה על התפקיד החברתי של בתי המשפט בדלור בהבהרת הנורמות המצופות מנושאי משרה ראו Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 U.C.L.A. L. REV. 1009 (1997).

61 קיומו של ביטוח אחריות הוא שעלול לגרום לכך שלא יהיו די תקדימים שמספקים הנחיות ברורות לנושאי משרה. זאת, מכיוון שקיומו של ביטוח מוביל לכך שעורכי הדין יעדיפו שהסכום שייקבע בפשרה יכסה כולו על ידי הביטוח, ולכן מעודד פשרה בשלבים מוקדמים. BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 200–234.

62 עם זאת, ייתכן שבעלי המניות מעוניינים עדיין לשמר הרתעה מסוימת – לא כספית – שנובעת מניהול ההליך המשפטי, כגון הרתעה מוניטיבית.

63 Kamar, לעיל ה"ש 1; BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12; Kraakman, Park & Shavell, לעיל ה"ש 18.

התשובה לשאלה זו שלילית. לבעלי מניות בחברה ציבורית אין אינטרס באכיפה פרטית שכל תכליתה קבלת פיצוי, בדיעבד, מחברת הביטוח, שאותו הם למעשה מממנים, מראש, באמצעות תשלום פרמיות.

ביטוח הוא כלי להגנה מפני סיכון. אולם ראשית, משקיעים בחברות ציבוריות יכולים להגן על עצמם מפני סיכון באמצעות החזקת תיק השקעות מבוזר, וזאת בעלות נמוכה יותר מאשר רכישת ביטוח.⁶⁴ שנית, הביטוח שרשימה זו עוסקת בו הוא ביטוח **אחריות** נושאי משרה, ולא ביטוח מפני סיכונים עסקיים. ביטוח זה בא לעולם כדי להגן על נושאי המשרה מחבות, בעיקר בתביעות נגזרות, ולא כדי להגן על החברה מהנזק שנגרם כתוצאה מהתנהלותם של נושאי המשרה. אילו היו בעלי המניות מעוניינים להגן על השקעתם באמצעות ביטוח מפני הפסדים בשל החלטות עסקיות שגויות, הם היו מאלצים את החברה לרכוש ביטוח בגין עצם התרחשות הנזק, ולא בגין אחריותם של נושאי המשרה לנזק. ביטוח כזה היה מאפשר להם לממש את האינטרס שלהם בפיצוי מחברת הביטוח ללא צורך בהליך יקר של תביעה נגד נושאי המשרה, המצריך את הוכחת אחריותם של נושאי המשרה וכולל ייצוג משפטי לחברה, לנושאי המשרה ולתובע הנגזר. שלישית, וזו הנקודה החשובה לטעמנו, בעלי המניות הם שמממנים את הכיסוי הביטוחי לנושאי המשרה. חברות הביטוח פועלות משיקולי רווח, והפרמיות שהן גובות משקפות את העלות המוטלת עליהן עקב תביעות נגד נושאי משרה. לפיכך תשלום פיצוי על ידי חברות הביטוח מוביל להתייקרות של פרמיות הביטוח. שימוש בתביעות נגד נושאי משרה ככלי לפיצוי חברות – באמצעות ביטוח האחריות – על כשלים ניהוליים וסיכונים עסקיים יביא לידי כך שחברות הביטוח ייקרו את הפרמיות במידה משמעותית ואף יצמצמו את הכיסוי הביטוחי.⁶⁵ מכיוון שבעלי המניות בחברות ציבוריות הם מבוזרים על פי רוב, הם יממנו את ייקור הפרמיה גם בחברות ציבוריות אחרות. מעגליות זו מפחיתה את האינטרס שלהם בפיצוי.⁶⁶

64 BAKER & GRIFFITH, שם, בעמ' 9–11 (מכיוון שביזור השקעות מעניק לבעלי המניות אותה הגנה כמו ביטוח, ועושה זאת בעלות נמוכה יותר, קשה להצדיק ביטוח נושאי משרה מנקודת מבט של יעד הפיצוי).

65 במחקר מעמיק על המשבר בשוק ביטוח האחריות של נושאי משרה בשנות השמונים בארצות הברית, מצאה רומנו כי אחת הסיבות למשבר הייתה שימוש אסטרטגי של חברות (בעיקר בנקים) בתביעות נגד נושאי משרה כדי לקבל פיצוי מהמבטחים על סיכונים עסקיים (כשלי אשראי). ראו Roberta Romano, *What Went Wrong with Directors' and Officers' Liability Insurance*, 14 DEL. J. CORP. L. 1, 26 (1989).

66 BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 6–9 (המציינים כי לנוכח קיומו של ביטוח האחריות ההנחה המקובלת בספרות היא שברוב המקרים אי-אפשר להגשים את יעד הפיצוי באמצעות שימוש במנגנון התביעה הנגזרת: "Simply stated, the system is so costly and inefficient that it is difficult to believe that it provides meaningful compensation to investors" (שם, בעמ' 8); Stephen M. Bainbridge, *Fee-Shifting: Delaware's Self-Inflicted Wound*, 40 DEL. J. CORP. L. 851, 864 (2016) (פירוט על מחקרים אמפיריים שמראים כי תביעות נגזרות אינן משפיעות באופן משמעותי על מחיר המניה – ראו הפניות ופירוט שם, בה"ש 80–84).

2. קשיים במנגנון התביעה הנגזרת בחברה ציבורית

הדיון עד עתה התמקד ביעדי האכיפה הפרטית של נורמות תאגידיות בחברות ציבוריות. בחלק זה נבחן אם התביעה הנגזרת מהווה מנגנון מתאים להגשמת יעדים אלו. התביעה הנגזרת בחברה ציבורית היא מנגנון אכיפה קולקטיבי המעניק לנציג של הקבוצה – בא כוח התובע הנגזר – יכולת לייצג את כלל המשקיעים של החברה. פערי אינטרסים בין הקבוצה המיוצגת לבין עורך הדין המוביל את התביעה קיימים גם במנגנון התביעה הייצוגית מחוץ לזירה התאגידית.⁶⁷ אולם לתביעה הנגזרת יש בהקשר זה שלושה מאפיינים ייחודיים: ראשית, כפי שהוסבר בחלק הקודם, דיני התאגידים מתאפיינים במתח אינהרנטי בין אינטרס הפיצוי לאינטרס ההרתעה; שנית, להבדיל מתביעה ייצוגית, ההחלטה אם לנהל תביעה נגזרת צריכה לתת משקל גם להשפעת ניהול התביעה על טובת החברה; שלישית, המשקיעים מהציבור הם שמממנים את ביטוח האחריות לנושאי המשרה, והם שנושאים ברוב העלויות, הישירות והעקיפות, של התביעה הנגזרת, לרבות עלויות ניהול ההליך של החברה, של נושאי המשרה, ובמקרים רבים גם של התובע הנגזר. לפיכך פער האינטרסים בין עורך הדין המוביל את התביעה לבין ציבור המשקיעים מעלה חשש שהמשקיעים מהציבור יממנו הליכים משפטיים הפוגעים באינטרסים שלהם או לכל הפחות אינם תורמים להם.

בחלק זה נעמוד על שני קשיים עיקריים הכרוכים במנגנון התביעה הנגזרת בחברה ציבורית. ראשית, המנגנון מתעלם ממעמדם של המשקיעים הגדולים בחברה ציבורית – הגופים המוסדיים. שנית, האינטרסים של השחקנים השונים בהליך עלולים להוביל לפשרות שאינן הולמות את יעדיה של התביעה הנגזרת. כשלעצמה, החלטה על פשרה אינה בעייתית. אם צדדים מתווכחים מעריכים את סיכויי התביעה ומחליטים לחסוך באמצעות פשרה דיון משפטי עתיר משאבים, היא אפילו רצויה. אולם האינטרסים של בא כוח התובע, של הנתבעים ושל הנהלת החברה עלולים להוביל לפשרות שאינן מקדמות את היעדים העומדים ביסודה של התביעה הנגזרת בחברה ציבורית.

(א) בעלות מבוזרת, גופים מוסדיים והעדר מנגנון רובני

בשנים האחרונות חלה עלייה ניכרת בכוחם של הגופים המוסדיים הן בישראל והן מחוץ לה. בישראל מגמה זו מתרחשת על רקע העלייה במספרן של החברות ללא גרעין שליטה הנסחרות בבורסה בתל אביב.⁶⁸ להתפתחות זו יש כמה השלכות על התביעה הנגזרת ככלי לאכיפת חובות זהירות בחברה ציבורית, במיוחד בחברות בבעלות מבוזרת.

67 אלון קלמנט "פשרה והסתלקות בתובענה הייצוגית" משפטים מא 5, 10–12 (2011) (פער האינטרסים נובע מכך שהתובע ובא כוחו נושאים בכל העלויות והסיכון הכרוכים בניהול התובענה הייצוגית, אולם זוכים רק בחלק מפירותיה; פער זה עלול להוביל לכך שהם יסכימו לפשרות שמקפחות את הקבוצה המיוצגת).

68 אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" המשפט כו 265, 268, ה"ש 23 (2020).

ראשית, ככל שהגופים המוסדיים אקטיביים ומשפיעים יותר, כן פוחת הצורך בשימוש בתביעה הנגזרת כדי לתמרץ נושאי משרה לפעול לטובת המשקיעים, במיוחד כאשר מדובר בכשלים ניהוליים גרידא. ככל שבעלי המניות מתוחכמים יותר, יש בידיהם כלים אפקטיביים יותר להתמודדות עם תפקוד לקוי של נושאי משרה.⁶⁹ בחברה ללא בעל שליטה עומדים לרשות הגופים המוסדיים מנגנוני שוק, כגון שיתוף פעולה עם קרנות אקטיביסטיות או איום בהדחה מהדירקטוריון או אף מדירקטוריונים נוספים.⁷⁰ בישראל, לדוגמה, הגופים המוסדיים מגלים מעורבות פעילה במינוי דירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה, בפרט בחברות עם ביצועי חסר.⁷¹

שנית, ביזור ההחזקות הנרחב של גופים מוסדיים יוצר להם תמריץ להפעיל שיקולים מערכתיים: גופים מוסדיים יפעלו על מנת למרוב את הערך של כל החברות בפורטפוליו שלהם, ולא דווקא את הערך של חברה ספציפית. בהיבט ההרתעה, גופים מוסדיים ישקלו את התועלות והעלויות המערכתיות מהגברת ההרתעה. מחד גיסא, ייתכן שמוצדק לנהל הליך שאינו מקדם את טובת החברה הספציפית אך צפוי לשפר את ההרתעה בשוק המנהלים והדירקטורים בכללותו. מאידך גיסא, גם אם לתביעה יש תוחלת תשואה חיובית ביחס לחברה ספציפית, עלול להיות לה אפקט מצנן מערכתי על היכולת לגייס נושאי משרה איכותיים לחברות ציבוריות. בהיבט הפיזיו, פיזור ההחזקות הנרחב של גופים מוסדיים מקטין עוד יותר את המשקל שהם יעניקו לפיזיו שמגיע מחברת הביטוח, בהינתן שהוא ממומן מתשלומי הפרמיות שהם נושאים בהם בכל החברות בפורטפוליו שלהם. לעלייה רוחבית בפרמיות הביטוח יש השפעה מעריכית על בעלי מניות המחזיקים את תיק השוק.⁷²

לכן משקיעים מוסדיים יעדיפו לפקח על פעילות ההנהלה באמצעות הליכים משפטיים רק במקרה שבו הם סבורים כי התועלת ההרתעתית שהם יוכלו להפיק משימוש במכשיר התביעה הנגזרת תעלה על זו שהם יוכלו להפיק משימוש במנגנוני

69 גושן "קו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל", לעיל ה"ש 2, בעמ' 559–561 (בעלי מניות יעדיפו להטיל סנקציה רק במקרה שבו הועבר ערך מבעלי המניות לנושא המשרה או לבעל השליטה).

70 בחברה עם בעל שליטה, לבעל השליטה יש תמריצי שוק לפעול כדי לפקח על איכות הניהול של נושאי המשרה. ראו Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263, 1281–1282 (2009); וזהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט** 239, 275–276 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

71 חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 68. עסקת אלרגן של חברת טבע מדגימה נקודה זו. בעקבות אותה עסקה סיימו המנכ"ל, נושאי המשרה המעורבים ורוב הדירקטורים את כהונתם בחברה. נשאלת השאלה אם לא נוצרה מכך הרתעה מספיקה. האם נדרשים מנגנונים משפטיים, מעבר למנגנון השוק, כדי להתמודד עם כשלים שאינם נובעים מניגוד עניינים של הדירקטורים? ראו, למשל, אלה לוי-יגריב ושירי חביב ולדהורן "רכישת אלרגן שאימה על עתיד טבע ממשיכה לסבך אותה: הורחבה התביעה בגין העסקה" **גלובס** 30.1.2019. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001271144

72 נתון זה עשוי להסביר מדוע גופים מוסדיים ממעטים להגיש תביעות נגזרות בישראל (ראו להלן ה"ש 73).

פיקוח אחרים. לכאורה היה אפשר לצפות שמשיקעים מוסדיים הם שיגישו תביעות נגזרות, על מנת שבאותם מקרים הם יוכלו לנהל את התביעה לפי ראות עיניהם. אולם משקיעים מוסדיים בישראל אינם מגישים תביעות נגזרות.⁷³ דיני החברות מחייבים אישור של בעלי המניות בחלק מההחלטות שקיים לגביהן חשש לניגוד עניינים שבגיניו ההחלטה שעשויה להתקבל עלולה להיות מנוגדת לטובתם של בעלי המניות. אולם הליכי התביעה הנגזרת אינם מותנים באישורם של בעלי המניות (אלא בפיקוחו של בית המשפט). התובע, שמחזיק פעמים רבות באחוז זעום ממניות החברה, הוא שמוביל את ההליך בשם בעלי המניות, והוא שמקבל החלטות על פשרה. במקרה שבעל מניות סבור כי הפשרה מנוגדת לטובת החברה, הוא רשאי להגיש התנגדות לפשרה, ולהסביר מדוע על בית המשפט להימנע מאישורה.⁷⁴ אולם בפועל בעלי מניות אינם נוטים להתנגד לפשרות.⁷⁵

73 רשות ניירות ערך **מחקר אכיפה פרטית 2011–2017** (2019) www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Enforcement/Private_Informent/Researchs/Documents/Research.pdf (להלן: רשות ניירות ערך **מחקר אכיפה פרטית**). ניתן לחשוב על כמה הסברים להימנעות הזאת: ראשית, ייתכן שהם סבורים כי למוסד זה אין ערך משמעותי, וכי הוא כרוך בעלויות גבוהות מדי; שנית, ייתכן שניגודי עניינים מניאים אותם מלפעול נגד בעלי שליטה ונושאי משרה; שלישית, ייתכן שמבנה התמריצים של המשקיעים המוסדיים ימנע אותם מלהגיש תביעה נגזרת, שכן הם שואפים לקרוב את ביצועיהם ביחס למתחריהם, משקיעים מוסדיים אחרים, ולכן בעיית הפעולה המשותפת מניאה גוף מוסדי יחיד מלפעול לקידום הרתעה כללית בשוק או לתקוף כשלים בחברה ספציפית (Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013)). אולם שני הטיעונים האחרונים מוחלשים במידה מסוימת לנוכח נכונותם של הגופים המוסדיים לפעול באופן אקטיבי למינוי דירקטורים בניגוד לעמדתם של ההנהלה או בעלי השליטה. יש לציין כי גופים מוסדיים הגישו בכמה מקרים תובענות ייצוגיות. ראו, לדוגמה, ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (פורסם באר"ש, 28.5.2012); ת"צ (מחוזי מר') 14144-05-09 **הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ נ' לנדמארק גרופ בע"מ** (פורסם בנבו, 27.12.2012). בארצות הברית יש מעורבות פעילה של קרנות פנסיה ציבוריות (שאינן למטרות רווח) בתביעות נגזרות, אך לא של קרנות נאמנות. ראו, למשל, Sean J. Griffith & Dorothy S. Lund, *A Mission Statement for Mutual Funds in Shareholder Litigation*, 87 U. CHI. L. REV. 1149 (2020). Webber, *Private Policing of Mergers and Acquisitions: An Empirical Assessment of Institutional Lead Plaintiffs in Transactional Class and Derivative Actions*, 38 DEL. J. CORP. L. 907 (2014). ממחקרה האמפירי של אריקסון עולה כי משקיעים מוסדיים מגישים תביעות נגזרות בארצות הברית, אך בשיעור נמוך – 33.3%. ראו Jessica Erickson, *Corporate Governance in the Courtroom: An Empirical Analysis*, 51 WM. & MARY L. REV. 1749, 1767 (2010) (להלן: Erickson, *Corporate Governance in the Courtroom*).

74 ס' 202(ב) לחוק החברות.

75 למקרה חריג שבו הוגשו התנגדויות להסדר הפשרה על ידי בעלי מניות בחברה ראו ת"ג (כלכלית ת"א) 27061-07-16 **שיליאן נ' צרפתי** (פורסם בנבו, 2.11.2020).

העדר מעמד לאספה הכללית מעצים את החשש משימוש בכלי התביעה הנגזרת באופן שמנוגד לטובת המשיקיעים. זאת, במיוחד במקרים שבהם האינטרס של בא כוח התובע במרוב הפיצוי מנוגד לטובתם של החברה וציבור המשיקיעים בה. כך, למשל, מתעוררות השאלות אם יש לבעלי המניות אינטרס לנהל הליך שמטרתו היחידה היא פיצוי החברה מקופתה של חברת הביטוח, אם מנגנון הליטיגציה עדיף על חלופות שוקיות לפיקוח על נושאי משרה, והיכן עובר קו הגבול בין ליטיגציה תאגידית לבין היכולת להביא לידי שינוי באמצעות מנגנוני קבלת ההחלטות התאגידיים המסורתיים. למשל, בארצות הברית מסתמנת בתקופה האחרונה מגמה להגיש תביעות נגזרות לצורך קידום נושאים שונים, כולל גיוון מגדרי או אתני בדירקטוריון.⁷⁶ לשיטתנו, נושאים אלו צריכים להיות מוכרעים באמצעות מנגנון קבלת ההחלטות הרובני (אקטיביזם של גופים מוסדיים), ולא באמצעות ליטיגציה שמונעת על פי רצונו של בעל מניות יחיד.

(ב) האינטרסים של השחקנים

(1) בא כוח התובע

התביעה הנגזרת בחברה ציבורית מובלת על ידי עורכי דין שעושים זאת משיקולים כלכליים – שכן הטרחה הצפוי מניהול התיק.⁷⁷ המקור הראשון לפער בין האינטרסים של בא כוח התובע הנגזר לבין האינטרסים של המשיקיעים הוא העובדה שבא כוח התובע אינו שוקל את השאלה אם ניהול התביעה הוא לטובת החברה. מקור נוסף לפער האמור הוא המנגנון לקביעת שכר הטרחה. לפי הדין בישראל, שכר הטרחה של בא כוח התובע נקבע בהתאם לסכום הפיצוי שהשיג עבור החברה.⁷⁸ לפיכך

76 ראו, למשל, Francesca Odell, Victor Hou & James Langston, *Shareholder Complaints Seek to Hold Directors Liable for Lack of Diversity*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Aug. 11, 2020), corpgov.law.harvard.edu/2020/08/11/shareholder-complaints-seek-to-hold-directors-liable-for-lack-of-diversity/. השוו תנ"ג (כלכלית ת"א) 44096-04-19 **בנסון נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ**, פס' 36 לפסק הדין (פורסם בנבו, 3.11.2019): "בעל-מניות בודד אינו זה שאמור לקבל את ההחלטות הניהוליות עבור החברה, והוא אינו יכול לכן להחליף את הדירקטורים ונושאי המשרה בחברה בהקשר זה." בפרשה זו פסקה השופטת רונן כי אין מקום לאפשר לבעל מניות למנוע את נושאי המשרה בחברה מלהשלים עסקות מכר מקרקעין בהתאם לשיקול דעתם העסקי כאשר אין לו כל טענה ביחס לשיקולים זרים שנשקלו על ידיהם או אף ביחס לתהליך קבלת ההחלטות ולמידע שעמד לרשות הדירקטורים).

77 Coffee, Jr., לעיל ה"ש 37.

78 בעניין ע"א 2046/10 **עזבון שמש נ' רייכרט**, פ"ד סה(2) 677 (2012), שעסק בתובענה ייצוגית, אומצה שיטת האחזים לקביעת שכר הטרחה של עורך הדין, שלפיה שכר הטרחה ייקבע כאחוז מסוים מתוך הסכום שנפסק לטובת הקבוצה. שיטה זו אומצה בפסיקת שכר טרחה וגמול בתביעות נגזרות. ראו, למשל, תנ"ג (כלכלית ת"א) 815-09-13 **לנואל נ' מאור**, פס' 88 לפסק הדין (פורסם בנבו, 14.9.2016) ("סבורני כי בפסיקת שכר טרחה וגמול בתביעות נגזרות נכון להחיל את השיקולים שפורטו בעניין **רייכרט**, בשינויים המחויבים, לרבות לגבי קיומו של יחס ישר בין שכר הטרחה

בא כוח התובע מעוניין לְמַרְב את הפיצוי לחברה, תוך השקעת משאבים מעטים ככל האפשר. מבנה שכר הטרחה יוצר אפוא קונפליקט מובנה בין יעדי האכיפה הפרטית לבין האינטרס של בא כוח התובע. בא כוח התובע יעדיף לְמַרְב את הפיצוי שתקבל החברה בדיעבד, וזאת גם כאשר הדבר אינו עולה בקנה אחד עם טובתם של בעלי המניות (משום שבעלי המניות מעוניינים להימנע מהרתעת יתר או בשל העלייה הצפויה בפרמיות הביטוח).

על תמריציו של בא כוח התובע יש להוסיף את ההשפעה של ביטוח האחריות שהחברה רוכשת עבור נושאי המשרה. בא כוח התובע יעדיף לְמַרְב את הסכום שהביטוח ישלם. במישור העילה, על מנת שיהיה כיסוי ביטוחי, יעדיף בא כוח התובע להגיש תביעות על הפרת חובת זהירות ולא על הפרת חובת אמונים, גם כאשר טובתם של בעלי המניות מצדיקה הגשת תביעה בגין הפרת חובת אמונים;⁷⁹ ובמישור הסעד יעדיף בא כוח התובע שהסכום כולו ייגבה מחברת הביטוח, ולא מנושאי המשרה (אשר לרוב אין להם יכולת לעמוד בתשלום הפיצוי), גם במקרים שבהם לבעלי המניות יש אינטרס לגבות מנושאי המשרה כדי לייצר הרתעה אפקטיבית.⁸⁰

(2) נושאי המשרה הנתבעים

את האינטרסים של נושאי המשרה אי-אפשר לנתק מביטוח האחריות שהחברה רוכשת עבורם. ככלל, חברת הביטוח – ולא נושאי המשרה – היא שנושאת בעלותה של ההגנה המשפטית.⁸¹ כמו כן, אלא אם כן ייקבע כי התנהגות הנתבע שוללת את הכיסוי הביטוחי, חברת הביטוח היא הנושאת בחבות הכספית במקרה של הטלת אחריות. לפי חוק החברות, ביטוח אחריות אינו יכול לכסות הפרת חובת זהירות בפזיזות או הפרת חובת אומן בחוסר תום לב.⁸²

לנושאי משרה שמוגשת נגדם תביעה יש שלושה אינטרסים מרכזיים: ראשית, יש להם אינטרס שלא תוטל עליהם חבות כספית שהם יידרשו לשלמה מכיסם; שנית, יש להם אינטרס שבית המשפט לא יקבע כי הם כשלו במילוי תפקידם, בשל הפגיעה

והגמול שייפסק למבקש ובאי כוחו לבין הסכום שאלו הצליחו 'להשיג' לחברה בסופו של יום במסגרת ההליך...").

79 להדגמת נקודה זו ראו ת"א (מחוזי חי') 163-03 **תקוה בע"מ – כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד נ' פינקוביץ**, פס' 179 (פורסם בנבו, 21.3.2013), שם מתח בית המשפט ביקורת על נסיגתם של התובעים למזער את חלקו של אחד הנתבעים לכדי רשלנות בלבד, במקום הפרת חובת אמונים, על מנת להגיע ל"כיס העמוק" של חברת הביטוח.

80 הספרות האקדמית בתחום התובענות הייצוגיות מתייחסת לפער האינטרסים בין בא כוח התובע לבין הקבוצה המיוצגת, שבגינו קיים חשש שבא כוח התובע המייצג לא יפעל להשגת הסעד אשר הולם באופן מיטבי את האינטרסים של חברי הקבוצה. כך, לתובע, אשר אינו זוכה בכל הסכום הכספי אלא רק בחלק ממנו, יהיה תמריץ להעדיף פשרה מהירה בעלת ערך נמוך מדי מבחינת הקבוצה. ראו קלמנט, לעיל ה"ש 67.

81 כתלות בהסדרי הביטוח, ייתכן שהחברה היא שתישא לפחות בחלק מהוצאות ההגנה. אולם מכיוון שנושא המשרה אינו נושא בהוצאות בעצמו, אין בכך כדי לשנות את מסקנות הניתוח.

82 ס' 261 ו-263 לחוק החברות.

במוניטין הכרוכה בקביעה כזו; לבסוף, יש להם אינטרס לא להיגרר להתדיינות משפטית ארוכה ולא נעימה, שכוללת חקירות נגדיות, תצהירים, עדות בבית המשפט ועוד, ואשר עלולה אף היא לפגוע במוניטין שלהם. לפיכך נושאי המשרה הנתבעים יעדיפו פשרות המשולמות במלואן על ידי חברת הביטוח, ועדיף מוקדם ככל האפשר, מבלי שייקבעו בהליך ממצאים העלולים לגרור פגיעה מוניטין. לנושאי המשרה בוודאי אין אינטרס בקביעות שישללו מהם את הגנת הביטוח. לפיכך לנתבעים יש תמריץ מובהק לפשרה מהירה, גם אם היא כרוכה בתשלום סכום משמעותי מחברת הביטוח.⁸³

(3) החברה

ניהול התביעה עשוי להיות מנוגד לטובת החברה, לנוכח המשאבים הנדרשים לניהול, הסיכון של חשיפת מידע שיפגע בחברה והחשש מהרתעת יתר של נושאי משרה.⁸⁴ ככל שניהול התביעה מנוגד לטובת החברה בדיעבד, כן יהיה לחברה (ובעקיפין למשקיעים) אינטרס בסילוק התביעה בשלב מוקדם ככל האפשר. חוק החברות קובע כי אחד התנאים לאישור תביעה נגזרת הוא שניהול התביעה הוא לטובת החברה.⁸⁵ אולם, אם מערכת המשפט אינה יוצרת מנגנון יעיל לסינון מהיר של תביעות שניהולן פוגע בחברה, נוצר גם לחברה (ולא רק לנושאי המשרה) אינטרס להגיע לפשרה, גם במחיר של עלייה מסוימת בפרמיות הביטוח, וזאת כדי למנוע את הפגיעה הצפויה לחברה מניהול ההליך המשפטי.⁸⁶

(4) חברת הביטוח

חברת הביטוח היא שמשלמת מכיסה את החבות הכספית המוטלת על נושאי המשרה. לפיכך, בניגוד לנושאי המשרה, חברת הביטוח אמורה להסכים לפשרות רק במקרים שבהם קיימת עילת תביעה מוצקה. יתר על כן, חברת הביטוח אמורה לסרב לשלם מקום

83 עשויים להיות מקרים שבהם עצם הפרסום על הגעה לפשרה בסכום גבוה יגרור נזק מוניטין לנושאי המשרה הנתבעים. למיטב ידיעתנו, אין מחקרים אמפיריים בישראל או מחוץ לה שבוחים את ההשפעה של הסדרי פשרה בתביעות נגזרות על נושאי המשרה. עם זאת, חשוב לציין כי לנושא המשרה עדיף בכל מקרה הסדר פשרה מוקדם, ללא פרסום קביעות עובדתיות בנוגע לחלוקת האחריות בין נושאי משרה ספציפיים, על קביעות שיפוטיות בנוגע לאחריותו של נושא משרה זה או אחר.

84 על האינטרסים של המשקיעים בפיצוי ובהרתעה עמדנו לעיל בתת-פרק 1א. הדיון כאן מתמקד בטובת החברה שבשמה התביעה מוגשת.

85 ס' 198(א) לחוק החברות.

86 מערך האינטרסים של החברה בהתמודדות עם תביעות נגזרות דומה במידה מסוימת לזה שבהתמודדות עם חקירות פליליות, בהקשר של הסדרי טיעון. ראו Asaf Eckstein & Gideon Parchomovsky, *The Reverse Agency Problem in the Age of Compliance* 26–43 (U. of Penn., Inst. for L. & Econ. Research Paper No. 19–38, 2019), papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3460064. ראו גם אסף אקשטיין "הסדרים מותנים בידי תאגידים" **מחקרי משפט** לב 451, 481–476 (2019) (לחברות יש תמריץ להתקשר בהסדר אי-העמדה לדין או בהסדרי דיחוי תביעה, מאחר שהם מאפשרים להן להימנע מהליך פלילי, אשר גוזל זמן יקר שאפשר לנצל לניהול העסקים השוטפים, ויוצר אפקט מצנן כלפי נושאי משרה מכהנים או פוטנציאליים).

שההפרה המיוחסת לנושאי המשרה אינה מאפשרת כיסוי ביטוחי (כגון הפרת חובת זהירות בפזירות). אולם בחינה מעמיקה יותר של האינטרסים של חברת הביטוח מעלה תמונה מורכבת יותר.

ראשית, חברת הביטוח מממנת את הוצאות ההגנה של נושאי המשרה (ולעיתים גם את אלה של החברה). לפיכך, בהעדר מנגנון יעיל לסילוק תביעות שאינן לטובת החברה ובעלי מניותיה, לחברת הביטוח יהיה תמריץ להתפשר רק כדי לחסוך את עלויות ההגנה, וזאת במיוחד כאשר מדובר בתביעות בסכומים גדולים או בתביעות שמחייבות הליך בירור ממושך. שנית, כפי שהוסבר בחלק הקודם, מבטחי אחריות נושאי משרה נוקטים גישה פסיבית יותר בניהול תביעות מאשר מבטחי אחריות אחרים,⁸⁷ לנוכח האינטרס המובנה שלהם לפעול בהתאם לאינטרסים של מנהלי החברות הציבוריות: אומנם בעלי המניות הם שמשלמים את הפרמיות, אולם נושאי המשרה הם שבוחרים עם מי החברה תתקשר בפוליסה לביטוח אחריות. לפיכך קיים חשש שמבטחי האחריות לא ימהרו לשלול כיסוי ביטוחי מנושאי משרה גם כאשר הדין אינו מאפשר כיסוי ביטוחי, במיוחד במקרים שבהם התביעה אינה עוסקת בכשלים שהובילו להתעשרותם של נושאי המשרה. שלישית, חברות הביטוח חשופות לסיכונים משפטיים אם יסרבו לפשרות סבירות או ינסו לטעון להחרגות מהפוליסה.⁸⁸

יתר על כן, חברות רוכשות פוליסה אחת לכל נושאי המשרה הנתבעים. לעובדה שכל נושאי המשרה מכוסים על ידי אותו מבטח יש השפעה דרמטית על הטקטיקה של ניהול ההליך. למיטב ידיעתנו, ברוב המקרים של המקרים כל נושאי המשרה מיוצגים על ידי אותם עורכי דין. הליך שבו נושאי משרה מנסים "להפיל אשמה" על נושאי משרה אחרים צפוי להעלות את סכום הפיצוי שבו יישא המבטח של כל נושאי המשרה, ולכן, גם כאשר הייצוג נפרד, אין לחברת הביטוח אינטרס בחלוקת האחריות והאשמה בין הנתבעים השונים.⁸⁹ האינטרס של בעלי המניות, לעומת זאת, הוא חשיפת מידע שיתרום להרתעה ויסייע בשכלול שוק הדייקטורים ונושאי המשרה.

(ג) תמריצי פשרה

הניתוח שלעיל מצביע על זיקה בין קיום כיסוי ביטוחי לנושאי משרה נתבעים לבין התמריצים שיש לצדדים בתביעות נגזרות להגיע לפשרות מהירות, אשר אינן משרתות בהכרח את האינטרסים של בעלי המניות. הסיכוי לפשרה מהירה הוא פונקציה של הליכי הסינון שבתי המשפט מפעילים והוודאות של הדין הרלוונטי.

87 Verstein, לעיל ה"ש 37; BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12.

88 מדובר בעיקרון מרכזי בביטוח לפי הדין האמריקני – המבטח ישלם את מלוא הסכום, גם מעבר לכיסוי שנקבע בפוליסה, אם סירב להתפשר, ככל שמדובר בפשרה סבירה. BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 138–140.

89 כל עוד כל נושאי המשרה מבוטחים באותה פוליסה, קשה גם להעלות על הדעת מצב שבו הם יגישו תביעות זה נגד זה. להצעה לקבוע חובת נאמנות הדדית בין נושאי משרה באותה חברה ראו Asaf Eckstein & Gideon Parchomovsky, *Toward a Horizontal Fiduciary Duty in Corporate Law*, 104 CORNELL L. REV. 803 (2019).

(1) פשרות מטעמי היסכון בעלויות

נתבע רציונלי עשוי להתפשר גם בתביעה שסיכוי קבלתה – אילו התנהל הליך מלא – הוא נמוך, וזאת על מנת לחסוך בעלויות ההתדיינות ולמנוע סיכון שגם תביעה חסרת בסיס תתקבל.⁹⁰ מנקודת המבט של התובע, תביעה כזו היא מהלך הגיוני כאשר הגשתה אינה כרוכה בעלויות גבוהות וקיים סיכוי לפשרה. הסיכון לפשרות כאלה גובר בשני מצבים: ראשית, כאשר סכום התביעה משמעותי מאוד ביחס להוצאות התובע;⁹¹ ושנית, כאשר הדין אינו מבטיח סינון מהיר ואפקטיבי של תובענות חסרות בסיס.

חשש לפשרות כאלה אינו ייחודי לתביעות נגזרות. אולם בתביעה הנגזרת התממשותו של חשש זה תפגע בעיקר בציבור המשקיעים, שהוא הציבור שהתביעה הנגזרת מיועדת להגן עליו ואשר בא כוח התובע הנגזר מתיימר לייצג. ציבור המשקיעים הוא שמממן (דרך הביטוח) את הוצאות כל הצדדים ואת הפיצוי לחברה. בתחום התאגיד, ובמיוחד בחברות גדולות, קל למצוא עילות תביעה שסכום הנזק בהן גבוה לכאורה. יתר על כן, התובע זוכה בהנחה משמעותית באגרה,⁹² ובתי המשפט אינם נוהגים לפסוק הוצאות. לפיכך בתביעות נגזרות יש חשיבות מיוחדת לאפקטיביות של הליכי הסינון שבתי המשפט מפעילים – הן בשלב גילוי המסמכים והן בשלבים מוקדמים אחרים.

(2) פשרות על חשבון הביטוח

חברת הביטוח משלמת את הפיצוי מכיסה ולכן, לכאורה, אין לה סיבה להסכים לפשרה שאינה מוצדקת.⁹³ לנושאי המשרה הנתבעים ולבא כוח התובע הנגזר, לעומת זאת, יש אינטרס משותף בפשרות על חשבון הביטוח, ולחברת הביטוח יש שליטה מוגבלת בלבד בהליך. יכולתה של חברת הביטוח להתנגד לפשרות לא מוצדקות תלויה גם ביכולתה להעריך באופן מושכל את הסיכונים והסיכויים המשפטיים. בייקר וגריפית מצאו כי חברות המבטחות אחריות נושאי משרה מסתמכות בעיקר על סטטיסטיקה של תשלום בפשרות קודמות לצורך הערכת הפשרה. בהינתן שההחלטות שבית המשפט מאשר בהן פשרות אינן כוללות הנחיות באשר לחובותיהם של נושאי המשרה וסיכויי התביעה, קשה לחברת הביטוח להעריך את הסיכון המשפטי ולקבל החלטה מושכלת באשר לפשרה

90 קלמנט, לעיל ה"ש 67.

91 קיומו של ביטוח אחריות משפיע גם על פשרות בתביעות סרק. ניתן להסביר את הפשרות בתביעות סרק כתוצר של סיכון מוסרי בדיעבד. בעולם ללא ביטוח אחריות, כאשר נושא המשרה הנתבע צפוי לשלם מכיסו ומוגשת נגדו תביעת סרק שאינה מבוססת, יהיו מקרים שבהם הוא יעדיף להתעקש על צדקתו ולסרב להתפשר בשלב מוקדם. אולם אם חברת הביטוח היא שנושאת בתשלום הפשרה, תמריץ זה מצטמצם, ונושא המשרה יעדיף לחסוך את העלויות הכרוכות בהליך המשפטי. התובעים יודעים זאת, ולכן התמריץ שלהם להגיש תביעות סרק מתחזק. רונן ואשכול, לעיל ה"ש 17, בעמ' 597.

92 ראו להלן ה"ש 107.

93 Coffee, Jr., לעיל ה"ש 37, בעמ' 705.

המובאת לאישורה.⁹⁴ כך נוצר מעין "מעגל שוטה" שבו חברת הביטוח מסתמכת על פשרות קודמות, שהסתמכו גם הן על פשרות קודמות, ולא על הנחיות של בתי המשפט.⁹⁵

ניטול לדוגמה מקרה שבו מוגשת תביעה בגין התנהלות של נושאי משרה שהחוק אינו מאפשר כיסוי ביטוחי בגינה מכיוון שהיא עולה כדי הפרת חובת אמונים בחוסר תום לב. במקרה כזה לבא כוח התובע ולנושאי המשרה הנתבעים יש אינטרס משותף להגיע לפשרה מוקדמת על חשבון הביטוח. לפיכך הם יעשו כל שביכולתם על מנת להסתיר מהביטוח (ומבית המשפט) את העובדה שהתנהלותם של נושאי המשרה אינה מכוסה על ידי הביטוח.⁹⁶ אכן, הצדדים נמנעים פעמים רבות מקביעת סוג ההפרה במסגרת הפשרה בתביעה נגזרת.⁹⁷ יודגש כי הפשרה בנסיבות אלו מנוגדת להוראה קוגנטית של חוק החברות, ואינה תורמת להרתעה מכיוון שהביטוח משלם את הפיצוי במלואו. יתר על כן, כפי שהסברנו בהרחבה, אין לבעלי המניות אינטרס בפיצוי שהם מממנים אותו מראש, באמצעות תשלום פרמיות ביטוח.

דוגמה נוספת היא מקרה שבו מוגשת תביעה נגזרת בגין התנהלות שבעלי המניות העדיפו מראש לפטור את נושאי המשרה מאחריות בגינה.⁹⁸ נניח שמוגשת תביעה נגזרת בחברה שבה הוענק לנושאי המשרה פטור מאחריות. נושאי משרה שיטענו להגנת הפטור מסתכנים בקביעה כי התנהגותם עולה כדי "פזיזות", אשר הפטור אינו חל עליה. לפיכך, כל עוד שוררת אי-ודאות משפטית לגבי התנאים לתחולתה של הגנת הפטור, לבא כוח התובע ולנתבעים יהיה קל לשכנע את חברת הביטוח להסכים לפשרה. אולם גם תוצאה זו מובילה לכך שבעלי המניות מממנים ביטוח שמגן על נושאי המשרה מפני תביעה שבעלי המניות העדיפו מראש לא לנהל.

94 Tom Baker & Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements*, 157 U. PA. L. REV. 755 (2009).

95 BAKER & GRIFFITH, לעיל ה"ש 12, בעמ' 200–234.

96 דוגמה לכך ניתן למצוא בתנ"ג (כלכלית ת"א) 41255-11-16 **טלמור נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ**, פס' 39 לפסק הדין (פורסם בנבו, 6.4.2020), שבו תואר אחד השיקולים ששקלה ועדת התביעות שהוקמה, אשר עמדתה ביחס לפשרה התקבלה: "שיקול נוסף ומהותי אשר פורט בנימוקי הוועדה הינו, כי תחת מסלול אשר אינו בדרך של פשרה, קיים סיכוי גדול וסביר כי חברות הביטוח תעלנה במלוא עוון טענות בדבר העדר כיסוי, אשר אינן מופרכות מיסודן – וככל שאלו תתקבלנה, המשמעות תהא אובדן של אפשרות פשרה הכוללת תשלום כספי ביטוח לחברה." מהראיונות שערכו בייקר וגריפית (שם, בעמ' 141) עולה שעורכי הדין של התובעים ירצו להתפשר במסגרת הביטוח מאחר שכל הסדר שיכלול תשלום שאינו מכוסה על ידי הביטוח יגרוור התנגדויות משמעותיות שיצריכו השקעה גבוהה יותר של משאבים מצידם. לכן הם יימנעו ככל האפשר מטענות בדבר פעולה מכוונת בניגוד עניינים. ראו גם Baker & Griffith, לעיל ה"ש 94.

97 Kamar, לעיל ה"ש 1, בעמ' 903; Verstein, לעיל ה"ש 37 (בשלב שבו הנתבע והתובע החליטו להתפשר, לשניהם יש תמריץ שהביטוח ישלם, ולכן אין להם כל תמריץ להציג את ההתנהלות ככזו שכרוכה בהפרת חובת אמונים; חברות ביטוח מתמקחות על כך רק במקרים נדירים).

98 ס' 258 ו-263 לחוק החברות.

ניתן לטעון כי לחברות הביטוח יש כלים למנוע פשרות לא מוצדקות. התעקשות של חברת הביטוח על ניהול "הליך לדוגמה" עד למתן החלטה שתבהיר את המצב המשפטי עשויה לשפר את יכולתה לתמחר סיכונים משפטיים ולהעריך פשרות שמובאות לאישורה. ניהול הליך משפטי עד תומו אף אינו כרוך בהכרח בחשיפה כלכלית משמעותית של חברת הביטוח (למשל, אם בתום ההליך ייקבע כי נושא המשרה נהג בחוסר תום לב סובייקטיבי ולכן אינו זכאי להגנה ביטוחית). אולם, כפי שהסברנו לעיל, כל עוד בעלי המניות ממשיכים לממן את תשלומי הפרמיות, לחברת הביטוח יש תמריץ מובנה להיטיב עם נושאי המשרה, ולא להותיר אותם ללא כיסוי ביטוחי. נושאי המשרה עשויים לשאת בסיכון כלכלי משמעותי בהליך כזה, ואם חברת הביטוח תותיר אותם חשופים לחבות בסכומי עתק ללא הגנה, מדובר בהפניית עורף כבדת משקל, אשר עלולה להוריד את הביקוש הכללי לשירותיה ואף לחשוף אותה משפטית מול נושאי המשרה המבוטחים. יתר על כן, השוק מורכב מכמה מבטחי משנה, אשר חלוקת הכיסוי ביניהם עשויה להשתנות מחברה לחברה ועל פני זמן. לפיכך ההנחה כאילו מדובר בשחקן חוזר מונוליתי, שיש ביכולתו לפעול באופן אסטרטגי על פני מספר רב של תיקים, אינה מדויקת.

פשרות מהירות על חשבון הביטוח בלבד מנוגדות לטובת המשקיעים. פשרה שמתקבלת בשלב מוקדם ללא כל ממצא שיפוטי באשר להתנהלותם של נושאי המשרה אינה תורמת להרתעתם. אם באישור הפשרה בית המשפט אינו קובע הנחיות באשר למצב המשפטי, הפשרה גם אינה תורמת לפיתוח הדין.⁹⁹ התרומה היחידה של הפשרה למשקיעים היא פיצוי מידי חברת הביטוח. אולם, כפי שהסברנו לעיל בהרחבה, למשקיעים אין אינטרס בפיצוי בנסיבות אלו.

ריבוי פשרות גבוהות שמשולמות על ידי הביטוח יכולות לגרור שלוש תגובות אפשריות: ראשית, עלייה בפרמיית הביטוח, שמוטלת על כתפיהם של בעלי המניות; שנית, צמצום הכיסוי ביטוחי; שלישית, במצב קיצוני של משבר ביטוחי, סירוב של חברות הביטוח לבטח נושאי משרה בחברות ציבוריות.

(3) בית המשפט

ניתוח האינטרסים של המשתתפים מלמד כי לבית המשפט יש תפקיד חיוני במסגרת המאמץ להבטיח שהתביעה הנגזרת משרתת את תכליתה של האכיפה הפרטית בדיני התאגידים. האינטרסים של בא כוח התובע, של הנתבעים ושל חברת הביטוח שונים

99 דוגמה למקרה שבו אושרה פשרה בסכום גבוה ללא כל אמירה באשר להתנהגות הנתבעים היא עניין **טלמור**, לעיל ה"ש 96. חברת טבע שילמה לרשויות בארצות הברית קנס בגובה 519 מיליון דולר בעקבות מעשי שוחד שביצעה. גם בישראל שילמה טבע קנס בגובה 75 מיליון ש"ח. בעקבות הקנס הוגשה בקשה מקדימה לגילוי מסמכים ולעיון בהם, במטרה להגיש תביעה נגזרת. הפשרה בין הצדדים התגבשה עוד לפני שהוגשה בקשה לאישור תביעה נגזרת. על פי הסדר הפשרה, חברות הביטוח של נושאי המשרה ישלמו לחברה סכום כולל של 50 מיליון דולר. ההחלטה על אישור הפשרה לא כללה התייחסות להתנהגותם של נושאי המשרה, אלא התמקדה בשאלת תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי על החלטתה של ועדה תביעות שמינתה החברה.

מהאינטרס של ציבור המשקיעים, ולעיתים אף מנוגדים לו. בתי משפט המאשרים הסדרים שתוצאתם הבלעדית היא פיצוי לחברה על חשבון הביטוח חוטאים לתפקידם. עליהם לוודא כי פיצוי לחברה יינתן רק בנסיבות שבהן הוא אכן משרת את טובת המשקיעים, ולאפשר סינון יעיל ומהיר של תביעות נגזרות שניהולן מנוגד לטובת החברה, מראש או בדיעבד. אם מערכת המשפט אינה יוצרת כלים אפקטיביים לסינון מהיר של תביעות נגזרות שאינן לטובת המשקיעים, התמריצים של כלל הצדדים עלולים לגרום לכך שמשקיעים יממנו פשרות על חשבון הביטוח רק מטעמי חיסכון בעלויות.¹⁰⁰ על בתי המשפט לקדם ודאות משפטית על ידי קביעת נורמות התנהלות לנושאי משרה, וכך יתאפשר לחברות הביטוח להעריך את הפשרות המובאות לאישורן. בית המשפט נדרש גם לפקח על פשרות – גם אם לכאורה משולם בהן סכום נדיב מקופתה של חברת הביטוח – כדי לוודא שהן עולות בקנה אחד עם טובת המשקיעים.

(ד) עלות ייצור ההרתעה

לתביעה הנגזרת עשוי להיות ערך הרתעתי מסוים גם בתיקי חובת זהירות שבהם הפיצוי משולם במלואו על ידי חברת הביטוח, וזאת באמצעות פגיעה במוניטין של נושאי משרה שכשלו, העלות הלא-ממונית הנלווית להליך המשפטי או הבהרה של בתי המשפט בדבר תוכן החובות של נושאי משרה. אולם תמריצי הפשרה של הצדדים וקיומו של ביטוח פועלים למנוע בירור עובדתי שיבהיר מיהם נושאי המשרה שכשלו ומי עמדו בציפיות מהם, כמו גם קביעות משפטיות שיסייעו בהבהרת הדין. נוסף על הקשיים האמורים, נשאלת השאלה אם אי-אפשר להשיג יעדים הרתעתיים אלו באמצעים שאינם מצריכים שילוב של תביעות בסכומי עתק וביטוח אחריות שכל תכליתו היא לנטרל את החשיפה הממונית של נושאי המשרה.

הפיצוי בגין הפרת חובת הזהירות מבוסס על הנזק שנגרם לחברה, ולכן במקרים רבים הוא אסטרונומי מנקודת המבט של נושאי המשרה. העדר האפשרות לפיצול בין הסעד הנתבע לגובה הנזק (ללא שימוש בביטוח) מגדיל במידה משמעותית את עלות ייצור ההרתעה. כך, כדי להרתיע נושאי משרה באמצעות חשיפה אפשרית של כשל במעשיהם או פיתוח הדין, מופעל "תותח כבד" של תביעות בסכומי עתק וכיסוי ביטוחי מלא לנושאי המשרה, אשר מגולגל בסופו של דבר על בעלי המניות. החשיפה המשפטית לחבות בסכומים גבוהים מגדילה את הסיכוי שבעלי המניות יאשרו ביטוח אחריות לנושאי המשרה מלכתחילה, ומקדמת את המרוץ לפשרות מהירות לאחר הגשת התביעה. לפיכך עולה השאלה אם אי-אפשר לייצר הרתעה אפקטיבית לנושאי המשרה בעלות נמוכה יותר. בפרק ד נדון בתשובות אפשריות לשאלה זו.

100 ניתוח זה נכון גם אם בתי המשפט מרחיבים יתר על המידה את אחריות הדירקטורים, אולם רשימה זו אינה עוסקת בדין המהותי.

3. סיכום: אמות מידה להערכת תביעות נגזרות בחברות ציבוריות

טענתנו המרכזית אם כן היא כי התביעה הנגזרת תתרום להגנת המשקיעים רק אם היא תצליח לספק הרתעה או פיצוי מעבר לכיסוי הביטוחי. הניתוח שערכנו בפרק זה מצביע על כמה אמות מידה להערכת מוסד התביעה הנגזרת.

ראשית, תביעה נגזרת תהיה בעלת ערך גבוה יותר אם היא מוגשת בגין פעולה בניגוד עניינים של נושאי משרה או בעל שליטה. במקרים כאלה למשקיעים יש אינטרס משמעותי בהרתעה, החשש מהרתעת יתר נמוך יותר, והכיסוי הביטוחי אינו אמור לחול, כך שלבעלי המניות יש אינטרס גם בפיצוי. לעומת זאת, בתביעות נגזרות שאינן בגין ניגוד עניינים האינטרס של בעלי המניות בהרתעה הוא מוגבל, ויש להניח שהפיצוי ישולם על ידי חברת הביטוח.

שנית, יש להבחין בין מקרה שבו מלוא הפיצוי משולם על ידי חברת הביטוח לבין מקרה שבו נכנס לחברה כסף "חדש" (החזרת כספים על ידי בעל השליטה, ביטול עסקה בעייתית או פיצוי שאינו משולם במלואו על ידי הביטוח). במקרה הראשון הפיצוי אינו בעל ערך הרתעתי, ולבעלי המניות אין אינטרס בפיצוי שהם מממנים דרך פרמיות הביטוח. במקרה השני לתביעה הנגזרת יש ערך הרתעתי, ולבעלי המניות יש אינטרס בפיצוי.

שלישית, גם כאשר הפיצוי משולם במלואו על ידי חברת הביטוח, תביעה נגזרת יכולה לייצר הרתעה אם ההליך כרוך בגילוי עובדות המצביעות על התנהלות בעייתית של הנתבעים, ואם בית המשפט מתייחס בהחלטתו לשאלה אם התנהלות הנתבעים הייתה מנוגדת לכאורה לחובותיהם. החלטות בדבר אישור פשרה בשלבים מקדמיים, אשר נעדרות התייחסות לעילת התביעה לגופה, אינן תורמות להבהרת הציפיות מנושאי משרה (ואינן מסייעות לחברות הביטוח להעריך את הפשרות המובאות לאישורן). רביעית, פשרות שניכר בהן כי נועדו רק לחסוך לנתבעים את עלויות ההתדיינות מנוגדות לאינטרס של בעלי המניות בהרתעה ובפיצוי.

פרק ב: התנאים להגשת תביעה נגזרת – מבט השוואתי

בפרק זה נבחן את הכללים המשפטיים המסדירים את מנגנון התביעה הנגזרת בישראל, ונשווה אותם לכללים מקובלים בשתי מדינות אחרות עם שוקי הון מפותחים. בחינה זו תראה כי ישראל היא חריגה בכך שהמשטר המשפטי בה מקל הגשת תביעות נגזרות בחברות ציבוריות.

1. ישראל

בעשור הראשון שלאחר חקיקת חוק החברות, מנגנון התביעה הנגזרת בחברות ציבוריות לא היה פעיל כמעט. לדוגמה, בשנת 2007 הוגשו רק שמונה תביעות נגזרות בחברות פרטיות ובחברות ציבוריות גם יחד.¹⁰¹ משנת 2010 חלו שני שינויים דרמטיים. ראשית, הוקמה המחלקה הכלכלית, ובכמה תיקים שזכו בחשיפה משמעותית פסקו בתי המשפט לטובת תובעים וזיכו את עורכי הדין בשכר טרחה משמעותי.¹⁰² שנית, הועבר תיקון מס' 16 לחוק החברות, אשר אפשר לרשות ניירות ערך לממן תביעות נגזרות וכלל תיקונים נוספים שהקלו הגשת תביעות נגזרות. גורמים אלו הובילו לעלייה משמעותית במספר התביעות הנגזרות. כך, למשל, בשנת 2019 הוגשו 60 תביעות נגזרות בשם חברות פרטיות וחברות ציבוריות.¹⁰³ מדובר בעלייה של יותר מ-600% במספר הכולל של תביעות נגזרות במהלך תקופה של כ-15 שנים.

היקף השימוש בתביעה הנגזרת בחברות ציבוריות מושפע ממגוון רחב של כללים משפטיים ומגישתם של בתי המשפט להליכי אכיפה קבוצתיים. כפי שעולה מההשוואה למדינות אחרות שתיערך בהמשך הפרק, הדין בישראל מקל יחסית הגשת תביעות נגזרות. חוק החברות עוצב בתקופה שבה לא הייתה בישראל אכיפה פרטית משמעותית בתחום דיני התאגידים, והוא כולל הוראות שמקילות על תובעים, כגון יצירת עילות תביעה ייחודיות וקביעת הסדרי בטלות ביחס לעסקאות שלא אושרו במנגנון הקבוע בחוק.¹⁰⁴ כמו כן, בניגוד לחקיקה בכמה מדינות אחרות, החוק בישראל אינו דורש החזקות הוניות מינימליות או אישור של בעלי המניות לצורך הגשת תביעה נגזרת.¹⁰⁵

Yifat Aran & Moran Ofir, *The Effect of Specialised Courts over Time*, in TIME, LAW, AND CHANGE: AN INTERDISCIPLINARY STUDY 167 (Sofia Ranchordás & Yaniv Roznai eds., 2020).

102 ראו, למשל, את ההחלטה בעניין ת"צ (כלכלית ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ** (פורסם בנבו, 15.5.2011). אומנם מדובר בתובענה ייצוגית, אך התביעה עסקה בניגוד עניינים של בעלת השליטה, והיותה איתות לשוק בנוגע לנכונותה של המחלקה הכלכלית לתגמל באופן נדיב תובעים שהביאו תועלת לקבוצה. דוגמה נוספת היא התביעה הייצוגית בעניין רכישות מניות על ידי בעלת השליטה שהביאו לידי הוצאת חברת דלק אנרגיה מהמדדים שבהם היא נסחרת. ראו ת"צ (כלכלית ת"א) 35879-05-14 **זולטי נ' קבוצת דלק בע"מ** (פורסם בנבו, 20.2.2017).

103 הנהלת בתי המשפט "כמות התיקים שנפתחו לאישור תביעה נגזרת" **היחידה הממשלתית לחופש המידע** 24.2.2020 foi.gov.il/he/node/8356.

104 ראו ס' 280(א) ו-330 לחוק החברות. הוראת הבטלות מקילה על תובעים מכיוון שכל פגם מהותי בהליך האישור יוצר לכאורה עילת תביעה, וזאת במנותק מהוגנות העסקה. ראו, למשל, אילון בלום, שרון חנס, רויטל יוסף ובני לאוטרבך "שווייה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי" **משפטים** נא 769 (2022); אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761, 772–773 (2018); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381, 407–410 (2002).

105 לדין בכללים אלו ראו להלן ה"ש 288.

חוק החברות גם מעניק כיום לתובע הנגזר זכות לגילוי מוקדם של מסמכים.¹⁰⁶ נוסף על כך, תובע נגזר נהנה מהקלות בתשלום אגרה, והמחוקק קובע הסדרים לכיסוי ההוצאות הכרוכות בניהול התיק.¹⁰⁷ זאת ועוד, בתי המשפט בישראל נוטים לא להכיר ביכולתם של דירקטורים לקבל החלטה אם על החברה לתבוע דירקטורים אחרים, בעבר או בהווה, וזאת גם כאשר מדובר בחברות ללא בעלי שליטה.¹⁰⁸ יתר על כן, לחברות או לנושאי המשרה הנתבעים אין דרך פשוטה לסלק תביעות על הסף, לפני החלטה בבקשת האישור. כפועל יוצא מכך לא עלה בידינו לאתר מקרה שבו נדחתה על הסף בקשה לאישור תביעה נגזרת בגלל הגנת הפטור, למשל.¹⁰⁹ ואם לא די בכך, במקרה שבו מאושרת תביעה נגזרת, הפסיקה מגבילה מאוד את יכולת החברה להעלות טענות לגבי התנהלותו של התובע הנגזר ביחס למסמכי החברה ולמשאביה, וסוגיות אלו נתונות בדרך כלל לשיקול דעתו הבלעדי של התובע הנגזר.¹¹⁰ לבסוף, כפי שנראה בהמשך,

106 לפי ס' 198 לחוק החברות, מי שרשאי להגיש תביעה נגזרת רשאי לבקש מבית המשפט כי יורה לחברה לגלות מסמכים שקשורים להליך אישורה של התביעה הנגזרת. בית המשפט יאשר את הבקשה אם שוכנע כי המבקש העמיד תשתית ראיתית ראשונית לקיומם של התנאים לאישור התביעה הנגזרת. להרחבה ראו נועם זמיר ואריק ברנאייזן "גילוי מסמכים לפני בקשה לאישור תביעה נגזרת" **ספר גרוניס** (אהרן ברק ואח' עורכים, צפוי להתפרסם ב-2022); יעל ארידור בראילן "גילוי מסמכים" כזירת הקרב המרכזית בהליכי תובענה נגזרת" **קריית המשפט** יא 1 (2018). לנתונים אמפיריים בנוגע לשימוש הגובר בבקשות לגילוי מסמכים ראו להלן תת-פרק ג2. לדוגמה למקרה שמעיד על הקלות שבה בקשות לגילוי מסמכים מאושרות ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 5334-09-17 **אהרונ' נ' בנק הפועלים בע"מ** (פורסם בנבו, 6.1.2021). במקרה זה דובר בתביעה שכל עניינה היה הפרת חובת זהירות, ונקבע כי "די בכך שייקבע כאמור כי טענות המבקש אינן טענות סרק, כי הן מגובות לפחות לכאורה בחומר ראיתי ראשוני המצדיק בירור, וכי לכן אין לדחות את הבקשה לגילוי מסמכים רק מטעם זה" (שם, פס' 18 להחלטה).

107 ראו ס' 199 ו-200 לחוק החברות ותק' 8 לתקנות בתי המשפט (אגרות), התשס"ז-2007 (התובע הנגזר משלם סכום סמלי במועד הגשתה של בקשת האישור, והחברה מכסה את האגרה אם התביעה מאושרת כנגזרת).

108 כפי שנראה בהמשך, בדלוור החלטה של הדירקטוריון לא לאשר תביעה נגזרת, במענה לפנייה מוקדמת, כפופה לכלל שיקול הדעת העסקי.

109 חריג לכך הוא פרשת **בטר פלייס** (ת"א (מחוזי מר') 47302-05-16 **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי** (פורסם בנבו, 12.9.2018)), אלא ששם לא דובר בתביעה נגזרת. עם זאת, בעניין **בנסון**, לעיל ה"ש 76, הגיש המבקש בקשה לגילוי מסמכים לפני הגשת תביעה נגזרת, והבקשה נדחתה הן מהטעם שהבקשה נוגעת בהחלטות עסקיות שחל עליהן כלל שיקול הדעת העסקי והן מהטעם שהאספה הכללית החליטה לפטור את הדירקטורים בחברה מאחריות בגין הפרת חובת זהירות.

110 רע"א 729/17 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**, פס' 32 לפסק דינו של השופט סולברג (פורסם באר"ש, 31.7.2017). לביקורת על החלטה זו ראו עמיר ליכט "פנטסיה לאורגן – כלום רשאית חברה להתערב בתביעה נגזרת בשמה?" **נקודה בסוף משפט** 1.1.2017. www.amirlicht.wordpress.com/2017/01/01/69

בישראל תובעים נגזרים שבקשת האישור שלהם או תביעתם נדחו אינם נושאים בהוצאות הריאליות של החברה והנתבעים.¹¹¹

לצורך השוואה בין הדין בישראל לבין הפסיקה בדלוור נתמקד בשליטה של החברה בתביעה הנגזרת. השאלה היא מתי יכבד בית המשפט את שיקול דעתו של הדירקטוריון בשאלה אם להגיש תביעה בשם החברה נגד נושאי משרה שלה בעבר או בהווה. אף שבית המשפט העליון טרם הכריע בה, נראה שבתי המשפט נוקטים גישה מצמצמת בסוגיה זו, גם במקרים שבהם לחברה אין בעלי שליטה.¹¹²

בעניין **יוויזן** קבע השופט דנציגר כי יש להבחין בין שני מקרים לצורך הכרעה בשאלת תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי על החלטת החברה אם להפעיל את כוח התביעה הנתון בידיה. המקרה האחד הוא תביעה נגד נושאי משרה של החברה או נגד בעל השליטה בה. במקרה כזה קיים חשש לניגוד עניינים, ולכן ההחלטה לא תזכה בהגנת כלל שיקול הדעת העסקי. המקרה האחר הוא תביעה נגד צד שלישי, שאז אין סיבה להניח מראש כי החלטת הדירקטוריון נגועה בניגוד עניינים, ועל כן ההחלטה תהיה זכאית להגנת כלל שיקול הדעת העסקי.¹¹³

בעניין **אינטרקולוני** נדרש בית המשפט העליון לערער על החלטתו של בית המשפט המחוזי לדחות בקשה לאישור תביעה נגזרת נגד נושאי משרה לשעבר.¹¹⁴ במועד הפנייה המוקדמת כבר התחלפו בעל השליטה והדירקטורים (למעט דירקטור חיצוני אחד), ולא הייתה זיקה בין חברי הדירקטוריון הנוכחי לחברי הדירקטוריון הקודם. השופט עמית ראה את הנסיבות האלה כמצדיקות את החלטתו של כלל שיקול הדעת העסקי על החלטת הדירקטוריון לא להגיש תביעה נגזרת.¹¹⁵ אולם השופט סולברג והשופטת ברק-ארז הבהירו כי הם אינם מצטרפים לקביעה זו, שכן היא הייתה למעלה מן הצורך.

בעניין **וולפנר** דן בית המשפט המחוזי (המחלקה הכלכלית) בבקשה לאישור תביעה נגזרת נגד נושאי משרה של חברה בת,¹¹⁶ אשר חלקם כיהנו כנושאי משרה בחברה האם (כימיקלים לישראל) גם במועד הגשת הבקשה.¹¹⁷ השופט אלטוביה קבע כי אין

111 ראו יששכר רוזן-צבי **ההליך האזורי** 153–145 (2015). ראו גם Steven Shavell, *Suit, Settlement, and Trial: A Theoretical Analysis Under Alternative Methods for the Allocation of Legal Costs*, 11 J. LEGAL STUD. 55, 58–62 (1982).

112 כאשר לחברה יש בעל שליטה, שיש לו השפעה משמעותית על מינוים והמשך כהונתם של חברי הדירקטוריון, מתעורר חשש שהטיה מבנית זו עלולה להשפיע על שיקול דעתם של חברי הדירקטוריון, ולכן ההצדקה לאפשר לחברה לשקול את שיקוליה באופן עצמאי נחלשת.

113 עניין **יוויזן**, לעיל ה"ש 11, פס' 35 לפסק הדין.

114 עניין **אינטרקולוני**, לעיל ה"ש 11. בית המשפט המחוזי דחה את הבקשה לאישור תביעה נגזרת מאחר שהמבקש לא היה בעל מניות בחברה ולכן לא היה זכאי להגיש תביעה נגזרת בשמה. בית המשפט העליון אישר קביעה זו.

115 השופט עמית סבר כי באותו מקרה התנאים להחלת כלל שיקול הדעת העסקי מתקיימים. שם, פס' 50 לפסק דינו של השופט עמית.

116 תנ"ג (כלכלית ת"א) 40597-01-18 **וולפנר נ' כימיקלים לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 21.5.2020).

117 מקריאת ההחלטה לא ברור אם הם כיהנו כדירקטורים או כנושאי משרה אחרים.

להתערב בהחלטת הדירקטוריון לא להגיש תביעה נגד המנהלים, וזאת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי וכן בשל סבירות ההחלטה. לנוכח הנימוק השני, לא ראה השופט אלטוביה צורך לדון בהרחבה בטענת המבקש כי בנסיבות המקרה אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי.

לסיכום, הפסיקה טרם נדרשה לשאלה אם על בית המשפט לכבד את שיקול דעתם של הדירקטורים בהחלטה אם לתבוע את עמיתיהם לדירקטוריון או דירקטורים לשעבר. סוגיה זו רלוונטית במיוחד בחברות ללא בעלי שליטה, שבהן עשויה להיות תחלופה גבוהה של דירקטורים, והדירקטורים הנתבעים ממילא עומדים לבחירה מחודשת של בעלי המניות. כפי שנראה בהמשך, חלק ניכר מהתביעות הנגזרות בישראל מוגשות בשם חברות ללא בעלי שליטה. יתר על כן, נראה שבתי המשפט רואים בחיוב הקמת ועדת תביעות גם במקרים שבהם לרוב חברי הדירקטוריון אין עניין אישי בהחלטה.¹¹⁸ החריג היחיד (בינתיים) הוא שינוי שליטה בחברה אשר חל בנסיבות שבהן ניתן להניח כי בעל השליטה החדש והדירקטורים מטעמו לא יהססו למצות עילות תביעה של החברה.¹¹⁹

2. דלוור

למיטב ידיעתנו, דלוור (כמו גם מדינות נוספות בארצות הברית) היא בין המדינות היחידות בעולם (נוסף על ישראל) שבהן נעשה שימוש בתביעה הנגזרת בחברות ציבוריות. עם זאת, בתי המשפט בדלוור מפעילים סינון אגרסיבי של תביעות נגזרות, וזאת בעיקר בהתבסס על גישה מרחיבה ביחס ליכולתו של הדירקטוריון להחליט בדבר הגשת תביעה. נקודת המוצא בדלוור היא שהחברה היא שצריכה לשלוט בתביעה, ובתי המשפט מאפשרים סטייה מעיקרון זה רק במקרים חריגים. בתמצית, בתי המשפט מאפשרים תביעה נגזרת רק במקרים שיש בהם ודאות קרובה להטלת אחריות (בהתחשב גם בכלל שיקול הדעת העסקי ובהגנת הפטור) או בעסקאות מסוימות של ניגוד עניינים. המכשול העיקרי הניצב בפני תביעה נגזרת בדלוור הוא הדרישה לפנייה מוקדמת.¹²⁰

118 בעניין **אינטרקולוני**, לעיל ה"ש 11, שבו קבע כוזר השופט עמית כי יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטת דירקטוריון לא להגיש תביעה נגזרת, הוא ציין גם כי "ייתכן שטוב היתה עושה החברה אילו מינתה ועדה חיצונית לבחינת השאלה אם להגיש תביעה" (שם, פס' 35 לפסק דינו).

119 כך היה המצב בעניין תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 **אוסטובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ** (פורסם בנבו, 9.8.2015) (להלן: **עניין מעריב**), שם הועברה השליטה בקונצרן אי די בי במסגרת הסדר חוב, וזאת בניגוד, כמובן, לרצונו של בעל השליטה הקודם. ניתן להניח כי בנסיבות אחרות, שבהן עולה למשל חשש לתיאום בין בעלי שליטה, לא יחול חריג זה. ראו גם חמדני ורונן, לעיל ה"ש 23, בעמ' 245; עמיר ליכט "עוד מחכה לאחד – מתי תוכל חברה ליטול תביעה נגזרת מידי התובע הנגזר?" **נקודה בסוף משפט** 18.1.2018. www.amirlicht.wordpress.com/2018/01/18/104/ Ann M. Scarlett, *Confusion and Unpredictability in Shareholder Derivative Litigation: The Delaware Courts' Response to Recent Corporate Scandals*, 60 FLA. L. REV. 589, 595 (2008). ראו גם חמדני ורונן, לעיל ה"ש 23, בעמ' 222–227.

לפני תובע המבקש להגיש תביעה נגזרת פתוחות שתי אפשרויות: האחת, לבצע פנייה מוקדמת לדירקטוריון (demand); והאחרת, להגיש תביעה מבלי לבצע פנייה מוקדמת, ולטעון כי פנייה כזו היא חסרת ערך (futile).¹²¹ נקודת המוצא על פי הדין בדלוור היא שבעל מניות שמבקש להגיש תביעה נגזרת נדרש לפנות לחברה בפנייה מוקדמת ולבקש ממנה שתגיש תביעה בגין הנזק שנגרם לחברה. פנייה מוקדמת לחברה מהווה הכרה ביכולתם של הדירקטורים לקבל החלטה בקשר לתביעה. התובע לא יוכל לטעון בהמשך שהוא זכאי לפטור מפנייה מוקדמת.¹²² ככל שהחברה החליטה לדחות את הפנייה המוקדמת, החלטה זו חסינה כמעט באופן מוחלט מהתערבות שיפוטית, שכן חל עליה כלל שיקול הדעת העסקי.¹²³ לפיכך דרכה של התביעה הנגזרת תסתים בדרך כלל בשלב זה.

תובע המעוניין בהגשת תביעה נגזרת חייב אפוא להגיש את התביעה מבלי לבצע פנייה מוקדמת, ולטעון כי הפנייה המוקדמת היא חסרת ערך. במקרה כזה, לרוב, תגיש החברה בקשה לסילוק התביעה, ותטען כי היה על התובע לבצע פנייה מוקדמת.¹²⁴ אם ייקבע כי נדרשה פנייה מוקדמת (מכיוון שהדירקטוריון היה כשיר לקבל החלטה), ימחק בית המשפט את התביעה.

התנאים שבהם יכירו בתי המשפט בדלוור בפטור מפנייה מוקדמת הם מורכבים, ונקבעו בשתי הלכות מרכזיות משנות השמונים של המאה הקודמת – *Aronson v. Rales*.¹²⁵ על אף השוני ביניהן, בבסיס שתי ההלכות עומדת שאלה עקרונית דומה, והיא אם רוב הדירקטורים יכולים להפעיל את שיקול דעתם באופן אובייקטיבי ביחס לעילת התביעה.¹²⁶ בפועל תתאפשר תביעה נגזרת רק באחד משני סוגי מקרים: האחד, בנסיבות שבהן התובע מבסס תשתית עובדתית להפרת חובת אמונים של רוב הדירקטורים הנדרשים להכריע בגורל התביעה; והאחר, במקרים שבהם מוגשת תביעה

121 על מנת להגיש תביעה נגזרת, על בעל המניות לעמוד בתנאים שנקנו לו זכות עמידה – עליו להחזיק במניות החברה במועד העסקה שבגינה מוגשת התביעה, ועליו להמשיך להחזיק בהן עד למתן פסק דין בתביעה. אם התובע יחדל להחזיק במניות, הוא יאבד את זכות העמידה שלו. כלל זה עשוי להיות בעייתי במקרה של מיזוג, ולכן נוצרו לו שני חריגים: (1) המיזוג התבצע רק כדי לשלול מבעלי המניות את זכותם להגיש תביעה נגזרת; (2) המיזוג הוא ארגון מחדש גרידא, שאינו משפיע על בעלות התובע בחברה. אם התובע הוכיח באמצעות עובדות פרטיקולריות את התקיימותו של אחד החריגים, זכות העמידה שלו נשמרת. *Lewis v. Ward*, 852 A.2d 896, 902 (Del. 2004); *Anderson*, 477 A.2d 1040 (Del. 1984).

122 *Collins J. Seitz, Jr. & S. Michael Sirkin, The Demand Review Committee: How It Works, and How It Could Work Better*, 73 BUS. LAW. 305, 312 (2018).

123 *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984). במחקר משנת 2018 אותרו שני מקרים בלבד, קיצוניים למדי, שבהם נקבע כי החלטת החברה לדחות את הפנייה המוקדמת לא תיהנה מהגנת כלל שיקול הדעת העסקי. *Seitz, Jr. & Sirkin*, לעיל ה"ש 122, בעמ' 312. ראו פירוט גם ב- *Espinoza ex rel. JPMorgan Chase & Co. v. Dimon*, 124 A.3d 33, 36 (Del. 2015).

124 *Del. Ch. Ct. R. 23.1*.

125 עניין *Aronson*, לעיל ה"ש 123; *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 (Del. 1993).

126 *Teamsters Union 25 Health Servs. & Ins. Plan v. Baiera*, 119 A.3d 44, 66 (Del. Ch. 2015).

בגין עסקה שבה לאחד מהדירקטורים או לבעל השליטה היה ניגוד עניינים, וזאת אם לרוב הדירקטורים המכהנים יש תלות בגורם הנגוע (לעניין זה אין די במינוי דירקטורים על ידי בעל שליטה לביסוס תלות).¹²⁷

הלכת Aronson, למשל, מתייחסת למקרים שבהם הדירקטוריון שבוחן את הפנייה המוקדמת הוא שקיבל את ההחלטה שבגינה הוגשה התביעה. לכאורה, במקרה כזה יש לראות את כל הדירקטורים כבעלי עניין אישי הפוסל אותם מקבלת החלטה אם להגיש תביעה, אולם הגישה של בתי המשפט בדלור שונה בתכלית. העובדה שכל הדירקטורים הם נתבעים אין בה, כשלעצמה, כדי לאפשר הגשת תביעה נגזרת. התובע יקבל פטור מפנייה מוקדמת רק אם יצביע, באמצעות עובדות פרטיקולריות, על ספק סביר בהתקיימותה של אחת מהאפשרויות הבאות: (1) רוב הדירקטורים עצמאיים ונעדר עניין אישי ביחס להחלטה שבגינה הוגשה התביעה הנגזרת הייתה תוצר של הפעלת שיקול דעת עסקי.¹²⁸ ניתוחנו יתמקד בתנאי השני. ההנחה שביסוד תנאי זה הייתה שתחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי מהווה אמצעי להערכת הסיכון לאחריות משפטית של הדירקטורים. אם הדירקטורים אינם זכאים להגנת כלל שיקול הדעת העסקי, הם חשופים לאחריות משפטית, ולכן אינם יכולים להחליט באופן נטול פניות אם להגיש תביעה. אולם הלכת Aronson קדמה לחקיקה שאפשרה הענקת פטור לדירקטורים.¹²⁹ כיום כמעט כל החברות הציבוריות בדלור קובעות בתקנון פטור מאחריות בגין הפרת חובת הזהירות, ולכן היסוד השני של Aronson מוביל לשלילת היכולת להגיש תביעה נגזרת במגוון רחב של תביעות שעילתן הפרה של חובת הזהירות. תובע המבקש להגיש תביעה נגזרת חייב לטעון על בסיס עובדות פרטיקולריות המעידות על חוסר תום לב סובייקטיבי של הדירקטורים (היסוד המקביל לפזיזות כחריג להגנת הפטור בדין הישראלי).¹³⁰

127 ראו Itai Fiegenbaum, *The Controlling Shareholder Enforcement Gap*, 56 Am. Bus. L.J. 583 (2019).

128 עניין Aronson, לעיל ה"ש 123. באותו עניין הוגשה התביעה הנגזרת בגין עסקת בעלי עניין בין החברה Meyers לבין אחד מהדירקטורים שלה, לאו פינק, שהחזיק ב-47% ממניות החברה. נטען כי הפנייה המוקדמת חסרת ערך בשל שלוש סיבות: ראשית, הדירקטורים המכהנים היו נתבעים בתביעה ולכן אחראים באופן אישי בגין הטענות שהועלו; שנית, כל הדירקטורים מונו על ידי פינק, שבחר אותם באופן אישי; ושלישית, הדירקטורים נדרשים להחליט אם לתבוע את עצמם, ושליטה שלהם בהחלטה הזו מונעת העמדה לדין אפקטיבית. בית המשפט העליון של דלור דחה את שלוש הטענות הללו, וקבע כי נסיבות אלו אינן מעניקות פטור מפנייה מוקדמת.

129 DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(7) (1953). החוק מאפשר לפטור דירקטורים מאחריות, למעט במקרים הבאים: הפרת חובת אמונים; מעשה או מחדל שאינם בתום לב או שמערבים התנהלות מכוונת או הפרה מודעת של החוק; והפקת טובת הנאה לא ראויה. כלומר, ניתן לפטור דירקטורים מאחריות להפרת חובת זהירות גם במקרה שמדובר ברשלנות חמורה.

130 United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg, C.A. No. 2018-0671-JTL, 2020 WL 6266162 (Del. Ch. 2020).

הלכת *Rales* תחול, בין היתר, במקרים שבהם התביעה הנגזרת מוגשת בטענה למחדל של הדירקטורים בפיקוח על ציות החברה לחוק (הלכת *Caremark*).¹³¹ גם במקרה זה יבחן בית המשפט, כתנאי לפטור מפנייה מוקדמת, אם רוב הדירקטורים ניצבים בפני סיכון משמעותי של אחריות אישית.¹³² לצורך כך יביא בית המשפט בחשבון את קיומה של הגנת הפטור.¹³³

סוג אחר של מקרים מתייחס לתביעות בגין עסקאות בניגוד עניינים, לרבות ניגוד עניינים של בעלי שליטה. בתביעות מסוג זה יבחן בית המשפט אם רוב הדירקטורים עצמאיים ביחס למי שהוא בעל עניין בהחלטה. תביעה נגזרת לא תתאפשר אם לרוב הדירקטורים אין תלות במי שהתביעה מתבקשת נגדו. לצורך בחינה זו, מינוי על ידי בעל השליטה אינו שולל את איתנותו של דירקטור. כלומר, דירקטורים שמונו על ידי בעל השליטה יוכלו להחליט אם להגיש תביעה נגדו, והתוצאה היא צמצום משמעותי של המקרים שבהם ניתן להגיש תביעה נגזרת בשל ניגוד עניינים של בעלי שליטה. בעניין *Beam*, למשל, שם החזיקה בעלת השליטה ב-94% מזכויות ההצבעה בחברה ויכלה לפטר את הדירקטורים כרצונה, נקבע כי נסיבות אלו אינן מצדיקות פטור מפנייה מוקדמת בגין תביעה נגזרת נגד בעלת השליטה בחברה.¹³⁴

בפסק דין שניתן לאחרונה (*Commercial Workers Union v. Zuckerberg*)¹³⁵ ניסח בית המשפט העליון של דלוור מבחן בן שלושה שלבים למתן פטור מפנייה מוקדמת, המהווה פרשנות עדכנית להלכות *Aronson* ו-*Rales*. לפי מבחן זה, על התובע להראות כי

131 עניין *Caremark*, לעיל ה"ש 33.

132 התובע הנגזר נדרש אומנם להוכיח סיכוי משמעותי לחבות אישית, אך אין הוא נדרש להראות סבירות גבוהה להצלחת התביעה, אלא רק להראות באמצעות עובדות פרטיקולריות שבטענותיו יש "some merit" (עניין *Rales*, לעיל ה"ש 125, בעמ' 934). הפנייה המוקדמת הינה חסרת ערך כאשר יש סבירות משמעותית להטלת אחריות אישית על רוב הדירקטורים שנדרשים לשקול אותה. ראו *Hughes v. Hu, C.A. No. 2019-0112-JTL, 2020 WL 1987029 (Del. Ch. 2020)* (באותו עניין הוגשה תביעה נגזרת בטענה שבמשך תקופה ממושכת, ובאופן עקיב, לא עמד הדירקטוריון בחובת הפיקוח שלו בקשר לדוחות הכספיים, וכתוצאה מכך ספגה החברה נזק. נקבע כי לנוכח העובדה שהמחדלים בפיקוח היו ממושכים ועקיבים, יש סבירות משמעותית להטלת אחריות אישית על רוב הדירקטורים שנדרשים לשקול את הפנייה המוקדמת). ראו גם *In re LendingClub Corp. Derivative Litig., C.A. No. 12984-VCM, 2019 WL 5678578, at *6 (Del. Ch. 2019)* (להלן: עניין *LendingClub*).

133 DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(7).

134 *Beam ex rel. Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004); Randy J. Holland, *Delaware Directors' Fiduciary Duties: The Focus on Loyalty*, 11 U. PA. J. BUS. L. 675, 688 (2009). לצד זאת קיימים מקרים שבהם החזקות גבוהות של בעל העניין לצד מערכת יחסים קרובה ואינדיקציות ספציפיות לתחושת מחויבות הובילו לקביעה שהדירקטורים אינם עצמאיים. ראו, למשל, *Delaware Cnty. Employees Ret. Fund v. Sanchez*, 152 A.3d 124, 129–131 (Del. 2015); *Sandys ex rel. Zynga Inc. v. Pincus*, 152 A.3d 124, 129–131 (Del. 2016).

135 *United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg*, 262 A.3d 1034 (Del. 2021).

לפחות מחצית מהדירקטורים: (1) קיבלו טובת הנאה מהמעשה שבגינו הוגשה התביעה הנגזרת; או (2) ניצבים בפני סיכון משמעותי לאחריות אישית בגין הטענות שהועלו בתביעה הנגזרת; או (3) אינם עצמאיים ביחס למי שלפחות אחד מבין שני התנאים הראשונים מתקיים לגביו.

יש לציין כי לאחרונה ניכרת בדלור מגמה של הרחבת גילוי המסמכים המקדים מכוח סעיף 220 לחוק החברות שם. מגמה זו מהווה גורם מאזן לנטל הגבוה בשלב הפנייה המוקדמת, מכיוון שהיא מסייעת לתובע לבסס בשלב מקדמי, ובהינתן פערי מידע משמעותיים, את קיומו של עניין אישי והעדר עצמאות של הדירקטורים.¹³⁶ אולם, גם כאשר חל פטור מפנייה מוקדמת, התובע הנגזר עשוי להיתקל במכשול נוסף – בקשה לסילוק התביעה על בסיס המלצתה של ועדת תביעות מיוחדת (special litigation committee) שהקימה החברה. בניגוד לפרקטיקה בישראל, ועדת תביעות מיוחדת מוקמת בדלור רק כאשר התובע פטור מפנייה מוקדמת. מעמדה של ועדה זו נקבע בהלכת *Zapata*, המורכבת משני שלבים: בשלב הראשון יבחן בית המשפט אם הוועדה עצמאית ובלתי תלויה, אם היא ערכה חקירה סבירה ואם היא פעלה בתום לב; ובשלב השני הוא יבחן את החלטת הוועדה במישור המהותי ויכריע, על בסיס שיקול דעתו העצמאי, אם סילוק התביעה הולם את האינטרס של החברה.¹³⁷ זהו סטנדרט מחמיר יותר מכלל שיקול הדעת העסקי (אך מחמיר פחות מכלל ההגנות המלאה). השימוש בו נובע מכך שבשלב שבו מוקמת ועדת תביעות מיוחדת כבר הגיע בית המשפט למסקנה שהדירקטוריון הקיים אינו יכול לקבל החלטה נטולת פניות בקשר לתביעה, ויש חשש משמעותי יותר מהשפעת ההטיה המבנית.¹³⁸ גם כאן, מינוי הדירקטורים החברים בוועדה על ידי בעל שליטה שהוא נתבע פוטנציאלי לא יוביל, כשלעצמו, לקביעה שהוועדה אינה עצמאית.¹³⁹ בספרות נמתחת ביקורת על כך שהוועדות מהוות "חותמת גומי" ומיועדות להגן על נושאי משרה מפני חבות.¹⁴⁰ אולם

136 להרחבה ראו רועי שפירא "להיות כמו דלור" **עיוני משפט** 683 (2021); Roy Shapira, *Corporate Law, Retooled: How Books and Records Revamped Judicial Oversight*, 42 CARDOZO L. REV. 1949 (2021).

137 *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779 (Del. 1981).

138 Seitz, Jr. & Sirkin, לעיל ה"ש 122. על כך שהסטנדרט בדלור מחמיר יותר לעומת מדינות אחרות ראו John Matheson, *Restoring the Promise of the Shareholder Derivative Suit*, 50 GA. L. REV. 327, 382 (2016). נגד גישה זו נמתחו ביקורות על כך שהיא מעניקה שיקול דעת רב מדי לבית המשפט ומתעלמת מהתכליות החשובות של כלל שיקול הדעת העסקי. שם, בעמ' 385.

139 *Pompeo v. Hefner*, C.A. No. 6806, 1983 WL 20284 (Del. Ch. 1983) (נקבע כי המינוי על ידי בעל השליטה ויכולתו של בעל השליטה לסיים את כהונת הדירקטורים החברים בוועדה המיוחדת מהווים גורמים ראיתיים נוספים לבחינת העצמאות, אך לא יובילו כשלעצמם לקביעה כי הוועדה אינה עצמאית).

140 Matheson, לעיל ה"ש 138, בעמ' 376; C.N.V. Krishnan, Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *How Do Legal Standards Matter? An Empirical Study of Special Litigation Committees*, 60 J. CORP. FIN. 101543 (2020).

בדיקה אמפירית של המלצות הוועדות בדלור מראה כי קיימת חלוקה שווה בין המקרים שבהם הוועדה ממליצה לדחות את התביעה לבין המקרים שבהם היא ממליצה להמשיך בתביעה או להתפשר.¹⁴¹

לסיכום, הדין בדלור מציב מכשולים משמעותיים בפני התביעה הנגזרת. בתמצית, אין כמעט אפשרות להגיש תביעה נגזרת בעילות שעניינן הפרה של חובת הזהירות. גם אם עילת התביעה מתייחסת לדירקטורים מכהנים, לדירקטוריון יש שליטה בתביעה כל עוד התובע לא יצביע על תשתית ראיתית להפרת חובת אמונים. קביעה זו נכונה גם לתביעות בגין הפרת חובת הפיקוח של הדירקטורים על ציות ההנהלה לחוק. בתי המשפט מקשים גם הגשת תביעות בגין עסקאות בניגוד עניינים. ובכל מקרה, הכלל בדלור הוא שכל עוד לרוב הדירקטורים אין עניין אישי בתביעה, יש לסמוך על שיקול דעתם בנוגע להגשת תביעה נגד עמיתיהם לדירקטוריון.

על רקע זה, הגישה הרווחת בספרות האמריקנית היא שלתביעה הנגזרת אין תפקיד משמעותי בעולם התאגידי, וכלים אחרים, כגון תובענות ייצוגיות בניירות ערך, הם חשובים יותר.¹⁴² תומפסון ותומס בחנו תביעות נגזרות שהוגשו לבתי המשפט בדלור בשנים 1999–2000.¹⁴³ הם הראו במחקרם שמספר התביעות הנגזרות נמוך ממספר התביעות הייצוגיות, וזאת, לטענתם, מכיוון שבתובענה ייצוגית אין צורך בפנייה מוקדמת לחברה.¹⁴⁴ מחקרם מצביע על ממוצע של כ-54 תביעות נגזרות בשנה שהוגשו בשם חברות ציבוריות, המהוות 13% בלבד מתוך סך התביעות הכולל בגין הפרת חובות אמונים וחובת הזהירות. לשם השוואה, מספר התביעות הייצוגיות שהוגשו בתקופת המדגם היה גבוה פי שבעה ויותר.¹⁴⁵ באשר לתוצאות התביעות הנגזרות, 60% מהן

141 שם. המחקר בחן את האפקטיביות של ועדות תביעות בארצות הברית בשנים 1990–2015. במסגרת זאת נבחנו 61 תביעות נגזרות בדלור שבהן הוקמה ועדת תביעות מיוחדת.

142 Randall S. Thomas, *The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance* 299, 305 (2008) *and Corporate Litigation*, 61 VAND. L. REV. 299, 305 (2008). מחקר אמפירי שבחן תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות בארצות הברית בשנים 1982–1999 מצא כי החל בשנת 1991 ניתן לחוות בירידה במספר התביעות, שצנח ל-13 בלבד בשנת 1994. ראו Stephen P. Ferris, Tomas Jandik, Robert M. Lawless & Anil Makhija, *Derivative Lawsuits as a Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings*, 42 J. FIN. QUANTITATIVE ANALYSIS 143, 148–149, 156–157 (2007).

143 Robert B. Thompson & Randall S. Thomas, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, 57 VAND. L. REV. 1747 (2004).

144 במחקר שבחן תביעות נגזרות בשנים 1985–2009 נמצא קשר בין אימוץ דרישת פנייה מוקדמת על ידי מדינות לבין ירידה במספר התביעות הנגזרות המוגשות. ראו Ian Appel, *Governance by Litigation* (2019), papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2532278.

145 Thompson & Thomas, לעיל ה"ש 143, בעמ' 1762 ו-1769. במחקר זהו בסך הכל 137 תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות פרטיות וחברות ציבוריות. 108 מתוכן הוגשו בשם חברות ציבוריות. לעומת זאת, בתקופה הנבדקת הוגשו 827 תובענות ייצוגיות ו-87 תביעות אישיות. יצוין כי ב-108 התביעות הנגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות נתקפו 57 עסקאות בסך הכל, כלומר, בגין כל עסקה הוגשו בממוצע כמעט שתי תביעות נגזרות (1.9).

נדחו, 28% מהן נגמרו בפשרה, ו-12% לא הסתיימו עד למועד כתיבת המאמר. מחקר מאוחר יותר, שבחן תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות שמאוגדות בדלוור (לבתי משפט בדלוור ולבתי משפט פדרליים) בשנים 2000–2007, העלה ממצאים דומים הן באשר למיעוט התביעות הנגזרות והן באשר לאחוזי הדחייה הגבוהים שלהן.¹⁴⁶ לפי אריקסון, הטענה שהתביעה הנגזרת נהפכה לכלי "נעלם" או "נשכח" מבוססת על התמקדות בתביעות שמוגשות לבתי המשפט בדלוור. לטענתה, התביעות הנגזרות פשוט עברו לבתי המשפט הפדרליים.¹⁴⁷ אריקסון בחנה תביעות נגזרות שהוגשו בבתי משפט פדרליים בתקופה של 12 חודשים בשנים 2005–2006, ומצאה 182 תביעות נגזרות, ש-77.5% מהן הוגשו בשם חברות ציבוריות.¹⁴⁸ אולם, מבין התביעות במדגם שהתקבלה החלטה לגביהן, רק בשתי תביעות ניתן פסק דין לטובת התובע, ושני המקרים היו בחברות פרטיות.¹⁴⁹ עוד נמצא כי רק תביעות מעטות הסתיימו בפיצוי: 30% מהתיקים הסתיימו בפשרה, וכ-40.5% מהפשרות לא כללו פיצוי, אלא רק רפורמה בממשל התאגידי.¹⁵⁰

בחינה עדכנית יותר של תביעות נגזרות המוגשות בטענה למחדל בפיקוח (ומכונות "תביעות Caremark"), שנערכה בשנים 1997–2017, מראה כי בתקופה הנבדקת הוגשו

146 Kenneth B. Davis, Jr., *The Forgotten Derivative Suit*, 61 VAND. L. REV. 387, 389 (2008). במחקר זה נמצא כי מדי שנה הוגשו כממוצע 33 תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות. שיעור ההצלחה של תביעות נגזרות שהתמקדו בבעל שליטה היה גבוה יותר. מבין התביעות שהוגשו בגין התנהגות דירקטורים (152), 17% צלחו בקשת סילוק על הסף (כלומר, נדונו לגופן), 56% נדחו, ובנותרות (26%) נערכו דיון פרוצדורלי או ביקורת שיפוטית על פשרות או גמול. מבין התביעות שהוגשו בגין עסקאות בעלי עניין של בעל השליטה ("Exploitation of Control") (84), 33% צלחו בקשת סילוק על הסף, 51% נדחו, ובנותרות (15%) התקיים דיון פרוצדורלי או מהותי בפשרה.

147 Jessica Erickson, *Corporate Governance in the Courtroom*, Erickson, לעיל ה"ש 73; Investing in Corporate Procedure, 99 B.U. L. REV. 1367 (2019). טיעון דומה הוצג במחקר אחר, שזיהה טרנד של "out-of-Delaware" מתחילת שנות האלפיים. ראו Brian Cheffins, John Armour & Bernard Black, *Delaware Corporate Litigation and the Fragmentation of the Plaintiffs' Bar*, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 427, 435; John Armour, Bernard Black & Brian Cheffins, *Is Delaware Losing Its Cases?*, 9 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 605, 619 (2012). בעוד שבשנים 1995–2009 גדל מספר התביעות הנגזרות שהוגשו בשם חברות שמאוגדות בדלוור, מספר התביעות שהוגשו בבתי המשפט בדלוור פחת.

148 כמו כן, 33.3% מהן הוגשו על ידי משקיעים מוסדיים. Erickson, *Investing in Corporate Governance in the Courtroom*, לעיל ה"ש 73; Erickson, *Corporate Procedure*, לעיל ה"ש 147. נמצא כי רוב התביעות לא צלחו את השלב המקדמי: 43% מהן נדחו על ידי בית המשפט, לרוב על בסיס פרוצדורלי; 14.7% נדחו מאחר שהתובע לא ביצע פנייה מוקדמת; ו-2% נדחו בשל כך שהדירקטוריון דחה את הפנייה המוקדמת או משום שהתובע לא המתין מספיק זמן בין הפנייה המוקדמת לבין הגשת התביעה.

150 על שיעורן הגבוה של פשרות ללא תגמול כספי נטען שהוא מעיד כי התביעות מוגשות לצורך סחיטת שכר טרחה בלבד. ראו Jessica Erickson, *The Lost Lessons of Shareholder Derivative Suits*, 77 WASH. & LEE L. REV. 1131 (2020).

בסך הכל 41 תביעות כאלה (ממוצע של 2 תביעות בשנה). כמעט בכולן הוגשה בקשה לסילוק על הסף, וב-82% מהמקרים התקבלה הבקשה. רק תשעה מהמקרים הסתיימו בקביעה כי מאחר שהעובדות הפרטיקולריות שעליהן הצביע התובע נכונות, אין מקום לסלק את תביעתו על הסף.¹⁵¹ בשנים האחרונות תביעות אלו צוברות תנופה בדלור ונהפכות לסיכון משמעותי יותר לגבי נושאי משרה והחברות המבטחות אותם.¹⁵² אולם הרף הנדרש כדי לעמוד בתביעות אלו עודנו גבוה, שכן על התובע להוכיח יסוד נפשי (חוסר תום לב סובייקטיבי של הדירקטורים באשר לקיום החובות המוטלות עליהם). בתי המשפט בדלור נוטים עדיין לדחות תביעות מסוג זה.¹⁵³ לפיכך מוקדם מדי להעריך אם מדובר בהתפתחות זמנית או בשינוי ארוך טווח בגישתם של בתי המשפט בדלור. מכל מקום, פשרות גבוהות בתיקים אלו נחשבות עדיין עניין חריג.¹⁵⁴

3. בריטניה

הכללים הקבועים בחקיקה בבריטניה ביחס לתביעות נגזרות דומים לכללים הקבועים בחוק החברות בישראל. עם זאת, בניגוד לישראל, מספר התביעות הנגזרות שמוגשות בבריטניה בשם חברות ציבוריות הוא זעום, והמנגנון אינו ממלא תפקיד משמעותי בפיקוח על נושאי משרה בחברות ציבוריות. בסקירה שלהן תוצג תחילה המסגרת החוקית בבריטניה שמסדירה את מנגנון התביעה הנגזרת, ויפורטו התנאים שעל התובע לעמוד בהם. לאחר מכן יוצגו ממצאים אמפיריים באשר לשיעור הנמוך מאוד של התביעות הנגזרות שמוגשות בבריטניה, ויובאו הסברים אפשריים אחדים לשיעור נמוך זה.

בשנת 2006 הסדיר חוק החברות האנגלי, לראשונה, את מנגנון התביעה הנגזרת. מנגנון התביעה הנגזרת הופעל עד אז על ידי בתי המשפט מכוח המשפט המקובל,¹⁵⁵ שבו נקבע העיקרון שלפיו כללל רק החברה יכולה לתבוע בגין עוולה כלפיה,¹⁵⁶ וניתן

151 Armour, Gordon & Min, לעיל ה"ש 9, בעמ' 46.

152 ראו Shapira, A New Caremark Era, לעיל ה"ש 7.

153 לשש דוגמאות מן העת האחרונה ראו עניין *LendingClub*, לעיל ה"ש 132; *In re MetLife Inc. Derivative Litig.*, C.A. No. 2019-0452-SG (Del. Ch. 2020); *Richardson v. Clark*, C.A. No. 2019-1015-SG (Del. Ch. 2020); *In re GoPro, Inc. S'holder Derivative Litig.*, C.A. No. 2018-0784-JRS (Del. Ch. 2020); *Owens v. Mayleben*, C.A. No. 12985-VCS (Del. Ch. 2020); *Rojas v. Ellison*, 2019 WL 3408812 (Del. Ch. 2019).

154 Priya Cherian Huskins, *Five Types of Derivative Suits with Massive Settlements*, 154 WOODRUFF SAWYER (Oct. 13, 2020), woodrufflawyer.com/do-notebook/five-derivative-suits-types-massive-settlements/.

155 *Foss v. Harbottle* (1843) 2 Hare 461 (Eng.).

156 David Gibbs-Kneller & David Gindis, *De Jure Convergence, De Facto Divergence: A Comparison of Factual Implementation of Shareholder Derivative Suit Enforcement in the United States and the United Kingdom*, 30 EUR. BUS. L. REV. 909 (2019).

להגיש תביעה נגזרת רק בעילה של עושק המיעוט (fraud of the minority), ורק אם לנתבע הייתה שליטה בחברה, ובמיוחד באספה הכללית. כך, בעל מניות שביקש להגיש תביעה נגזרת נדרש להוכיח כי מי שביצע את העוולה שלט באספה הכללית, וכי פעולתו עלתה כדי עושק המיעוט. הסיבה לדרישה זו הייתה ההנחה שיש הצדקה להפקיע מהחברה את השליטה בתביעה רק כאשר החברה נשלטת על ידי המעוול.¹⁵⁷ קביעה זו שללה אפשרות להגיש תביעה נגזרת בגין עוולות אחרות, במיוחד רשלנות, ובמקרים שבהם מבנה הבעלות בחברה היה מבוזר. שוק ההון בבריטניה מתאפיין בחברות רבות שמבנה הבעלות שלהן מבוזר, ובמחקר שנערך בשנים 2004–2006 נמצא כי לא הוגשו כמעט תביעות נגזרות בחברות ציבוריות בבריטניה.¹⁵⁸

כאמור, בשנת 2006 הוסדרה התביעה הנגזרת על ידי המחוקק,¹⁵⁹ אשר ביקש להרחיב את השימוש במוסד זה. חוק החברות משנת 2006 מאפשר לתבוע נושא משרה בגין רשלנות, הפרת חובה (breach of duty) והפרת אמונים (breach of trust).¹⁶⁰ בדומה לחוק הישראלי, החוק האנגלי מחייב מי שמבקש להגיש תביעה נגזרת לקבל את אישור בית המשפט. בין היתר, על התובע להראות עילת תביעה לכאורה,¹⁶¹ התביעה צריכה להיות לטובת החברה,¹⁶² ולבית המשפט יש שיקול דעת אם לאשר את התביעה הנגזרת בהתבסס על רשימת שיקולים שהחוק קובע,¹⁶³ ובכלל זה תום ליבו של התובע.¹⁶⁴ סמוך לחקיקת החוק נטען בספרות כי השינוי לא יוביל להגדלת מספרן של התביעות הנגזרות, וזאת בשל התרבות המשפטית האנגלית, הנמנעת מהתדיינות (non-litigious)

157 John Armour, *Derivative Actions: A Framework for Decisions*, 135 L.Q. REV. 412 (2019) (להלן: *Armour, Derivative Actions*).

158 John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins & Richard Nolan, *Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States*, 6 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 687 (2009).

159 Companies Act 2006 c. 46 (Eng.) (להלן: חוק החברות האנגלי).

160 ס' 260 לחוק החברות האנגלי.

161 ס' 261 לחוק החברות האנגלי.

162 ס' 263 לחוק החברות האנגלי מחייב את בתי המשפט לדחות את בקשת אישור התביעה הנגזרת אם אחד מהתנאים הבאים מתקיים: (1) דירקטור היפותטי שפועל על פי חובתו לקדם את הצלחת החברה ("duty to promote the success of the company") היא בוחר לא להמשיך בתביעה; (2) עילת התביעה נובעת ממעשה שטרם התרחש, ואשר אושר מראש על ידי החברה; (3) עילת התביעה נובעת ממעשה שהתרחש ואשר אושר מראש או אושרר בדיעבד על ידי האספה הכללית של בעלי המניות. תנאי האישור על ידי החברה מעורר בעיה כאשר מי שנטען כי הפר את חובתו יכול להביא בעצמו לידי אישור הפעולה על ידי האספה הכללית. אולם חוק החברות האנגלי קובע כי כאשר החברה מחליטה לאשר פעולה שעולה כדי רשלנות או הפרת חובות כלפי החברה, הצבעותיהם של מי שנטען כי הפר את חובתו ושל מי שקשורים אליו לא ייספרו. ס' 239(4) לחוק החברות האנגלי.

163 Andrew Keay, *Assessing and Rethinking the Statutory Scheme for Derivative Actions* 163 Under the Companies Act 2006, 16 J. CORP. L. STUD. 39 (2016). ראו גם ס' 263 לחוק החברות האנגלי.

164 ס' 263 לחוק החברות האנגלי; *Armour, Derivative Actions*, לעיל ה"ש 157, בעמ' 421–431.

165. (culture) אכן, נבואות אלו התגשמו: 166. במשך תקופה של עשור (2007–2017) הוגשו בבריטניה רק שתי תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות, ואף לא אחת מהן צלחה את שלב האישור. 167. לפיכך ניתן לסכם ולומר כי שיטת המשפט בבריטניה אינה רואה בתביעות נגזרות אמצעי מקובל להתמודדות עם בעיית הנציג בחברות ציבוריות. יש כמה הסברים אפשריים לממצאים אלו, אך אנו נתמקד בשניים בלבד. ראשית, יש המסבירים את מיעוט התביעות הנגזרות בגישתם של בתי המשפט. בתי המשפט בבריטניה נוקטים גישה חשדנית כלפי תביעות נגזרות, שמתבטאת ברתיעה מהתערבות בשיקולי החברה ובהקשחת התנאים להגשת תביעה נגזרת. 168. הדרישה מבית המשפט לשקול גם שיקולים עסקיים לצד אלה המשפטיים גררה נטייה של בתי המשפט לאמץ את עמדת הדירקטוריון בנוגע לטובת החברה בניהול התביעה. 169. יתר על כן, אף שחוק החברות האנגלי אינו דורש שהנתבע ישלם באספה הכללית כתנאי סף להגשת תביעה, בתי המשפט מתייחסים להעדרו של בעל שליטה כשיקול שתומך בדחיית התביעה, וכך

Marc T. Moore, *United Kingdom: The Scope and Dynamics of Corporate Governance Regulation*, in *COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE* 913, 944–946 (Andreas M. Fleckner & Klaus J. Hopt eds., 2013). דוגמה להבדל בין התרבות המשפטית האנגלית לבין התרבות המשפטית הישראלית וזו האמריקנית היא שמנגנון התובענה הייצוגית אינו קיים בבריטניה. ראו קרן וינשל-מרגל ואלון קלמנט "יישום חוק תובענות ייצוגיות בישראל – פרספקטיבה אמפירית" **משפטים** מה 709 (2016).

Martin Gelter & Geneviève Helleringer, *Corporate Opportunities in the US and in the UK: How Differences in Enforcement Explain Differences in Substantive Fiduciary Duties*, in *RESEARCH HANDBOOK ON FIDUCIARY LAW* 331, 352 (D. Gordon Smith & Andrew S. Gold eds., 2018). לעומת בריטניה, בישראל ובארצות הברית מוגשות תביעות נגזרות רבות יותר (ראו לעיל תת-פרקים ב1 ו-ב2).

David Gibbs-Kneller & Chidiebere Ogbonnaya, *Empirical Analysis of the Statutory Derivative Claim: De Facto Application and the Sine Quibus Non*, 19 J. CORP. L. STUD. 303, 321 (2019). שינוי התביעות הנגזרות שמוגשות בבריטניה – גם כאשר כוללים בו את התביעות הנגזרות שהוגשו בשם חברות פרטיות, אשר מאמר זה אינו עוסק בהן – הוא נמוך יחסית לשווקים דומים. כך, מחקר אחד, שבחן את התביעות הנגזרות שהוגשו בבריטניה בשנים 2007–2015, מצא כי בסך הכל הוגשו בתקופה זו 22 תביעות נגזרות (2.75 תביעות נגזרות בשנה בממוצע), וכי רק כ-8% מהן (36.3%) אישר בית המשפט את המשך ניהול התביעה. הבחינה נערכה ביחס לאנגליה, לוויילס, לסקוטלנד ולצפון אירלנד. Keay, לעיל ה"ש 163. מחקר נוסף, שבחן את התביעות הנגזרות שהוגשו בבריטניה בטווח שנים דומה – 2007–2017 – מצא כי הוגשו 26 תביעות נגזרות (2.6 תביעות נגזרות בשנה בממוצע), וכי 10 מהן צלחו את שלב האישור (38.4%). *Armour, Derivative Actions*, לעיל ה"ש 157, בעמ' 426. ראו גם Gibbs-Kneller & Ogbonnaya, שם, בעמ' 315.

Arad Reisberg, *Derivative Claims Under the Companies Act 2006: Much Ado About Nothing?*, in *RATIONALITY IN COMPANY LAW: ESSAYS IN HONOUR OF DD PRENTICE* 17 (John Armour & Jennifer Payne eds., 2009). ראו Keay, לעיל ה"ש 163, בעמ' 53–55.

Gibbs-Kneller & Ogbonnaya, לעיל ה"ש 167, בעמ' 323.

הם מקשים על בעלי המניות ברוב החברות הציבוריות בבריטניה להגיש תביעות נגזרות, שכן מבנה הבעלות האופייני שם הוא מבוזר.¹⁷⁰ שנית, המשטר המשפטי בבריטניה אינו מספק תמריצים לתובעים ולעורכי דין להגיש תביעות נגזרות. להבדיל מהמסגרת המשפטית הישראלית, בתי המשפט באנגליה ממעטים לקבוע שהחברה תשפה את התובע על הוצאותיו, גם במקרים שבהם התביעה הנגזרת מאושרת.¹⁷¹ גם כאשר בא כוח התובע יודע שבידו טענה משפטית חזקה, והוא מנהל את התביעה באופן סביר ולטובת החברה, קיים עדיין סיכון שהוא לא יזכה בשיפוי על הוצאותיו, ובכל מקרה הוא לא יזכה בגמול.¹⁷² באחד המחקרים האמפיריים נמצא כי ניתנו צווי הוצאות רק בשתיים מתוך שמונה תביעות שצלחו את שלב האישור.¹⁷³ לסיכום, התביעה הנגזרת אינה משמשת מנגנון לפיקוח על חברות ציבוריות בבריטניה.¹⁷⁴ בין היתר, כל עוד הנתבעים אינם שולטים באספה הכללית של החברה, בתי המשפט אינם רואים הצדקה להפקיע ממוסדות החברה את ההחלטה אם להגיש תביעה. ניתוח זה אינו מיועד לקרוא לישראל לאמץ גישה דומה. עם זאת, הוא מצביע על קושי ממשי בהישענות על פסיקה אנגלית כמקור השראה לפיתוח הדין ביחס לחברות ציבוריות בישראל. מכיוון שבתי המשפט שם נוקטים גישה המקפידה על אי-התערבות בחברות ציבוריות (לפחות חברות ללא בעלי שליטה), קשה ללמוד מהתפתחות הדין שם על טיב הביקורת השיפוטית שיש להחיל על דירקטוריונים של חברות ציבוריות בארץ. נראה שלתביעה הנגזרת יש מקום שולי, אם בכלל, בפיקוח על חברות ציבוריות גם בשיטות משפט מקובל נוספות. בדומה לבריטניה, גם באוסטרליה התקבלו בעשור הראשון של המאה העשרים ואחת תיקוני חקיקה במטרה להרחיב את השימוש במנגנון התביעה הנגזרת, אך גם שם נראה שהשימוש במנגנון זה אינו רווח ביחס לחברות ציבוריות.¹⁷⁵ לדוגמה, במחקר שבחן תביעות נגזרות שהוגשו בין שנת 2000 לשנת 2005

170 *Armour, Derivative Actions*, לעיל ה"ש 157, בעמ' 424–426.

171 Moses Peace Richard, *Funding Derivative Actions in Nigeria and the UK: A Critical Analysis of the Rules and Procedures Applicable to Indemnity Cost Orders*, 39 Co. Law. 338 (2018).

172 שם, בעמ' 342.

173 Keay, לעיל ה"ש 163, בעמ' 55–59.

174 לבעלי מניות יש אפשרות להגיש תביעה בטענת קיפוח ("unfair prejudice") לפי ס' 994 לחוק החברות האנגלי, שאינה כוללת הליך אישור קפדני כמו התביעה הנגזרת. אולם מדובר בתביעה שתכליתה לשרת את האינטרס של בעל מניות קונקרטי, והיא אינה מוגשת בשם החברה על מנת לקדם את טובתה, על כל המשמעות הנגזרת מכך. Keay, לעיל ה"ש 163, בעמ' 59–67 (ממצאים בדבר שכיחותן של תביעות קיפוח בחברות ציבוריות).

175 Melissa Hofmann, *The Statutory Derivative Action in Australia: An Empirical Review of Its Use and Effectiveness in Australia in Comparison to the United States, Canada and Singapore*, 1 CORP. GOVERNANCE EJ. 1, 11 (2005); Ian M. Ramsay & Benjamin B. Saunders, *Litigation by Shareholders and Directors: An Empirical Study of the Australian Statutory Derivative Action*, 6 J. CORP. L. STUD. 397 (2006).

נמצאו רק שתי תביעות נגזרות שהוגשו באוסטרליה בשם חברות ציבוריות.¹⁷⁶ יתר על כן, גם באוסטרליה נראה שבתי המשפט מקשים את השימוש במנגנון התביעה הנגזרת. המחקר מצא שגם כאשר בתי המשפט מאשרים הגשת תביעה נגזרת, הם אינם מורים לתביעה לממן את הגשת התביעה על ידי התובע.¹⁷⁷ גם בקנדה המצב דומה.¹⁷⁸

בפרק הבא נראה כי הקשיים שעמדנו עליהם ביחס למנגנון התביעה הנגזרת אינם חששות תיאורטיים גרידא, אלא באים לידי ביטוי גם בנתונים האמפיריים שאספנו בארץ. בפרק הרביעי של המאמר נציע דרכים אחדות להתמודדות עם כשלים אלו, תוך חשיבה מחודשת על מנגנון התביעה הנגזרת בישראל.

פרק ג: התביעה הנגזרת בישראל – בחינה אמפירית

בפרק זה נפרט את ממצאי הבדיקה האמפירית שלנו, המסכמת עשור של תביעות נגזרות בישראל. הבדיקה האמפירית נועדה להעריך את תרומתה של התביעה הנגזרת בחברות ציבוריות להגנת המשקיעים, וזאת בהתאם לאמות המידה שהתוונו בפרק א, דהיינו, התרומה להרתעה ולפיצוי במקרים המתאימים ואיכות ההתמודדות עם הכשלים האינהרנטיים למנגנון זה.

1. בסיס הנתונים ותיאור המחקר

המחקר מנתח תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות שהתאגדו בישראל במשך תקופה של עשור, מהקמת המחלקה הכלכלית ב-2010 ועד סוף 2019. המחקר מתבסס

¹⁷⁶ שם, בעמ' 420.

¹⁷⁷ שם, בעמ' 428. הופמן אינה מפרטת אם יש תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות שצלחו את שלב האישור, אך מזכרים שמפורסמים על ידי משרדי עורכי דין מציינים כי אישור תביעות נגזרות בשם חברות ציבוריות הוא "נדיר" באוסטרליה. ראו Quentin Digby & Timothy Stutt, *Australia, in* The Shareholder Rights and Activism Review 1 (Francis J. Aquila ed., 4th ed. 2019), available at www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/the-shareholder-rights-and-activism-review-edition-4-australia.

¹⁷⁸ Brian R. Cheffins & Janet M. Dine, *Shareholder Remedies: Lessons from Canada*, 13 Co. Law. 89 (1992). מחקר זה מצא 199 החלטות בתביעות נגזרות בתקופה של 16 שנים, וזאת בהתייחס הן לחברות פרטיות והן לחברות ציבוריות. למיטב ידיעתנו, לא נערך מחקר אמפירי עדכני ביחס לקנדה, אך עצם העובדה שאי-אפשר לאתר כתיבה עדכנית בנושא מעידה כי הוא אינו ממלא תפקיד חשוב באסדרה של שוק ההון שם.

על מסד נתונים שאיתרנו דרך מאגר המידע "נבו". תחילה הורדנו מהמאגר את כל התיקים שסווגו במאגר כתביעה נגזרת (תנ"ג), וכך איתרנו כ-900 רשומות. לאחר מכן סיננו את הרשומות והשמטנו, באמצעות סינון ידני, תביעות נגזרות בשם חברות שאינן ציבוריות,¹⁷⁹ תיקים פתוחים, תיקים שלא היה די נתונים פומביים לגביהם (למשל, כיצד הסתיימו), תיקים שהוגשו לפני הקמת המחלקה הכלכלית ב-2010 וכן רשומות שנראו לא רלוונטיות. כמו כן איחדנו הסתעפויות של תיקים שקשורות לאותה תביעה מקורית (כלומר, תביעות שונות שמבוססות על אותה מסכת עובדתית) ורשומות כפולות. לאחר סינון זה נותר מדגם של 71 תביעות נגזרות סגורות (להלן: המדגם הראשי).¹⁸⁰

כמו כן בנינו מדגם נוסף ייעודי להליכי גילוי מסמכים. ייתכנו הליכי גילוי מסמכים במסגרת תביעה נגזרת שלא יופיעו במדגם הראשי, למשל, מאחר שהם נסגרו בפשרה לפני הגשת בקשת האישור או משום שהתרחשו שינויים עובדתיים שהובילו לכך שלא הוגשה לבסוף בקשה לאישור תביעה נגזרת. תחילה הורדנו ממאגר "נבו" כ-170 רשומות הנוגעות בהחלטות בבקשות לגילוי מסמכים.¹⁸¹ לאחר מכן ערכנו סינון דומה לזה שתואר לעיל, אך בניגוד למדגם הראשי, מדגם זה כולל גם תיקים פתוחים. לאחר הסינון נותר מדגם של 44 בקשות גילוי מסמכים (להלן: מדגם גילוי המסמכים).¹⁸²

מאחר שמרכז הכובד של הליך התביעה הנגזרת הוא שלב האישור, בחינה של בקשות גילוי מסמכים מאפשרת לאתר ממצאים רחבים יותר באשר לשימוש בתביעה הנגזרת. בחינה זו אפשרה לנו לזהות, למשל, את הקשר בין עילת התביעה לבין החלטת בית המשפט בבקשת הגילוי או עד כמה החלטות הגילוי משפרות את עמדת המיקוח של התובע הנגזר ומשפיעות על סיכויי הזכייה שלו בהליך העיקרי. בדיקה זו גם מאפשרת לנו לבחון אם הטענה שבתי המשפט הישראליים נוקטים גישה מצמצמת לגילוי המסמכים המקדים היא נכונה מבחינה אמפירית.¹⁸³

נוסף על כך בנינו מדגם מאוחד שכולל את התיקים שהופיעו במדגם הראשי ובמדגם גילוי המסמכים, תוך השמטת הכפילויות של תיקים שהופיעו בשני המדגמים (כלומר, כאלה שהופיעו במדגם הראשי כתביעה נגזרת ואשר במסגרת ההליך הוגשה גם בקשה מקדמית לגילוי מסמכים). במדגם זה כללנו גם תביעות נגזרות פתוחות שלא הוגשה במסגרתן בקשה לגילוי מסמכים. מדגם זה כולל 98 תיקים (להלן: המדגם המאוחד).

179 תביעות נגזרות בחברות פרטיות, שהן לרוב חברות עם בעלי מניות מעטים, אינן מעוררות את אותן בעיות נציג ומורכבויות הקיימות בחברות ציבוריות עם מספר רב של בעלי מניות. לכן החלטנו למקד את מחקרנו בחברות נסחרות.

180 המדגם הראשי אינו כולל תביעות נגד נושאי משרה שהוגשו במסגרת הליכי פירוק וכן תביעות ישירות של בעלי מניות נגד החברה, למשל בגין הפרת חובות דיווח. בכוונתנו להרחיב את המדגם גם לתביעות מסוג זה בעתיד.

181 בקשות חדשות לגילוי מסמכים שטרם ניתנה בהן החלטה משמעותית כלשהי אינן מופיעות ב"נבו", ולכן אינן נכללות במאגר שלנו.

182 מדגם זה כולל 2 בקשות לגילוי מסמכים שנמחקו, 5 בקשות גילוי מסמכים שכללו מידע חלקי בלבד, וכן 5 בקשות גילוי שטרם התקבלה בהן החלטה קונקרטית.

183 ראו שפירא "להיות כמו דלור", לעיל ה"ש 136; קלמנט ורון, לעיל ה"ש 24, בעמ' 43-51.

כמו כן, על מנת לוודא שבמדגמים הללו לא חסרות החלטות, אשר מסיבה כלשהי לא תועדו במאגר "נבו", עברנו באופן ידני על כל ההחלטות בנוגע לתביעות נגזרות אשר תועדו במערכת "נט המשפט" ופורסמו במהלך שנות המדגם. בדיקה מקיפה זו הניבה שני תיקים נוספים, שאותם כללנו במדגם המאוחד, כשניים מבין 98 התיקים שב¹⁸⁴. כאשר משווים את הנתונים שמצאנו לאלה שנאספו במחקר שערכה רשות ניירות ערך, ואשר מתואר בהמשך פרק זה, ניתן להיווכח כי המדגם שיצרנו רחב ומייצג¹⁸⁵. ביחס לכל תיק במדגם אספנו ממאגר "נבו" כמה נתונים כלליים: שמות הצדדים, הערכאה, שם השופט, תאריך פתיחת התיק וסגירתו, סטטוס התיק וסכום התביעה. כמו כן בחנו את התיקים השונים על מנת לאסוף באופן ידני נתונים נוספים אשר אינם מופיעים במאגר "נבו" או אינם ניתנים לשליפה ממנו באופן אוטומטי ומחייבים קריאה וניתוח של ההחלטות השונות המופיעות בתיקי התביעה הנגזרת. ראשית, בחנו את **זהות התביעה** לפי שבע קטגוריות – דירקטור, נושא משרה, בעל שליטה, בעל מניות שאינו בעל שליטה, חברה אחרת, שומר סף או "אחר" (סיווגים זניחים יותר). כמו כן בדקנו בשם איזו חברה הוגשה התביעה הנגזרת. שנית, סיווגנו את התיקים על פי **עילת התביעה**, לפי חמש קטגוריות: תביעות בגין הפרת חובת זהירות של הדירקטוריון או נושאי המשרה – בעילה זו אף הבחנו בין תביעות בגין מחדל בפיקוח על ציות לחוק לבין תביעות אחרות¹⁸⁶; ניגוד עניינים ישיר

184 מאחר שתביעות חדשות אינן מתועדות ב"נבו" כל עוד לא ניתנה החלטה משמעותית בתיק, ייתכן בהחלט שמספר התיקים בשנתיים האחרונות של המדגם גבוה מכפי שתועד בפועל.

185 רשות ניירות ערך מצאה כי הוגשו 17 תביעות נגזרות בממוצע בשנה במהלך השנים 2011–2017 (רשות ניירות ערך **מחקר אכיפה פרטית**, לעיל ה"ש 73), ואילו במחקרנו מצאנו כי בשנים 2010–2019 הוגשו כ-10 תביעות נגזרות בשנה בממוצע. אולם רשות ניירות ערך כללה במדגם שלה גם תביעות בשם חברות פרטיות, ואילו אנו כללנו כאמור רק תביעות בשם חברות ציבוריות. מאחר ששיעור התביעות הנגזרות שמוגשות בשם חברות פרטיות אינו זניח, הפער של 7 תביעות נגזרות בממוצע בשנה הוא סביר. מחקר נוסף מצא כי תביעות בשם חברות פרטיות מהוות קרוב לרבע מכלל התביעות (נגזרות וייצוגיות) שמוגשות לבתי משפט בישראל. ראו Aran & Ofir, לעיל ה"ש 101, בעמ' 177. מאחר שרוב התביעות הייצוגיות בענייני ניירות ערך נוגעות בחברות ציבוריות, יש להניח כי האחוז היחסי של תביעות נגזרות המוגשות בשם חברות פרטיות הוא גבוה יותר.

186 תיקי המחדל בפיקוח במדגם שלנו עוסקים, כמעט ללא יוצא מן הכלל, במצב שבו דירקטורים לא נקטו צעדים מספיקים למניעת הפרות חוק על ידי אחרים בחברה, וזאת להבדיל מפעולה אקטיבית המפרה את הדין. באחד המקרים הבהירה השופטת רונן כי פעולה מכוונת של הפרת חוק מהווה הפרה של חובת הזהירות וחובת האמון כאחד. ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 59581-06-18 **כהן נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ**, פס' 30–39 לפסק הדין (פורסם בנבו, 19.1.2020). אולם בתי המשפט בישראל טרם קבעו סטנדרט ברור לאחריות דירקטורים במחדל בפיקוח. במחקר זה אנו משייכים תביעות של מחדל בפיקוח לקטגוריה הכללית של הפרת חובת זהירות, וזאת לנוכח העובדה שאין מדובר במקרים שבהם נושאי המשרה עושים פעולות בניגוד עניינים ישיר, המהוות הפרה של חובת האמונים. אפילו התובעים הנגזרים בתיקי מחדל בפיקוח שבמדגם שלנו טוענים, בעיקר, להפרת חובת זהירות, על מנת לזכות בכיסוי הביטוחי (אשר אינו חל כאמור על הפרת חובת אמונים). אכן, כפי שנראה בהמשך, בכל אותן תביעות בגין מחדל בפיקוח שהסתיימו בפשרה, המבטחים נשאו

של בעל השליטה (לדוגמה, ניצול הזדמנויות עסקיות ועסקאות עם בעלי עניין); ניגוד עניינים ישיר של נושאי משרה; חלוקה אסורה של דיוידנדים; ו"אחר" (עילות תביעה שמספרן במדגם זניח).¹⁸⁷ כידוע, תובעים נוטים לכוון יחד בכתב התביעה מגוון רחב ככל האפשר של עילות. לפיכך הסיווג שלנו לא התבסס על עילת התביעה הפורמלית שאוזכרה בכתבי הטענות, אלא על בחינת המסכת העובדתית שבבסיס התביעה והסקת עילת התביעה ה"אמיתית" העומדת ביסודו של התיק.

שלישית, בדקנו את האופן שבו נסגר התיק ואת תוצאות התביעה. בדקנו את משך חי התיק מהרגע שבו נרשם ב"נבו" שהתיק נפתח ועד לסגירתו, וחשוב מכך – באיזה שלב הוא נסגר: בשלב מקדמי, לפני החלטה בבקשת האישור או בשלב אחר. כמו כן בחנו כיצד הסתיימה כל תביעה, תוך הבחנה בין תיקים שנדחו לכאלה שהסתיימו בפשרה בשלב מקדמי, על מנת שנוכל להצליב בין אופן הסגירה לעילת התביעה. הצלבה זו אפשרה לנו לבחון את הקשר בין עילות התביעה לבין הסיכוי לדחיית הבקשה לאישור התביעה הנגזרת והסיכוי לפשרה. בתביעות שנדחו על ידי בית המשפט בחנו את עילת הדחייה. בתביעות שנסגרו בפשרה בחנו את סכום הפשרה ביחס לסעד המבוקש ומי הגורם שנשא בעלויות הפשרה, כלומר, אם נושאי המשרה ובעלי השליטה שילמו את הכסף מכיסם או שמא חברת הביטוח נשאה בכל התשלומים. כן ערכנו בחינה מעמיקה של ההחלטות שניתנו בתיקי הפשרה כדי לראות אם בית המשפט קובע ממצאים באשר להתנהלותם של נושאי המשרה במסגרת החלטתו על אישור הפשרה, ואם הוא פועל להבהרת הדין, דהיינו, אם ניתן ללמוד מתיקי הפשרה על סיכויי קבלתן של תביעות נגזרות עתידיות שיוגשו בגין עילות דומות.

רביעית, בתיקים שבהם היו נתונים זמינים לגבי הסכומים השונים איתרנו את הגמול ושכר הטרחה שנפסקו לתובע ולבא כוחו ביחס לסעד המבוקש ולסעד שניתן בפשרה בסופו של דבר.

בתיקי גילוי המסמכים סיווגנו את תוצאות הבקשה לארבע קטגוריות: הבקשה אושרה, הבקשה נדחתה, הבקשה סולקה על הסף או הצדדים הגיעו לפשרה לפני קבלת ההחלטה. בבקשות שנדחו בחנו את עילת הדחייה, על פי התנאים הקבועים בחוק: העדר תשתית ראייתית ראשונית, חוסר תום לב או סיבות אחרות. כמו כן בדקנו אם בקשת גילוי המסמכים הוגשה לפני הגשת הבקשה לאישור התביעה הנגזרת או לאחריה, וכן את השתלשלות העניינים לאחר ההחלטה בבקשת גילוי המסמכים, וזאת על מנת לבחון את הקשר בין ההחלטה בבקשת הגילוי להחלטה בבקשת האישור ולשאלה אם הצדדים

במלוא סכום הפשרה או במרביתו. עם זאת, בכמה מקומות בהמשך, לצורך שלמות התמונה העובדתית, אנו מספקים את הנתונים לגבי תביעות בגין מחדל בפיקוח בנפרד מהנתונים לגבי תביעות בגין הפרה אקטיבית של חובת הזהירות. נעיר כי גם בבחינה נפרדת זו הממצאים בנוגע לתיקים של הפרת חובת זהירות אינם משתנים באופן משמעותי, להוציא את הממצא בנוגע לגובה הפשרה, וזאת משום שחלק מתיקי המחדל בפיקוח מתאפיינים בסכומי פשרה גבוהים.

¹⁸⁷ שני תיקים בלבד סווגו כ"אחר".

התפשרו לבסוף. כאמור, בחנו גם מגמות שונות בבקשות הגילוי לאורך השנים, למשל ביחס לעילות התביעה השונות.

המחקר האמפירי שערכנו מצטרף לשני מחקרים אמפיריים קודמים שבחנו תביעות נגזרות בישראל, אלא שמטרותיהם של אלה היו שונות ממטרותיו של מחקר זה. רשות ניירות ערך ערכה מחקר שנועד לבדוק את מדיניות המימון של הרשות ביחס לתביעות נגזרות וייצוגיות. סוגיה זו אינה עומדת בבסיס המחקר האמפירי שערכנו, ולכן נתייחס רק להיקף התביעות הנגזרות שנמצא במסגרת מחקרה זה של רשות ניירות ערך.¹⁸⁸ מחקר זה בדק את מספר התביעות הנגזרות שהוגשו בשנים 2011–2017 ואיתר 122 תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות וחברות פרטיות, כלומר, 17 תביעות נגזרות בשנה במוצא. עוד נמצא כי בשנת 2017 חלה עלייה משמעותית במספר התביעות הנגזרות שהוגשו, וזו השנה הראשונה שבה עלה מספר התביעות הנגזרות על מספר התובענות הייצוגיות שהוגשו בעילה לפי חוק ניירות ערך. כן נמצא כי בהעדר כפל תביעות, כ-8% מהחברות הציבוריות בישראל ייתבעו בשנה נתונה (בתביעה נגזרת או ייצוגית).¹⁸⁹

מחקר נוסף, שנערך על ידי יפעת ארן ומורן אופיר, בחן את ההשפעות של הקמת ערכאה מתמחה – המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.¹⁹⁰ המחקר השווה בין החלטות שהתקבלו בבתי המשפט המחוזיים בארבע השנים שקדמו להקמת המחלקה הכלכלית, בשנת 2010, לבין החלטות של המחלקה הכלכלית ובתי המשפט המחוזיים בארבע השנים לאחר הקמת המחלקה.¹⁹¹ המחקר הצביע על מתאם בין הקמת המחלקה הכלכלית לבין הגברת הפעילות של האכיפה הפרטית. נוסף על כך מצאו החוקרות ירידה במשך הזמן שבו מתנהלים התיקים הכלכליים, עלייה במספר הפשרות שקדמו להחלטה בבקשה לאישור התביעה הנגזרת ועלייה במספר התביעות שסולקו בשלבים מקדמיים, והסיקו מכך כי המחלקה הכלכלית פועלת ביעילות. לענייננו, ארן ואופיר בדקו במאגר "נבו" את מספר התביעות הנגזרות שהוגשו בתקופה האמורה, ואיתרו 108 תביעות נגזרות, אשר 88 מתוכן הוגשו לאחר הקמת המחלקה הכלכלית במשך תקופה של ארבע שנים (2010–2014), כלומר, ממוצע של 22 תביעות נגזרות בשנה. אולם גם במקרה זה לא נעשתה הבחנה בין תביעות נגזרות שהוגשו בשם חברות פרטיות לכאלה שהוגשו בשם חברות ציבוריות.

למחקר שלנו יש כמה היבטים ייחודיים. ראשית, מחקר זה בוחן את תקופת הזמן הארוכה ביותר בהשוואה למחקרים הקודמים, ומתבסס על הנתונים העדכניים ביותר.

188 נציין כי נמצא מתאם בין סיוע של הרשות במימון התביעה הנגזרת לבין הצלחתה (שהוגדרה כאישור הגשת התביעה הנגזרת או פשרה בין הצדדים). ייתכן שמתאם זה מצביע על כך שהמימון על ידי הרשות משמש איתות לבתי המשפט על איכות התביעה, ובכך יש לו השפעה עצמאית על סיכויי התביעה, אך ייתכן שהרשות בוחרת מראש לסייע במימון תביעות בעלות סיכויי הצלחה גבוהים.

189 ראו רשות ניירות ערך **מחקר אכיפה פרטית**, לעיל ה"ש 73.

190 Aran & Ofir, לעיל ה"ש 101.

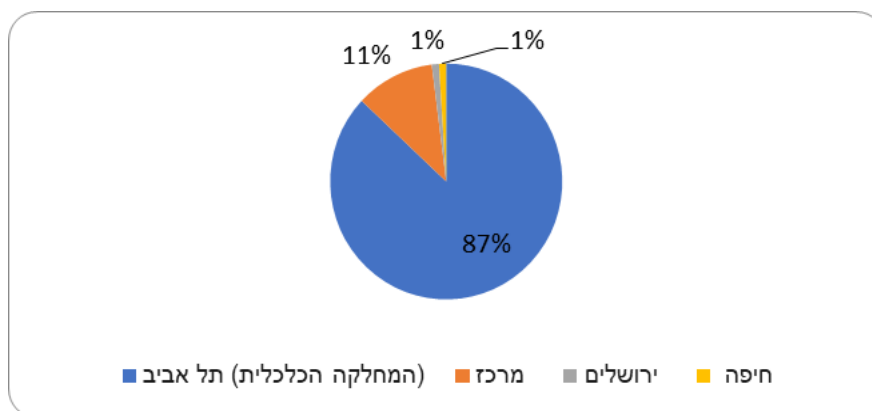
191 התקופה הכוללת שנבחנה היא מ-15.12.2006 עד 15.12.2014.

שנית, המדגם שהמחקר מבוסס עליו כולל גם בקשות לגילוי מסמכים. שלישית, במסגרת המחקר נערך קידוד ידני נרחב, מקיף ומעמיק של נתונים מהותיים ופרוצדורליים הנוגעים באופי התביעה ובאופן שבו היא נסגרה, כגון סיווג לפי עילות התביעה, תוצאות התיקים, סכום הפשרה, מי נשא בתשלום הפשרה, המסר ה"חינוכי" שמועבר לצדדים במסגרת הפשרה, הגמול לתובע ושכר הטרחה לבא כוחו, ונתונים רבים נוספים. מדובר אם כן במדגם המקיף והמעמיק ביותר שנבנה ביחס לתביעות נגזרות בישראל. יתר על כן, קידוד זה מאפשר לנו להעריך את השאלה אם מנגנון התביעה הנגזרת בישראל מגשים את יעדיו.

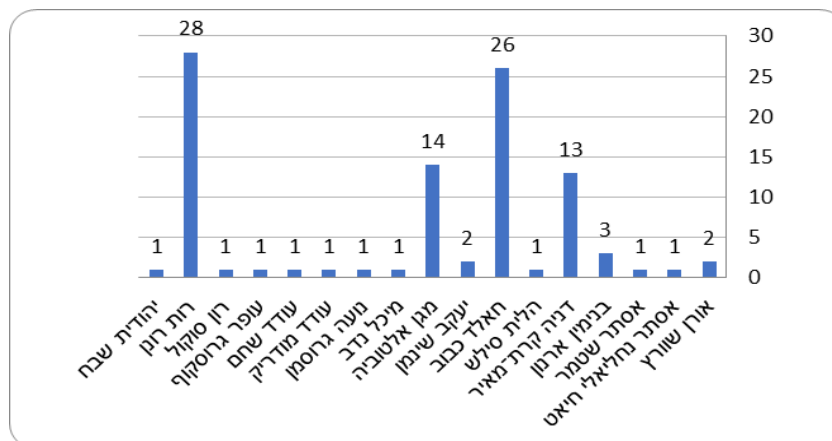
2. ממצאים

נתוני רקע – כצפוי, למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב יש מעמד מרכזי בתביעות נגזרות של חברות ציבוריות. 85 מבין 98 התיקים במדגם המאוחד (87%) נדונו לפני המחלקה הכלכלית בתל אביב, וב־81 מהם דנו שופטי המחלקה (בעבר ובהווה) חאלד כבוב, רות רונן, דניאל קרת־מאיר ומגן אלטוביה (שהחליף בשנת 2017 את השופטת קרת־מאיר). נתונים אלו מעידים על ההשפעה המשמעותית שיש לשלושה שופטים בכל זמן נתון על פיתוח מנגנון התביעה הנגזרת בישראל.

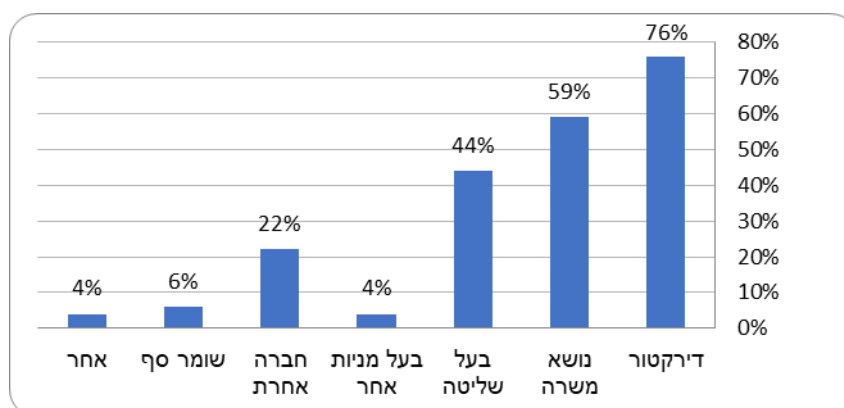
תרשים 1: פילוח התביעות לפי מחוז (מדגם מאוחד)



תרשים 2: פילוח התביעות לפי שופט (מדגם מאוחד)



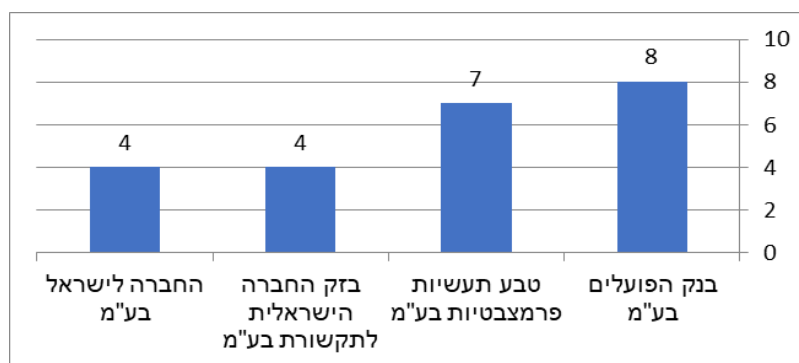
זהות הנתבעים והחברות הנתבעות המובילות – חלק משמעותי מן התביעות מוגשות, כצפוי, נגד דירקטורים ונושאי משרה בחברה. בעלי שליטה מופיעים כנתבעים רק בכ- 44% מכלל התביעות. נתון זה מפתיע מעט בהתחשב בריכוזיות השליטה בחברות ציבוריות בישראל, אך עולה בקנה אחד עם הנתונים שנציג בהמשך בנוגע לעילות התביעה, המצביעים על עלייה בשיעור התביעות נגד חברות בבעלות מבוזרת וירידה בשיעור התביעות בגין ניגודי עניינים של נושאי משרה ובעלי שליטה.

תרשים 3: זהות הנתבעים (מדגם מאוחד)¹⁹²

¹⁹² בתיקים רבים היו יותר מסוג אחד של נתבעים, ולכן האחוזים מסתכמים ביותר מ-100%. כמו כן, באחד ההליכים שבמדגם המאוחד אין מידע על זהות הנתבע, ולכן תיק זה אינו נכלל בתרשים. נוסף על כך, תיק שבו בעל השליטה הוא גם נושא משרה סווג תחת שתי הקטגוריות.

נתון מעניין מתגלה ביחס לזהותן של החברות שהתביעות הנגזרות מוגשות בשמן. כפי שעולה מתרשים 4, קרוב לרבע מן התביעות הנגזרות במדגם הוגשו בשם ארבע חברות בלבד, ומתוכן 15 תביעות נגזרות (כ-15% מכלל התביעות במדגם המאוחד) הוגשו בשם שתי חברות ציבוריות גדולות הנמצאות כיום בבעלות מבוזרת: בנק הפועלים וחברת טבע.¹⁹³ מיקוד התביעות הנגזרות בחברות גדולות יכול להיות מוסבר בכך שחברות אלו מתאפיינות בפרופיל ציבורי גבוה ובסיקור תקשורתי נרחב, בפרט במקרה של התנהלות כושלת.¹⁹⁴ מאידך גיסא, ייתכן גם שחברות אלו מהוות מטרות נוחות במיוחד לתביעות: הנזק למוניטין שעלול להיגרם להן מניהול הליך ליטיגציה מתמשך עשוי להיות משמעותי, וחברות בבעלות מבוזרת קל יותר להנהלה להתפשר על חשבון מבטחי האחריות. יתר על כן, חברות אלו פועלות בסביבה אסדרתית מורכבת, ופעילות של רשויות החוק נגדן עלולה לגרור תביעות המשך בגין מחדל בפיקוח של נושאי המשרה.

תרשים 4: מספר התביעות שהוגשו נגד החברות הנבדקות המובילות (מדגם מאוחד)



¹⁹³ בנק הפועלים נהפך לחברה בבעלות מבוזרת רק בשנת 2018, כאשר קבוצת אריסון מכרה את השליטה בבנק. אולם אף לא אחת מהתביעות עסקה בניגוד עניינים של בעלת השליטה לשעבר. באחד מהתיקים עלו טענות לניגוד עניינים של יושב ראש הדירקטוריון.

¹⁹⁴ רפאלה גויכמן "עסקת ידיעות אחרונות: הליך נוסף לקראת תביעה נגזרת נגד בנק הפועלים" *TheMarker* 5.1.2021 www.themarker.com/advertising/premium-1.9425513; מיכאל רוכוורגר "הקנס משקף את עוצמת ההתחמקות: המספרים מאחורי פרשת המס של הפועלים" *TheMarker* 3.5.2020 www.themarker.com/law/1.8814994; יובל אזולאי "בלעדי עובדי טבע פתחו בקמפיין עולמי נגד ההנהלה" *גלובס* 20.12.2017 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001216408; הסותר מוול סטריט "אל תרחמו על טבע, ואל תמהרו להשקיע בה" *TheMarker* 19.5.2019 www.themarker.com/blogs/ws-trader/BLOG-1.7255441; גיא בן סימון ושירי חביב ולדהורן "טבע מציגה שחיקה בהכנסות והפסד ברבעון הראשון; הרווח בניכוי סעיפים חשבונאיים היה גבוה מהתחזיות" *גלובס* 2.5.2019 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001284330.

עילות התביעה – תביעות בגין הפרת חובת זהירות מהוות כ-45% מכלל התביעות במדגם המאוחד, הכולל כאמור 98 תיקים (כולל בקשות לגילוי מסמכים), ואילו תביעות בנוגע לניגודי עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה מהוות יחד רק כ-35% מכלל התביעות באותו מדגם. מתוך 44 התיקים בגין הפרת חובת זהירות, 33 (75%) סווגו על ידינו תחת הפרה אקטיבית של חובת הזהירות, ו-10 תביעות (23%) סווגו תחת מחדל בפיקוח (בתביעה אחת חסר מידע בעניין זה). נתון זה מפתיע משתי סיבות. ראשית, כפי שצינו בפרק הקודם, לתביעות שמהותן הפרת חובת זהירות יש פוטנציאל נמוך יותר לתרום למשקיעים.¹⁹⁵ שנית, לנוכח ריכוזיות השליטה בישראל, היה אפשר לצפות לשיעור גבוה יותר של תביעות (מתוך אלה שהוגשו) על רקע ניגודי עניינים של בעלי שליטה.

מעניין להשוות את התביעות הנגזרות המוגשות בישראל לאלה המוגשות בדלוור מבחינת עילותיהן. ממחקרם של תומפסון ותומס עולה כי בדלוור אין תביעות נגזרות בגין הפרת כללי החלוקה (ואילו במדגם שלנו משקלן הוא 15%),¹⁹⁶ וכי כ-60% מן התביעות הנגזרות המוגשות שם בשם חברות ציבוריות נוגעות בעילות של הפרת חובת אמונים של נושאי משרה או בעלי שליטה, ורק כ-26% נוגעות בהפרה של חובת זהירות.¹⁹⁷ הנה כי כן, בהעדר ניגוד עניינים, תובעים נגזרים בדלוור מתקשים להתגבר על המכשולים הפרוצדורליים הניצבים בדרכם להגשת התביעה הנגזרת, ובראשם הגנת הפטור.¹⁹⁸

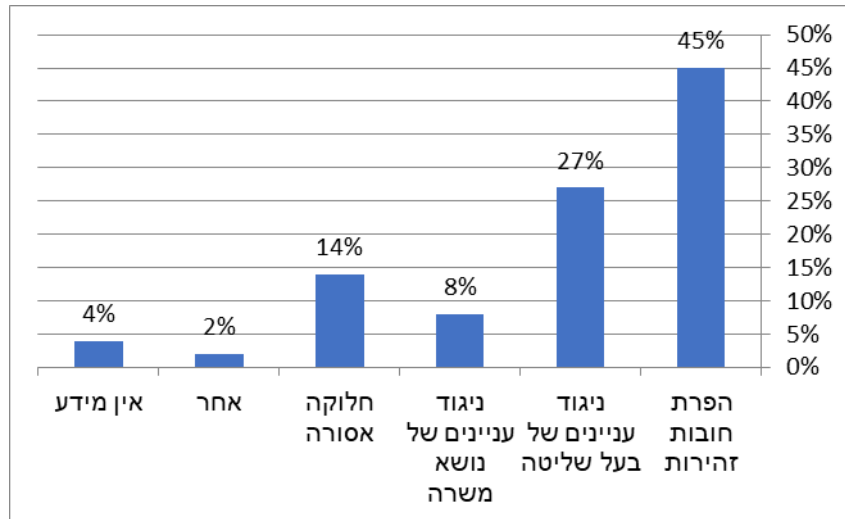
195 ראו, למשל, גושן "קו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל", לעיל ה"ש 2.

196 מבלי להרחיב יתר על המידה, נציין כי כללי החלוקה בדלוור נדיבים יותר עם בעלי המניות, ומכל מקום אין לנושים זכות להגיש תביעה נגזרת בשל הפרת כללי החלוקה.

197 Thompson & Thomas, לעיל ה"ש 143, בעמ' 1772–1773. החוקרים מנמקים את מיעוט התביעות בגין חובת זהירות בכך שרוב החברות בדלוור נוטות לאמץ פטור מאחריות בגין הפרת חובת זהירות של נושאי משרה. ההבדל בין דלוור לישראל בהיבט זה בולט עוד יותר אם מנפים מהמדגם בישראל את התביעות בגין חלוקה, שאז שיעור התביעות בגין הפרת חובת הזהירות עולה לכ-53% – פי שניים מהשיעור בדלוור.

198 לכאורה ניתן להסביר את ההבדל בעובדה שהגנת הפטור אינה שכיחה בישראל כמו בדלוור. אולם בשנים האחרונות חלה עלייה דרמטית באימוץ הגנת הפטור גם בישראל (ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 4), ובכל זאת שיעור התביעות שהוגשו בארץ בגין הפרת חובת הזהירות לא התמתן.

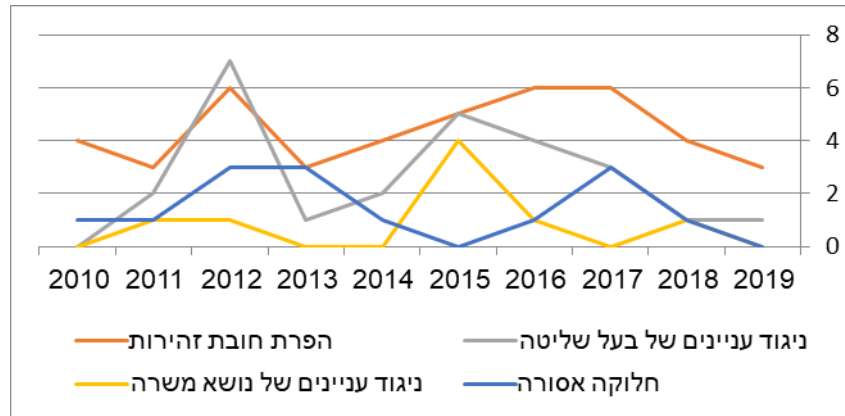
תרשים 5: עילות תביעה (מדגם מאוחד)



יתרה מזו, כפי שניתן ללמוד מתרשים 6, תביעות בגין ניגודי עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה נמצאות במגמת ירידה בשנים האחרונות. הדבר עשוי להעיד כי בעלי שליטה ונושאי משרה החלו להפנים לאורך תקופת המדגם נורמות התנהלות ראויות שהתוו בתי המשפט.¹⁹⁹ מספר התביעות בגין הפרת חובות זהירות, לעומת זאת, נותר יציב, עם עלייה מסוימת במספר התביעות מסוג זה במחצית השנייה של המדגם (24 תביעות במהלך המחצית השנייה של המדגם לעומת 20 תביעות במחצית הראשונה). נתון זה מקבל משנה תוקף כאשר בוחנים את מדגם גילוי המסמכים, המשקף מגמות עדכניות בנוגע לעילות התביעה (ראו להלן תרשים 13).

199 בלום, חנס, יוסף ולאטרבך, לעיל ה"ש 104. מחקרנו תומך בכך שהקמת המחלקה הכלכלית תרמה לירידה זו. אם מייחסים את הירידה בתביעות נגד בעלי שליטה לאפקט ההרתעתי שהיה לפסיקת המחלקה הכלכלית, אזי העדר השינוי בהיקף התביעות בגין הפרת חובות זהירות עשוי להצביע על כשלונן של תביעות אלו בייצור הרתעה או על כשל בסינון תביעות לא ראויות. הסבר אפשרי נוסף הוא התמקדות התובעים בעילות "קלות" יותר של הפרת חובות זהירות, ובראשן הפרת חובות פיקוח.

תרשים 6: עילות תביעה לפי שנים (מדגם מאוחד)



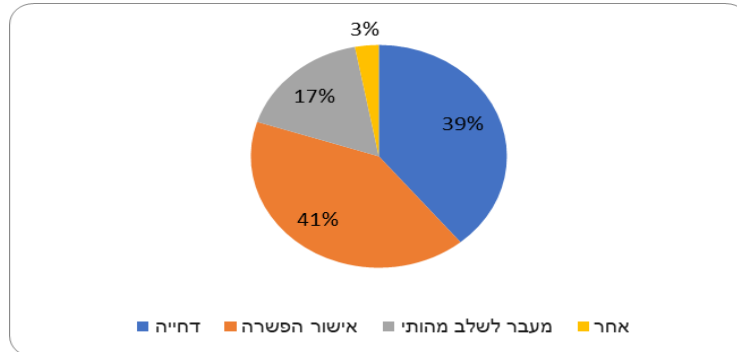
שלב הסיום ותוצאות ההליך – כפי שעולה מתרשים 7, 80% מהתיקים במדגם הראשי (57 תיקים) נסגרו בשלב הבקשה לאישור תביעה נגזרת: 41% (29 תיקים) נסגרו בפשרה, ואילו 39% (28 תיקים) נדחו בשל עילות שונות.²⁰⁰ פילוח עילות הדחייה בשלב המקדמי של אותם 28 תיקים מעלה כי ב-47% מהם עילת הדחייה הייתה העדר ראיות לכאורה או העדר עילת תביעה, ב-17% נקבע כי חל כלל שיקול הדעת העסקי, ב-13% נמצא העדר תום לב מצד התובע הנגזר, ב-13% נקבע כי התובע הנגזר אינו רשאי להגיש תביעה, ב-3% חזר בו המבקש מהגשת הבקשה, וב-3% נוספים אושרה הסכמה מחוץ לכותלי בית המשפט.²⁰¹

כ-17% מן התיקים צולחים את שלב אישור הבקשה להגשת תביעה נגזרת. מעבר לשלב המהותי מגדיל במידה משמעותית את הסיכוי לפשרה. מבין כלל התיקים במדגם הראשי שצלחו את שלב האישור (12 תיקים), 11 נסגרו בפשרה, ותיק נוסף נסגר מבלי שפורטה סיבה.²⁰²

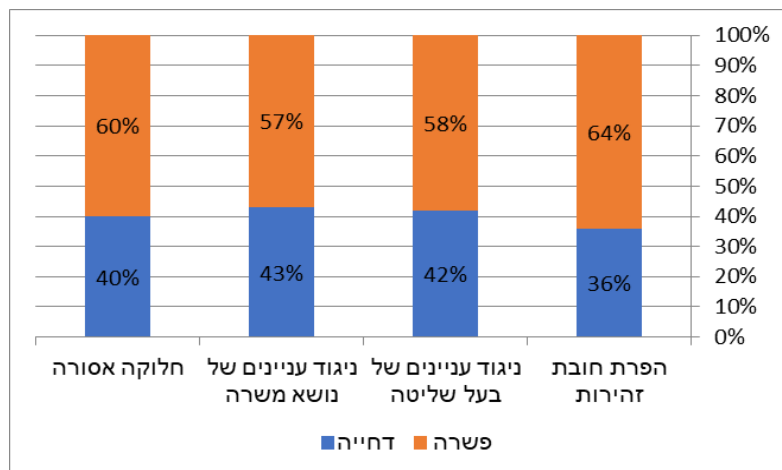
200 יצוין כי לא נמצאה שום תביעה שנדחתה בנימוק שבית המשפט לא שוכנע כי ניהול התביעה יהיה לטובת החברה (ס' 198 (א) לחוק החברות קובע זאת כתנאי לאישור תביעה נגזרת – ראו לעיל ה"ש (30).

201 שלוש תביעות סווגו עם יותר מעילת דחייה אחת. כמה תיקים נוספים קודדו תחת "אין מידע", ולא נכללו בחישוב למעלה.

202 מדובר בתיק שבו הבקשה לאישור הגשת תביעה נגזרת אושרה רק לגבי חלק מהנתבעים, ולאחר החלטה זו נסגר התיק מבלי שפורטה סיבה. לא ידוע על סכום כסף ששולם בתיק זה כסעד לתובעים.

תרשים 7: פילוח ההחלטות בשלב המקדמי (מדגם ראשי)

פילוח של התוצאה הסופית של התיק (פשרה/דחייה) על פי עילת התביעה מוצג בתרשים 8. בניגוד למצופה, רק 36% מן התביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות הסתיימו בדחייה, וזאת אף שמדובר לכאורה בעילת תביעה חלשה לנוכח כלל שיקול הדעת העסקי (ובמקרים מסוימים פטור).²⁰³ לשם השוואה, בתביעות בנוגע לניגוד עניינים של בעלי שליטה או של נושאי משרה, אשר כפופות להליכי אישור מיוחדים ולביקורת שיפוטית מחמירה בהשוואה לתביעות בגין הפרת חובת זהירות, נרשמו אחוזי דחייה גבוהים יותר (42%–43%).

תרשים 8: תוצאת התיק (פשרה/דחייה) לפי עילת התביעה (מדגם ראשי)

203 מתוך התביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות, בתביעות שסווגו תחת הפרה אקטיבית של חובת הזהירות נדחו 33% מן התביעות, ואילו בתביעות שסווגו תחת מחדל בפיקוח נדחו 43% מן התביעות.

פשרות – כ-56% מהתביעות הנגזרות במדגם הראשי הסתיימו בפשרות (40 תיקים). שיעור זה גבוה במידה משמעותית משיעור הפשרות שתועדו בתביעות נגזרות בדלוור. כך, במדגם של תומפסון ותומס נדחו כ-60% מהתביעות, ו-28% נגמרו בפשרה.²⁰⁴ ממחקרה של אריקסון עולים ממצאים דומים – רק כ-30% מהתיקים במדגם שלה הסתיימו בפשרות.²⁰⁵

כדי לבחון אם האחוז הגבוה של פשרות בישראל עולה בקנה אחד עם האינטרס של ציבור המשקיעים, יש לבחון אם הפשרות תורמות להרתעה או לפיצוי. לשם כך יש לבחון מי נושא בעלות הפשרה, ואם ההליך המשפטי תורם להרתעה באמצעים אחרים (כגון פיתוח הדין). כפי שעולה בבירור מתרשים 8, האחוז הגבוה של פשרות בישראל אינו נובע רק מתביעות בגין ניגודי עניינים. תביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות הסתיימו אף הן באחוז גבוה של פשרות (64% מהמקרים). למעשה, מדובר בעילת התביעה שהובילה לאחוז הגבוה ביותר של פשרות, אם כי לא בהפרש מהותי משאר העילות. כפי שנראה בהמשך, לפשרות בתיקים של הפרת חובת זהירות אין תרומה לפיצוי, וערכן ההרתעתי נמוך, אם לא אפסי.

מהו היקף הסעדים הכספיים שנפסקים לטובת החברות כאשר התביעות מסתיימות בפשרה? האם מדובר בסעדים כספיים משמעותיים? ומהו היחס בין הסכום שנתבע לסכום שנפסק לטובת החברה?

המדגם הראשי כולל 37 תיקים שבהם קיים מידע על סכומי הפשרות. כמצוין בטבלה 1, הסעד החציוני שנפסק לטובת החברה בכל אותן פשרות עומד על כ-15.6 מיליון ש"ח, והממוצע הוא כ-38 מיליון ש"ח. בחינת סכומי הפשרות לפי עילת תביעה מצביעה על כך שהסעד החציוני בתביעות בגין חלוקה אסורה, אשר אינן מקובלות כלל בארצות הברית, הוא הגבוה ביותר, ועומד על כ-37.6 מיליון ש"ח. הסעד החציוני בתביעות בגין הפרת חובת זהירות (15.8 מיליון ש"ח) זהה כמעט לזה שניתן בתביעות בגין ניגודי עניינים של בעל השליטה (14.5 מיליון ש"ח), אם כי ההבדל בממוצעים ניכר: הסעד הממוצע בגין הפרת חובת זהירות עומד על 60.9 מיליון ש"ח, בעוד הסעד הממוצע בגין ניגודי עניינים של בעל השליטה עומד על 17.6 מיליון ש"ח. הדבר מעיד על קיומן של כמה פשרות ענקיות בתביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות, המעלות באופן משמעותי את הממוצע.

204 Thompson & Thomas, לעיל ה"ש 143, בעמ' 1775–1776.

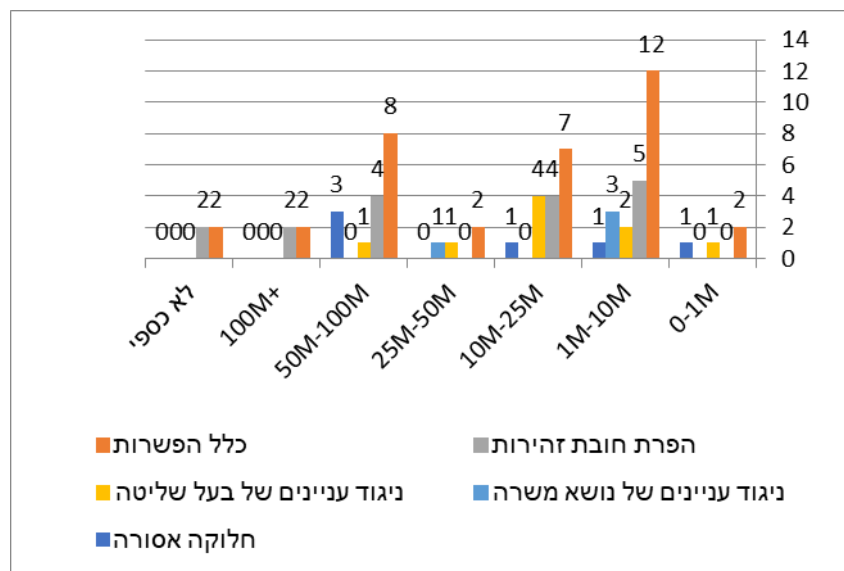
205 Erickson, *Corporate Governance in the Courtroom*, לעיל ה"ש 73, בעמ' 1798–1799.

טבלה 1: סכומי הפשרות (מדגם ראשי)

ממוצע	חציון	
37,914,392	15,624,600	כלל הפשרות
60,866,050	15,750,000	הפרת חובת זהירות
17,612,552	14,465,050	ניגוד עניינים של בעל שליטה
15,812,500	6,750,000	ניגוד עניינים של נושא משרה
31,791,667	37,550,000	חלוקה אסורה

נוסף על כך מתעוררת השאלה אם יש פשרות הנובעות בעיקר מרצון הנתבעים לחסוך בעלות ההגנה. ככל שהפשרה היא בסכום נמוך יותר (ובפער גדול יותר מסכום הנזק הנטען), יש סבירות גבוהה יותר שהנתבעים העדיפו להתפשר רק כדי לחסוך את העלויות הישירות והעקיפות של ניהול התיק. כדי להעמיק בסוגיה זו, בחנו גם את התפלגותם של סכומי הפשרות. כעולה מתרשים 9, בכ-38% מן התיקים (14 מתוך 37) הפשרות שהושגו הן בסכומים המגיעים עד ל-10 מיליון ש"ח. מדובר בסכום זניח יחסית לגבי חברות ציבוריות. בחינה של עילות התביעה באותן 14 תביעות שהסתיימו בפשרות נמוכות מעלה כי כ-36% מהן נוגעות בהפרת חובת זהירות, 21% נוגעות בניגוד עניינים של בעל שליטה, 21% נוגעות בניגוד עניינים של נושא משרה, וכ-14% נוגעות בחלוקה אסורה.

תרשים 9: התפלגות סכומי הפשרות (מדגם ראשי)



עם זאת, יש תיקים אחדים שבהם סכומי הפשרה משמעותיים. בכ-27% מן התיקים (10 מתוך 37), הפשרות שהושגו הן בסכומים הגבוהים מ-50 מיליון ש"ח. שישה מבין תיקים אלה (שחציים היו של חברת טבע) סווגו תחת העילה של הפרת חובת זהירות (60%), תיק אחד סווג תחת העילה של ניגוד עניינים של בעל שליטה (10%), ושלושה תיקים סווגו תחת העילה של חלוקה אסורה (30%). כפי שנראה בהמשך, גם כאשר נפסקים לחברה סכומים משמעותיים כפיצוי בגין הפרת חובת זהירות, ברוב המקרים סכומים אלו מכוסים במלואם על ידי חברת הביטוח.

נקודה מעניינת נוספת היא שרק בשני מקרים מתוך אותן 37 פשרות לא ניתן פיצוי כספי. ממחקרה של אריקסון, שאוזכר קודם לכן, עולה כי תביעות נגזרות מעטות בלבד בארצות הברית הסתיימו בפיצוי כספי, וכי על פי רוב הגיעו הצדדים לפשרה שכללה רפורמה בממשל התאגידי, אשר עד לשנים האחרונות הייתה היעד המרכזי של תביעות נגזרות.²⁰⁶ רק ב-9.2% מכל התביעות הנגזרות בשם חברות ציבוריות המופיעות במדגם של אריקסון ניתן פיצוי כספי לחברה, ורק במקרה אחד מתוך כ-100 תביעות הוענק פיצוי כספי בגין עילת תביעה נגזרת קלסית (שאינה נוגעת בתיארוך לאחר של אופציות שניתנו לנושאי משרה). מחקר עדכני יותר מראה כי נכון לשנת 2020 כשני שלישים מהתביעות הייצוגיות בנושא ניירות ערך מלוות בתביעה נגזרת, ורובן המוחלט של התביעות הנגזרות מסתיימות בפשרה שבצידה תשלום גמול לתובעים בלבד, ללא סנקציה כספית.²⁰⁷

נוסף על כך בחנו את הפער בין הסעד המבוקש לבין זה שניתן בפועל בכל אותן תביעות שלגביהן היה אפשר לאתר מידע זה (24 תביעות). כפי שעולה מטבלה 2, הסעד החיצוני שנפסק לטובת החברה מהווה 26% (והממוצע – 29%) מהסכום שנתבע על ידי התובעים הנגזרים. לפיכך ברוב התביעות הנגזרות הסעד שניתן בפועל נמוך במידה משמעותית מסכום התביעה.²⁰⁸

מהנתונים עולים גם הבדלים בין סוגי התביעות. כך, בתביעות בגין הפרת חובת זהירות הסכום החיצוני מהווה כ-23% מהסעד שהתבקש על ידי התובע הנגזר, אך הממוצע גבוה במידה משמעותית ועומד על 47%, בין היתר בשל תיקים שבהם נפסקו סכומי פשרה גבוהים במיוחד. בתביעות בגין ניגוד עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה יחסי ההחזר גבוהים יותר ועומדים על 25% ו-37%, בהתאמה. בתביעות בגין

206 שם.

207 Huskins, לעיל ה"ש 154. כפי שצינו קודם לכן, בשנים האחרונות חל שינוי מסוים, ותביעות אחדות שנענו במחדל בפיקוח הסתיימו בסכומי פשרה גבוהים. עם זאת, מקרים אלו נחשבים עדיין חריגים, ורובם של הסדרי הפשרה מסתיימים עדיין ללא פיצוי לחברה. ראו לעיל ה"ש 151–154 והטקסט שלידן.

208 אנו מניחים כי פער גבוה בין הסעד המבוקש לבין זה שניתן בפועל קיים גם בתחומים אחרים. אולם דווקא בתביעות נגזרות סכום הנזק אמור להיות קל יחסית לחישוב, גם במקרים שבהם מדובר בסכומים משמעותיים (כפי שקורה על פי רוב בחברות ציבוריות גדולות). בהינתן אי-ודאות באשר לאופן פסיקתו של בית המשפט בתיקים אלו, דרישת סכומים גבוהים במסגרת התביעות מגדילה את התמריץ של נתבעים להתפשר כדי להקטין את הסיכון הכרוך בחשיפה להליך המשפטי.

חלוקה אסורה הסעד החציוני הוא הגבוה ביותר, אך יחס ההחזר הוא הנמוך ביותר, והחציון שלו עומד על 11%. פערים אלו בין הסעד המבוקש לבין זה שנפסק יגדלו, כמובן, אם נביא בחשבון את כל אותן תביעות נגזרות שנדחו (ולכן הפיצוי שהוענק לחברה בגין הוא 0) או שבמסגרתן נפסקו לחברה סעדים לא ממוניים.

טבלה 2: הסעד מבוקש לעומת הסעד שניתן בפועל (לפי עילת התביעה)²⁰⁹

עילה	ביקשו	סעד בפועל	הפרש	אחוז הסעד שנפסק
כלל התביעות (24 תביעות)	חציון	66,500,000	15,637,300	26%
	ממוצע	129,082,736	37,847,041	29%
הפרת חובת זהירות (9 תביעות)	חציון	75,000,000	15,650,000	23%
	ממוצע	129,487,235	60,014,153	47%
ניגוד עניינים של בעל שליטה (7 תביעות)	חציון	42,401,000	13,305,500	25%
	ממוצע	91,293,150	20,250,229	23%
ניגוד עניינים של נושא משרה (5 תביעות)	חציון	21,300,000	7,000,000	37%
	ממוצע	27,542,600	14,050,000	41%
חלוקה אסורה (3 תביעות)	חציון	441,835,508	50,600,000	11%
	ממוצע	385,278,503	52,066,667	13%

עד כה עמדנו על שיעורן הגבוה של פשרות בתביעות נגזרות בישראל וניתחנו את מאפייני הפיצוי שניתן במסגרתן. כדי לבחון אם אותן פשרות עולות בקנה אחד עם האינטרס של ציבור המשקיעים, יש לבחון גם את תרומתן להרתעה. מטבע הדברים, אין דרך לכמת באופן אמפירי את תרומתו של הליך משפטי קונקרטי להרתעה. עם זאת, ניתן לבחון מי נשא בעלות הפיצוי (חברת הביטוח או הנתבעים) ואם ההחלטה תרמה לפיתוח הדין או סיפקה מידע חדש על נושאי המשרה בחברה. לבחינה זו נפנה כעת.

מי נושא בתשלומי הפשרה? המדגם הראשי כולל נתונים על 37 הסדרי פשרה, אולם בשלושה מקרים אין מידע על זהות הנושאים בתשלום הפשרה, ובשלושה מקרים נוספים הושגה פשרה שאינה כספית. לכן נותרנו עם 31 הסדרי פשרה שבהם קיימים נתונים על זהות הנושאים בפיצוי שנפסק לחברה. הגם שמדובר במדגם חלקי, יש בכך כדי להוות אינדיקציה ראשונית למגמה הכללית בכל הנוגע בחלוקת סכום הפיצוי בין הנתבעים לבין חברות הביטוח.

209 ב"כלל התביעות" ובכל אחת מן הקטגוריות השונות חישובנו בנפרד לגבי כל אחת מן התביעות את ההפרש (במספרים ובאחוזים) בין הסעד המבוקש לסעד שנפסק בפועל, ועל בסיס התוצאות שהתקבלו בכל אחת מהקטגוריות חושבו ההפרש או האחוז החציוניים.

הממצא המרכזי העולה מן הנתונים הוא שחברות הביטוח נושאות בחלק משמעותי מן התשלומים. ב-23 תיקים (כ-74%) הסדרי הפשרה מערבים את חברות הביטוח: ב-17 מתוך אותם מקרים חברת הביטוח נושאת במלוא התשלומים, ב-4 מקרים חברת הביטוח נושאת במחצית מסכום הפיצוי לפחות, וב-2 מקרים נוספים חלוקת הנטל המדויקת בין הצדדים אינה ברורה.

ב-11 מקרים (35% מתוך אותם 31 תיקי פשרות) נדרשו בעלי שליטה להכניס יד לכיסם ולשאת באופן אישי במלוא העלויות או בחלק מהן במסגרת הסדר הפשרה (וחברת הביטוח נשאה בשאר). רוב התביעות הללו נוגעות בניגודי עניינים של בעלי שליטה. מקרה אחד נגע בחלוקה אסורה, אך גם בו היה לבעל השליטה ניגוד עניינים (כמקבל הדיוידנד). מקרה אחר נגע בהפרת חובת זהירות, אך עורר חששות לניגוד עניינים של בעל השליטה. כלומר, בתביעות הנוגעות בניגודי עניינים של בעל השליטה, ההסתברות שבעל השליטה יידרש לשאת לפחות בחלק מסכום הפיצוי גבוהה יותר מאשר בסוגי תביעה אחרים. ממצא זה מלמד כי לפשרות בתביעות אלו יש אפקט הרטעתי, וכי הן גם עולות בקנה אחד עם האינטרס של המשקיעים בקבלת פיצוי.

ומה לגבי נושאי משרה שאינם בעלי שליטה? אלה נשאו מכיסם בחלק מן התשלומים ב-6 מקרים (19%). על פני הדברים מדובר באחוז לא מבוטל. עם זאת, בחינה מעמיקה של אותם מקרים מעלה תמונה מורכבת יותר. ראשית, שלושה מקרים נגעו בתביעות בגין תשלום לא כדין של שכר מנהלים, ובמסגרת הסדרי הפשרה השיבו נושאי המשרה לחברה בונסים שהוענקו להם לא כדין. כך, למשל, נושאי משרה בחברה לישראל, שקיבלו בונסים מכיסו הפרטי של בעל השליטה בעקבות פיצול החברה, הסכימו להשיב כ-80% מהסכום שקיבלו לקופת החברה לישראל.²¹⁰ מקרה נוסף עסק לכאורה בהפרת חובת זהירות, אך העלה בעקיפין סוגיה של הפרת חובת אמונים. מדובר בפשרה בתביעה הנגזרת נגד דירקטורים ובעלי שליטה בחברת דיסקונט השקעות בגין עסקת מעריב הכושלת, שבמסגרתה הוסכם על סכום פיצוי כולל של 100 מיליון ש"ח, שמתוכו 85 מיליון ש"ח שולמו על ידי חברת הביטוח. ביתר הסכום, בסך 15 מיליון ש"ח, חלקו 13 הנתבעים (החלוקה המדויקת בין הנתבעים אינה פומבית, אך סביר להניח

210 תנ"ג (כלכלית ת"א) 18994-07-15 **החברה לישראל בע"מ נ' עופר** (פורסם בנבו, 18.3.2018) (להלן: עניין **החברה לישראל**); אלה לוי-וינריב "פשרה: ניר גלעד ובכירים נוספים ישיבו 45 מ' ש' לחברה לישראל" **גלובס** 19.3.2018 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001228270. במקרה אחר הסכימו נושאי משרה בכירים בחברת כימיקלים לישראל לשלם לחברה כ-6.5 מיליון ש"ח במסגרת הסכם פשרה שהושג בנוגע לתביעה נגזרת בנושא מענקים בסך כולל של כ-21 מיליון ש"ח שחולקו לא כדין לבכירים בחברה בשנים 2014–2015. ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 35541-07-16 **שיירי נ' כימיקלים לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 18.7.2019); קובי ישעיהו "מנכ"ל כיל לשעבר ובכירים נוספים יחזירו לחברה מענקים של 6.5 מיליון שקל במסגרת פשרה בתביעה נגזרת" **גלובס** 28.5.2019 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001287450. ואילו במקרה שלישי נדרשו נושאי המשרה להשיב לחברה 750,000 ש"ח מכיסם, וסכום נוסף של 4,000,000 ש"ח קוזז ממענק שהמנכ"ל היה אמור לקבל. ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 54280-01-11 **בן שטרית נ' אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 22.5.2011).

שאלה הנמנים עם קבוצת השליטה השתתפו בסכומים משמעותיים יותר מהדירקטורים האחרים).²¹¹ המקרה החמישי הוא תביעה נגזרת שהוגשה נגד נושאי משרה בבנק לאומי עקב הקנס שהטילו על הבנק הרשויות בארצות הברית בגין סיוע להעלמת מס. הפיצוי ששולם לחברה במסגרת אותו הסכם פשרה, בסך 92 מיליון דולר, שולם במלואו על ידי הביטוח. אולם במסגרת אותה פשרה, ואף אם מבלי להודות בטענות המיוחסות להם, הסכימו שלושה נושאי משרה להשיב לבנק חלק מהמענקים שהם קיבלו מהבנק בתקופה הרלוונטית, בסך כולל של 5.1 מיליון ש"ח.²¹² מדובר במקרה ייחודי של החזרת חלק מתגמול (clawback). אף שאין מדובר בפיצוי, אלא בהחזרה של חלק מן הבונוסים ששולמו להם בעבר (כ-11%), לפשרה זו יש ערך הרתעתי מסוים.²¹³ המקרה השישי נגע אף הוא בהתרשלות של דירקטורים ונושאי משרה בכל הנוגע בעסקאות שבוצעו על ידיהם, אולם הפשרה שהושגה בין הצדדים הסדירה מספר רב של הליכים, כולל תביעה ייצוגית בנוגע להפרת חובות דיווח. כמו כן, מעובדות המקרה אי-אפשר להתחקות אחר חלוקת הנטל המדויקת בין חברת הביטוח לבין הדירקטורים ונושאי המשרה, ואין זה ברור אילו סכומים שילמו האחרונים מכיסם.²¹⁴

לסיכום, הבדיקה שערכנו בנוגע לשאלה מי נושא בתשלום הפיצוי מעלה שלושה ממצאים מרכזיים. ראשית, חברות הביטוח נושאות בחלק משמעותי מתשלומי הפשרה שנפסקים לטובת החברה. שנית, באחוז לא מבוטל מן התביעות הנוגעות בעילות של ניגוד עניינים בעלי השליטה או נושאי משרה נדרשים לשאת בעצמם במלוא הפיצוי או בחלק ממנו. לכן תביעות מסוג זה תורמות להרתעה, ועשויות להוות גורם שמרסן נושאי משרה ובעלי שליטה. כאשר מדובר בתביעות בגין תגמול לא כדין לנושאי משרה, יידרשו הללו בדרך כלל להשיב לחברה חלק מן השכר שהתקבל לא כדין, אך לא יישאו בתשלומים נוספים מעבר לכך. שלישית, כאשר מדובר בתביעות בגין הפרת חובות זהירות

211 אפרת נוימן "האם בית המשפט נותן אור ירוק לפשרה שהושגה בתביעת דסק"ש-מעריב?" **TheMarker** 28.8.2017 www.themarker.com/law/1.4389099. עניין **מעריב**, לעיל ה"ש 119, עורר גם טענות להפרת חובות אמונים של נושאי המשרה הנתבעים. טענות אלו זכו באישוש ראשוני במסגרת ההחלטה על אישור התביעה הנגזרת (שם, פס' 55-62 להחלטה), שבה עמד בית המשפט על שלוש אינדיקציות מרכזיות "התומכות באופן לכאורי בטענת המבקשים כי דירקטוריון דסק"ש קיבל את ההחלטה לאשר את עסקת מעריב מתוך מטרה לרצות את בעל השליטה, ותוך גילוי אדישות לטובת החברה" (שם, פס' 58 להחלטה).

212 עניין **לנואל**, לעיל ה"ש 78.

213 מקרה דומה נגע באישור תביעה נגזרת נגד נושאי המשרה (שהתחלפו במרוצת הזמן) בטענה כי הם התרשלו בהימנעם מלממש את השעבודים שניתנו לחברה במועד. באותו מקרה הוסכם כי חברת הביטוח תשלם לחברה 550,000 ש"ח, ומעבר לסכום המזומן הסכים נושא משרה שהוא בעל שליטה כי סכום של 1,863,375 ש"ח מהלוואות הבעלים הרשומות לטובתו ייחשב חוב נדחה. תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-14 **ניומן נ' דן** (פורסם בנבו, 31.3.2019). אולם מאחר שמדובר בהדחיה של הלוואות בעלים, ולא בהעברת כסף, לא סווג המקרה ככזה שבו נאלץ נושא משרה לשאת בהוצאות מכיסו הפרטי.

214 תנ"ג (כלכלית ת"א) 36333-09-17 **שטבינסקי נ' ולד** (פורסם בנבו, 15.6.2020).

(כולל תביעות מחדל בפקוח), נושאי משרה יישאו בתשלום כלשהו מכיסם הפרטי רק במקרים נדירים, וגם אז, ככל שנפסקו לחברה סכומים משמעותיים, חברת הביטוח היא שתישא במרבית התשלום.

האם הפשרות תורמות באופן אחר להרתעה? עד כה הראינו כי הפיצוי בפשרות בגין הפרת חובת הזהירות מכוסה כמעט במלואו על ידי חברות הביטוח. כאמור, פיצוי מקופתה של חברת הביטוח אינו תורם כשלעצמו להגנת המשקיעים. אולם גם הסדרי פשרה אלו עשויים לתרום להרתעה אם הם כוללים קביעות ביחס להתנהלותם של נושאי משרה או הבהרה של נורמות ההתנהגות המצופות מהם.²¹⁵ לצורך זה ערכנו בחינה מקיפה של התייחסויות/אמירות של בתי המשפט בהחלטות המאשרות את הסדרי הפשרה.

המדגם שלנו כלל 28 תביעות שהסתיימו בהסכם פשרה עוד לפני שניתנה החלטה בבקשה לאישור התביעה הנגזרת. החלטות על אישור פשרות שגובשו בשלב זה אינן כוללות לרוב אמירות התורמות להרתעה. במקרה אחד בלבד נמצאו אמירות שניתן לראותן כתורמות להרתעה. במקרה נוסף מתח בית המשפט ביקורת על הסדר הפשרה, אך התמקד בעיקר בגובהו של סכום הפיצוי, שכוסה כולו על ידי חברת הביטוח.²¹⁶ כאשר הפשרה מתקבלת לפני ההחלטה בבקשה לאישור התביעה הנגזרת, בתי המשפט נמנעים מקביעת ממצאים לגבי התנהלותם של נושאי המשרה או מהבהרת הדין החל. עיקר הדיון בשלב זה מתמקד בשאלה אם הסדר הפשרה שהצדדים הגיעו אליו מבטא דרך יעילה והוגנת להכרעה בסוגיה. במסגרת זו בית המשפט בוחן אם ההסדר מאזן את הסיכונים והסיכויים המשפטיים באופן ראוי ונכון לשלב שהתיק נמצא בו (בדרך כלל לפני שמיעת ההוכחות), ואם סכום הפשרה סביר וראוי בנסיבות העניין ומשרת את טובת החברה ובעלי מניותיה. כך, למשל, באחד מאותם מקרים שבהם החליטו הצדדים להתפשר על סכומים משמעותיים מאוד, שיצאו מקופת הביטוח, הבהיר בית המשפט:

215 כאמור, זו התזה של קמר (Kamar, לעיל ה"ש 1). דוגמה לכך היא החלטת השופט כבוב בת"צ (כלכלית ת"א) 47490-09-13 **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ** (פורסם בנבו, 6.8.2015). להחלטת אישור הפשרה עשויות להיות תועלות נוספות במישור של פיתוח הדין – למשל, בסוגיות מסוימות הנוגעות בתביעה הנגזרת, כגון מעמדן הנורמטיבי של ועדות בלתי תלויות, מעמדה של החברה בהליך לאחר אישור התביעה הנגזרת או תגמול עורכי דינם של התובעים הנגזרים.

216 נוסף על כך, 11 פשרות אושרו לאחר החלטות על אישור גילוי מסמכים. אולם בתי המשפט נוטים להיות זהירים כאשר הם מאשרים גילוי מסמכים, ואינם מספקים קביעות חד-משמעיות באשר להפרת חובות מצד הנתבעים. ראו, למשל, את דבריו של השופט עמית ברע"א 3487/16 **יפעת נ' בנק לאומי לישראל**, פס' 20 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 6.9.2016): "ודוק: אדגיש שוב את המובן מאליו, כי אין באמור לעיל כדי להוות אפילו קביעה לכאורית להפרת חובות מצד הבנק או שנפל דופי כלשהו בהתנהלות נושאי המשרה בבנק. ענייננו ברף נמוך של תשתית ראייתית ראשונית, תוך שיש לקחת בחשבון כי ייתכן שהבנק נמנע מלהביא מלוא טענותיו ולהציג מסמכים, על מנת שלא לשחק לידיו של המבקש בשלב ראשוני זה, נוכח ה'מלכוד המובנה' בסעיף 198א עליו עמדנו לעיל, ושמא יש ברשות הבנק הסברים טובים ומשכנעים להציג בהמשך, ככל שתוגש בקשה לאישור תביעה נגזרת."

"אינני מתעלם מהערך הציבורי החשוב הקיים בניהול הליך שכזה, בכל הנוגע להנחלת כללי ממשל תאגידי תקין ונורמות התנהלות בקרב נושאי משרה בכירים, ערכים ראשוניים במעלה במערכת הכלכלית ובכלל חברה ציבורית בפרט. על אף האמור מצאתי שאין זה מקומו של בית המשפט להכריע באמור במסגרת ההליך שהובא בפניו – בקשת אישור הסכם פשרה – ונדמה כי בחינת התנהלות נושאי המשרה ואחריותם רצוי שתעשה במסגרת הליכים מנהליים או פלייליים, אשר בדיקתם נעשית כאמור על ידי הרשויות האמונות על כך."²¹⁷

חששו של בית המשפט מהבעת עמדה במסגרת אישורו של הסדר פשרה במקרים כאלה הוא מובן בהתחשב בשלב המקדמי שההליך נמצא בו ובכך שטרם נשמעו הוכחות בתיק. אולם כפועל יוצא מכך הפשרות המאושרות על ידי בית המשפט בשלב שקודם לאישור התביעה הנגזרת אינן תורמות, על פי רוב, להרתעתם של נושאי המשרה או לפיתוח הדין. לעומת זאת, כאשר בית המשפט מחליט לאשר את הבקשה להגשת תביעה נגזרת, הוא נדרש להתייחס, ולו ברמה הלכאורית, לתשתית הראייתית ולדין החל, ולכן להחלטות אלו יש תרומה להרתעה.²¹⁸

לסיכום, פשרות מוקדמות על חשבון הביטוח אינן תורמות להרתעה. הממצאים שלנו מראים כי בפשרות מסוג זה בית המשפט נוטה להתמקד בשאלה אם הסכום המוצע לחברה גבוה דיו.²¹⁹

תגמול לתובע ולעורכי דינו – המדגם הראשי כולל מידע על התגמול שנפסק לתובע ושכר הטרחה שנפסק לעורך דינו ב־29 תיקים. נתונים אלו מפורטים בתרשים 10. כפי שניתן לראות, סכום התגמול המשותף שניתן לתובע הנגזר ולעורכי דינו אינו זניח, וברוב המקרים מהווה כ־11%–20% מסכום הפשרה הכולל. תגמול זה זהה בערכו, פחות או יותר, לתגמול שמוענק לתובעים ייצוגיים ולבאי כוחם. הדבר אינו מפתיע, משום

217 עניין **לנואל**, לעיל ה"ש 78, פס' 97 לפסק הדין.

218 ראו, למשל, את החלטות בית המשפט בעניין **מעריב**, לעיל ה"ש 119; תנ"ג (כלכלית ת"א) 20136-

09-12 **ביטון נ' פאנגאיה נדל"ן בע"מ** (פורסם בנבו, 21.10.2013); תנ"ג (כלכלית ת"א) 49615-04-

13 **להב נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 5.11.2015); תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-

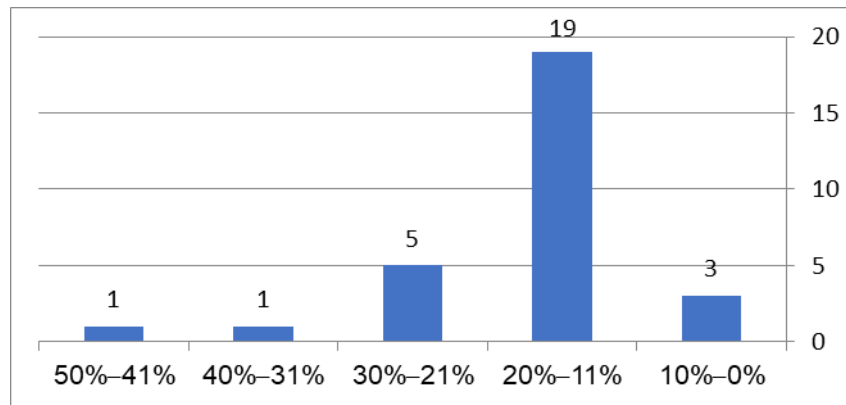
14 **ניומן נ' פיננסיטק בע"מ** (פורסם בנבו, 24.5.2015).

219 בתי המשפט נוטים לא להתערב בהסדרי הפשרה, ודוחים אותם לעיתים רחוקות מאוד ובמקרים חריגים בלבד. דוגמה למקרה שבו נדחה הסדר פשרה שהוגש לבית המשפט הוא תנ"ג (מחוזי ת"א) 14873-03-10 **רובין נ' בנק הפועלים** (פורסם בנבו, 22.7.2015). באותו מקרה העלו היועץ המשפטי לממשלה והמפקח על הבנקים התנגדויות להסדר הפשרה. הנימוק המרכזי לדחיית ההסדר היה העדר יחס סביר בין סכום הפיצוי שנקבע בהסדר, ואשר מומן ברובו על ידי חברת הביטוח, לבין הסכום שנחבע כמו גם הסכום הפוטנציאלי שעשוי להיפסק אם התביעה הנגזרת תתקבל.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב התביעה הנגזרת בישראל – סיכום ביניים ומבט לעתיד

שפסקת שכר טרחה לבאי כוח התובעים הנגזרים מתבססת על המפתח שבית המשפט גיבש בתחום התובענות הייצוגיות.²²⁰

תרשים 10: התגמול לתובע הנגזר ולבא כוחו ביחס לסכום הפשרה הכולל

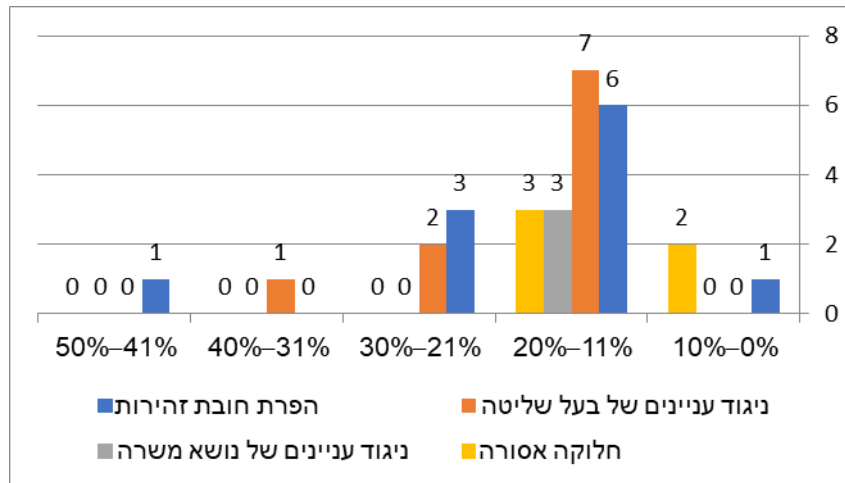


מפילוח שעשינו לפי עילת התביעה עולה כי התגמול (באחוזים) לתובע הנגזר ולבא כוחו בתביעות בגין הפרת חובת זהירות אינו נמוך או שונה באופן משמעותי מן התגמול שניתן בגין עילות תביעה אחרות. זאת, אף שהפיצוי בגין הפרת חובת זהירות משולם מקופתה של חברת הביטוח.²²¹

220 ראו, למשל, עניין להב, לעיל ה"ש 218, פס' 58–59 לפסק הדין: "אני סבורה כי ניתן להחיל את השיקולים שפורטו בעניין רייכרט, בשינויים המחויבים, לעניין פסיקת שכר-טרחה בתובענות ייצוגיות לעניין פסיקת שכר-טרחה בתביעות נגזרות..."

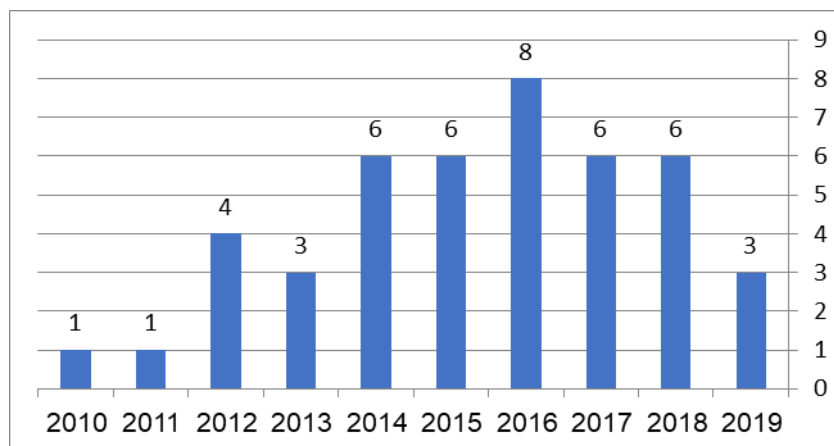
221 נתון זה עשוי להסביר את מגמת העלייה שנמצאה בתביעות על הפרת חובת זהירות, ובמיוחד בתביעות על הפרת החובה למנוע הפרות חוק.

תרשים 11: התגמול לתובע הנגזר ולבא כוחו ביחס לסכום הפשרה הכולל בפילוח לפי עילת התביעה



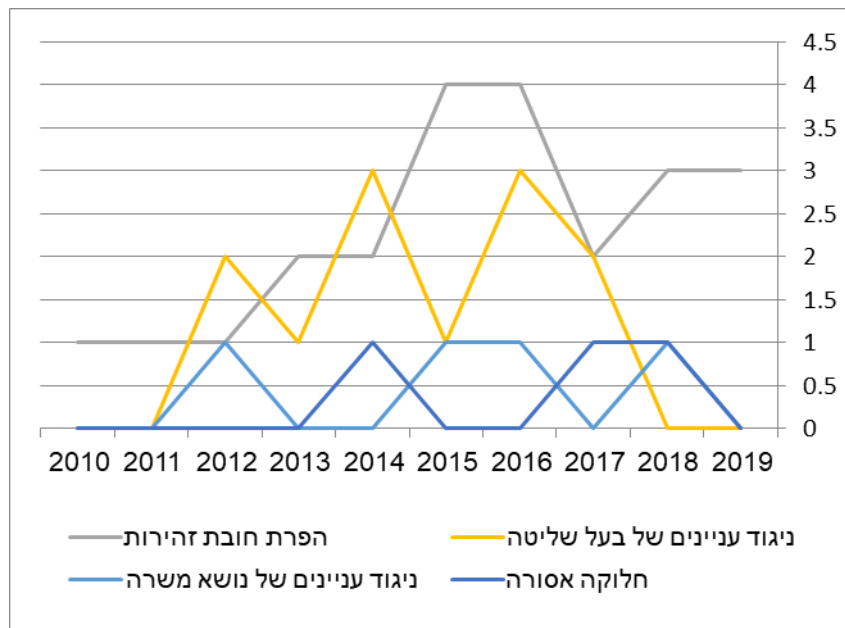
גילוי מסמכים – הנתונים שאספנו מעידים כי בישראל תובעים נגזרים עושים שימוש גובר בבקשות הגילוי, בדרך כלל לפני הגשת הבקשה לאישור תביעה נגזרת. במסגרת המחקר שערכנו איתרנו 44 החלטות בבקשות לגילוי מסמכים בעשור האחרון (ממוצע של 4.4 החלטות בשנה). בהתבסס על ההחלטות במדגם, נראה שמספר הבקשות נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. כך, במחצית הראשונה של המדגם ניתנו החלטות רק ב-15 בקשות, ואילו במחצית השנייה ניתנו 29 החלטות בבקשות גילוי. מדובר בעלייה של קרוב ל-100% בהחלטות בבקשות גילוי.

תרשים 12: בקשות לגילוי מסמכים לפי שנים (מדגם הגילוי)



נוסף על כך בחנו את התפלגותן של בקשות הגילוי לאורך זמן על פי עילת תביעה. הנתונים מוצגים בתרשים 13. חלק משמעותי מבקשות הגילוי שבמדגם נוגעות בתביעות בגין הפרת חובת הזהירות של נושאי משרה (כ-52% מכלל הבקשות). לעומת זאת, בקשות גילוי הנוגעות בניגודי עניינים של בעלי שליטה נמצאות במגמת ירידה בשנים האחרונות, והדבר עולה בקנה אחד עם נתונים אחרים שהצגנו שלפיהם חלה ירידה במספר התביעות בגין עילה זו בשנים האחרונות.

תרשים 13 : בקשות לגילוי מסמכים לפי שנים ועילה (מדגם הגילוי)



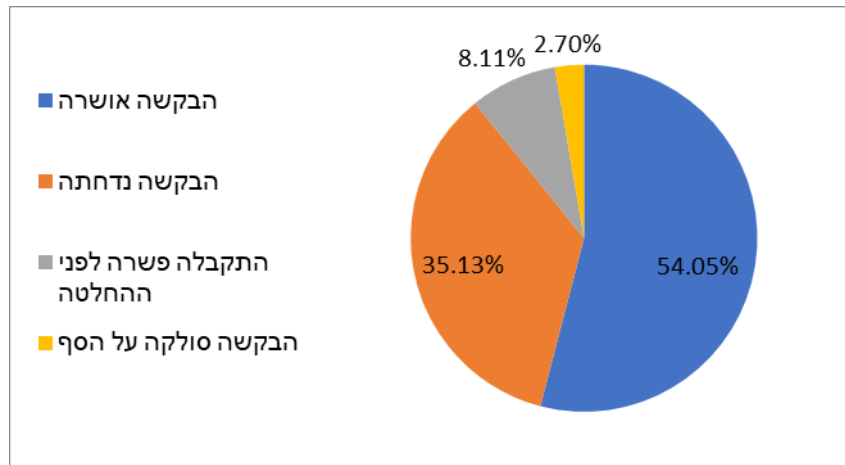
שאלה מעניינת נוספת היא אם בתי המשפט הישראליים מערימים קשיים מיוחדים בפני תובעים נגזרים המגישים בקשות גילוי. לאחרונה נטען כי בתי המשפט בישראל אכן נוהגים כך, וזאת בניגוד למגמה הדלוורית החדשה של הרחבת גילוי המסמכים המקדים (במסגרת זכות העיון).²²² מטבע הדברים קשה לערוך השוואה כזו בהעדר מידע מלא על כלל הבקשות שהוגשו בכל שיטת משפט. עם זאת, בחינה של בקשות הגילוי שיש לנו מידע עליהן ועל ההחלטות שהתקבלו בהן (37 תיקים) מראה כי השערה זו אינה נתמכת בנתונים. כ-54% מאותן בקשות אושרו באופן מלא או חלקי על ידי בתי המשפט,²²³ ורק כ-35% מן המקרים נדחו הבקשות במלואן (בשאר המקרים התפשרו הצדדים לפני מתן ההחלטה). השוואה לנעשה בדלוור מעלה כי אחוזי הדחייה של בקשות לגילוי מסמכים

²²² ראו שפירא "להיות כמו דלוור", לעיל ה"ש 136.

²²³ במניין הבקשות לגילוי מסמכים שאושרו (20 מתוך 37) נכללות גם 14 בקשות שאושרו באופן חלקי.

בדלור, העומדים על כ-31%, אינם שונים במידה משמעותית מהנתונים שאספנו לגבי ישראל.²²⁴ לפיכך המגמה של הרחבת הגילוי המקדים חלה הלכה למעשה גם בישראל, והיא באה לידי ביטוי הן במספר הבקשות המוגשות והן באחוזי האישור שלהן.

תרשים 14: פילוח בקשות הגילוי לפי תוצאתן



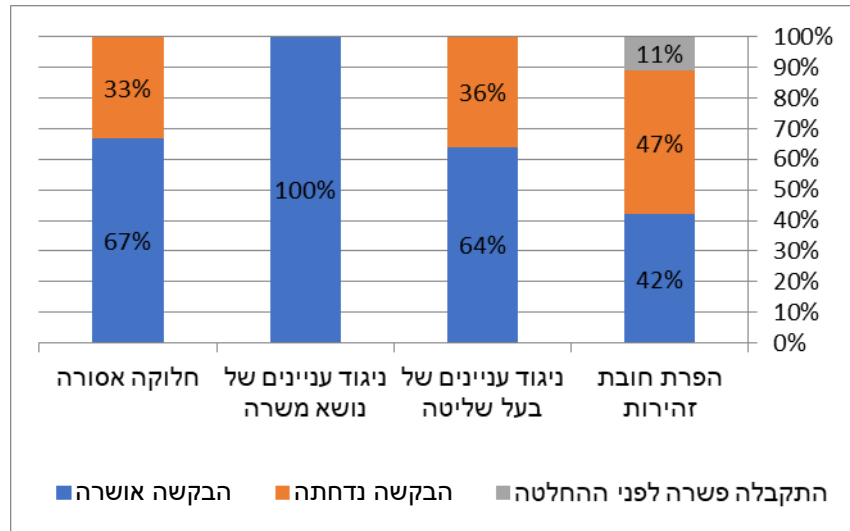
לכאורה היה אפשר לצפות שבית המשפט יקמץ באישור בקשות גילוי מסמכים הנוגעות בהפרת חובת זהירות (אשר ממילא חוסות תחת הגנת הפטור וכלל שיקול הדעת העסקי), וייטה לקבל בקשות הנוגעות בהפרת חובות אמונים.²²⁵ כצפוי, כ-64% מבקשות הגילוי הנוגעות בניגודי עניינים של בעלי השליטה אושרו, וכך גם כל ארבע הבקשות הנוגעות בניגודי עניינים של נושאי משרה. אולם כ-42% מבקשות הגילוי הנוגעות בהפרת חובת זהירות ו-67% מבקשות הגילוי הנוגעות בחלוקה אסורה אושרו אף הן.²²⁶

²²⁴ ראו James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's 'Tools at Hand' Doctrine: An Empirical Investigation* 30–31 (Eur. Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 498, 2020).

²²⁵ ראו שפירא "להיות כמו דלור", לעיל ה"ש 136.

²²⁶ כל הבקשות שאושרו מבין בקשות הגילוי הנוגעות בהפרת חובת זהירות נסבו סביב הפרה אקטיבית של חובת הזהירות.

תרשים 15: פילוח בקשות הגילוי לפי תוצאתן בכל עילת תביעה



לבסוף, בחנו מה עלה בגורל התביעה הנגזרת לאחר ההחלטה בבקשה לגילוי. בחינה זו העלתה שני ממצאים מרכזיים. ראשית, דחיית בקשת הגילוי גוזרת את גורל התיק בחלק הארי של המקרים (92% מן המקרים שבהם קיים מידע על אודות תוצאות ההליך). כך, ב-9 מתוך 12 בקשות הגילוי שנדחו (ואשר קיים לגביהן מידע בנוגע לתוצאות ההליך) הסתיים ההליך עם דחיית הבקשה, וב-2 תיקים נוספים נדחתה הבקשה לאישור תביעה נגזרת. רק במקרה אחד התקבלה פשרה לאחר דחיית בקשת הגילוי. שנית, קבלת בקשת הגילוי אינה מהווה ערובה להצלחת ההליך. רק 6 (33%) מתוך 18 בקשות הגילוי שאושרו באופן חלקי או מלא (ואשר קיים לגביהן מידע בנוגע לתוצאות ההליך²²⁷) הסתיימו לאחר מכן בפשרה בין הצדדים. ב-8 מקרים אחרים לא נמשך ההליך, וב-4 מקרים נוספים הוגשה בקשה לאישור תביעה נגזרת שנדחתה לאחר מכן. מנתונים אלה עולה כי ייתכן שהורף לאישור בקשות הגילוי אינו מחמיר, וכולל גם עילות תביעה חלשות.

3. תובנות

נקודת המוצא של הניתוח שלנו היא ההבחנה בין תביעות בגין ניגודי עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה לבין תביעות בגין הפרת חובת זהירות. בסוג התביעות הראשון יש למשקיעים אינטרס בהרתעה ובפיצוי (ככל שהתשלום אינו מקופתה של חברת

227 בשני מקרים התקבלה ההחלטה בעניין בקשת הגילוי רק בשנת 2020, ולכן אין בנמצא מידע נוסף באשר לגורל התיק.

הביטוח). בסוג התביעות השני קיים חשש מהרתעת יתר, והביטוח נושא בפיצוי. לפיכך בסוג התביעות השני תרומתה של התביעה הנגזרת למשקיעים תתבטא בהגברת ההרתעה באמצעות קביעות עובדתיות ביחס לנושאי משרה או פיתוח הדין. על רקע זה, הבחינה האמפירית שערכנו בפרק זה מעלה כמה תובנות מרכזיות ביחס למנגנון התביעה הנגזרת בישראל.

ניגודי עניינים של בעלי שליטה ונושאי משרה – הניתוח שלנו מצביע על תרומה של מנגנון התביעה הנגזרת בישראל להרתעת בעלי שליטה או נושאי משרה מפעולות בניגוד עניינים. הסיכוי שבקשה לגילוי מסמכים תאושר כאשר מדובר בניגודי עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה הוא גבוה יחסית, ועומד על כ-70%. בתביעות אלו יש הסתברות גבוהה יותר, גם במסגרת הסדרי פשרה, שהנתבעים יישאו מכיסם לפחות בחלק מסכום הפיצוי או ישיבו לחברה סכומי כסף שקיבלו לא כדין. נוסף על כך, המקרים שבהם איתרנו אמירות של בית המשפט השולחות מסר מרתיע במסגרת ההחלטה המאשרת את התביעה הנגזרת נגעו אף הם, בעיקר, בפעולות בניגוד עניינים. "הגל הראשון" של התביעות הנגזרות (בשנים 2010–2015) אופייני באחוז גבוה יותר של תביעות בגין ניגודי עניינים של בעלי שליטה או של נושאי משרה. אולם בשנים האחרונות ניכרת ירידה בתיקים מסוג זה. התפתחות זו עשויה להעיד כי בעלי שליטה ונושאי משרה החלו להפנים את הסכנות הכרוכות בביצוע פעולות בניגוד עניינים שאינן עולות בקנה אחד עם הוראות החוק. פרשנות זו לממצאים עולה בקנה אחד עם מחקר עדכני המעיד על ירידה בפרמיית השליטה בשנים האחרונות.²²⁸

חובות זהירות – הניתוח התיאורטי שלנו מעלה ספקות ביחס לתרומתו של מנגנון התביעה הנגזרת במקרים של הפרת חובת הזהירות. גם סקירת המשפט המשווה הראתה שתביעות נגזרות בעילות אלו הן נדירות יחסית. אולם הנתונים מישראל מצביעים על פעילות ערה של תביעות נגזרות בגין הפרת חובת הזהירות (לרבות תביעות בגין כשל בפקיח על ציות התאגיד לחוק). במקביל לירידה בתביעות בגין ניגודי עניינים ניכרת עלייה בתביעות בגין הפרת חובות זהירות, לרבות תביעות בשם חברות בבעלות מבוזרות. תביעות בגין הפרת חובת זהירות מהוות כמעט מחצית מן התביעות במדגם. יתר על כן, 64% מן התביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות הסתיימו בפשרה. נתון זה גבוה בפרספקטיבה השוואתית. ככל שהוא מתייחס לתביעות שאינן נוגעות בפקיח על ציות לחוק, הוא גם מעלה שאלות לגבי האפקטיביות של הגנת כלל שיקול הדעת העסקי בישראל.²²⁹ בכל מקרה, נתון זה הוא חריג בהיבט ההשוואתי. גם בדלוור, שבה קיימת

228 בלום, חנס, יוסף ולאטרבך, לעיל ה"ש 104. לכאורה היה אפשר לטעון כי באי כוח התובעים עברו להגיש תביעות משתלמות יותר, בעיקר בגין הפרות של חובת הפיקוח. אולם טיעון זה מניח שיש מספר מוגבל של מייצגים בתביעות נגזרות, ושיש להם משאבים מוגבלים. ספק אם הנחה זו תואמת את המציאות, שבה בתיקים רבים יש תחרות בין עורכי דין על הזכות להגיש תביעה נגזרת.

229 כפי שצינו קודם לכן, גם כאשר בחינתנו מתמקדת בתביעות בגין הפרה אקטיבית של חובת הזהירות (מבלי להביא בחשבון תביעות בגין מחדל בפקיח), אחוזי הדחייה של תביעות אלו נותרים נמוכים מאוד, ועומדים על כ-33% (ראו לעיל ה"ש 203 והטקסט שלידה). באופן כללי, כאשר אנו בוחנים את התיקים של הפרת חובת הזהירות בנפרד מתיקי המחדל בפקיח, התובנות המובאות בפרק זה

פעילות של תביעות נגזרות בחברות ציבוריות, אחוזו הפשוטות בתיקים של הפרת חובת הזהירות הוא זניח.

הנתונים מצביעים על עלייה הדרגתית בבקשות לגילוי מסמכים, שאושרו במספר לא זניח של מקרים (כ-54% מהן אושרו באופן מלא או חלקי). כ-50% מבקשות הגילוי הנוגעות בעילות של הפרת חובת הזהירות אושרו אף הן.²³⁰ אין חולק כי גילוי מסמכים מסייע בהפחתת פערי המידע בין הצדדים ובחשיפת מידע על התנהלות בעייתית של נושאי המשרה. אולם הליכי גילוי עשויים להיות כרוכים בעלויות משמעותיות מבחינת החברה (ובעקיפין גם מבחינתם של בעלי המניות).²³¹ העובדה שכ-50% מבקשות הגילוי בעילה זו זוכות בברכת בית המשפט מעלה שאלה לגבי טיב הסינון של בתי המשפט בשלב זה.

לנוכח המקום המרכזי שתביעות בגין הפרה של חובת הזהירות ממלאות, נשאלת השאלה אם תיקים אלו מסתיימים באופן שתורם להרתעה. ניתוחנו מטיל ספק בכך. למעט שני חריגים נקודתיים, חברת הביטוח נושאת באופן מלא בתשלום הפיצוי בתיקים של הפרת חובת הזהירות. יתר על כן, רובם המכריע של תיקים אלו מסתיימים בפשוטות לפני אישור התביעה הנגזרת, ובמקרים אלה בתי המשפט נמנעים מקביעת ממצאים ביחס להתנהלותם של נושאי המשרה ומאמירות שיש בהן כדי לפתח את הדין. במילים אחרות, ברוב המכריע של התיקים הנוגעים בהפרת חובת הזהירות התוצאה היחידה היא תשלום מקופת חברת הביטוח. אולם, כפי שהסברנו בהרחבה בפרק א, לציבור המשקיעים אין עניין בפיצוי מסוג זה, שהם מממנים אותו באמצעות תשלום הפרמיות.

יתר על כן, בחלק מהמקרים תיקים של הפרת חובת הזהירות מסתיימים בפשוטות בסכומים נמוכים. כ-38% מהסדרי הפשרה במדגם סכום הפשרה נמוך מעשרה מיליון ש"ח. תביעות בגין הפרת חובת הזהירות מהוות יותר משליש מאותם הסדרי פשרה (יודגש שוב כי בתיקים אלו הפשוטות משולמות לרוב על ידי הביטוח). הנתונים מצביעים גם על כך שהסעד המבוקש בתיקים של הפרת חובת הזהירות גבוה לרוב במידה ניכרת מסכום הפשרה. כך, בתביעות בגין הפרת חובת הזהירות ההחזר החציוני עומד על כ-22% מן הסכום שנתבע. ספק אם תביעות המסתיימות רק בתשלום סכומים נמוכים יחסית מקופת הביטוח תורמות להרתעתם של נושאי משרה. מכל מקום, ממצאים אלו מעלים את השאלה אם חלק מהפשוטות במדגם הן פשוטות שהמניע להן הוא בעיקר הרצון לחסוך בעלויות ההתגוננות ולכן הן פוגעות באינטרסים של בעלי המניות.

נציין כי לאחרונה עולות קריאות בדבר קיומו של משבר ביטוחי, המתבטא בכך שחברות המבטחות נושאי משרה מאיימות לצאת מהשוק ולהימנע מלבטח נושאי משרה

בנוגע לתביעות בגין הפרה אקטיבית של חובת הזהירות עומדות בעיני. הממצא היחיד המושפע מאי-הכללתם של תיקי המחל בפיקוח נוגע בגובה הפשוטות, וזאת משום שחלק מתיקי המחל בפיקוח מתאפיינים בסכומי פשרה גבוהים במיוחד.

²³⁰ כל הבקשות שאושרו מבין בקשות הגילוי הנוגעות בהפרת חובת הזהירות נסבו סביב הפרה אקטיבית של חובת הזהירות.

²³¹ לדיון בעלויות אלו ראו קלמנט ורון, לעיל ה"ש 24, בעמ' 47–48.

בחברות ציבוריות בישראל.²³² ניתן להניח כי חששן של אותן חברות ביטוח לא היה מתעורר בעוצמה כזו אילו במסגרת הסדרי הפשרה התייחסו בתי המשפט לחוזקן של עילות התביעה שהסתיימו בפשרה, ובכך היו מעניקים לצדדים יכולת טובה יותר להערכת הסיכונים בתיקים עתידיים. במצב הקיים נוצר "מעגל שוטה" שבו בתי המשפט מסתמכים על הסכמתן של חברות הביטוח לפשרה כעדות לכך שהפשרה ראויה, ומאשרים אותה ללא אמירה משמעותית. בה בעת, בהעדד אמירות משמעותיות של בתי המשפט בתיקי הפשרה שיספקו הוונה עתידית לחברות הביטוח, הללו מתקשות לסנן תביעות באופן יעיל, כך שנכונותן של חברות הביטוח לפשרות אינה מהווה אינדיקציה לאיכות התיק.²³³

פרק ד: עתיד התביעה הנגזרת בישראל

בפרק זה נציע צעדים אפשריים לשיפור מנגנוני האכיפה של חובות נושאי המשרה בחברות ציבוריות בישראל. כפי שעולה מהפרקים הקודמים, מנגנון התביעה הנגזרת בישראל תורם להרתעתם של נושאי משרה ובעלי שליטה בנסיבות של ניגוד עניינים. לפיכך דיוננו מתמקד בתביעות שאינן עוסקות בניגודי עניינים של נושאי משרה או בעלי שליטה.

תחילה נציג צעדים במסגרת הדין הקיים שנועדו למצות את יתרונותיה של המחלקה הכלכלית כערכאה שיפוטית מתמחה באמצעות סינון יעיל יותר של תביעות ויצירת תמריצים לבאי כוח התובעים למקד את מאמצייהם בתחומים שבהם לתביעה הנגזרת צפוי שתהיה תרומה משמעותית להרתעה. ביסוד ההמלצות שלנו עומדת התפיסה כי הליך שתוצאתו הבלעדית היא תשלום מקופתה של חברת הביטוח אינו משרת את האינטרסים של ציבור המשקיעים. לנוכח תפיסה זו, המנוגדת לתפיסה המנחה כיום את בתי המשפט בישראל, אנו מציעים לבתי המשפט לפתח כלים לסילוק מוקדם של

232 אפרת נוימן ועידו באום "המומחה שמחלץ מנהלים מתביעות מזהיר: 'בלונדון דורשים הסברים, הם לא מבינים מה קורה כאן'" *TheMarker* 6.10.2019 www.themarker.com/law/premium-1.7944571.

233 פחות מ-2% מכלל התיקים מסתיימים בפסק דין שניתן לאחר שלב האישור. לכן פיתוח המשפט התאגידי נעשה בעיקרו בשלביו המוקדמים של ההליך, ובאמצעות קביעות שהן ברמה הלכאורית, בעיקר בהחלטות בנוגע לבקשות לאישור תביעה נגזרת או לגילוי מסמכים. הדבר בלתי נמנע כנראה לנוכח אופי ההליך, ומהסיבות שתוארו בהרחבה בפרק התיאורטי. אולם יש בכך כדי לעורר שאלות מעניינות לגבי מעמדן הנורמטיבי של קביעות שנעשות ברמה הלכאורית ולגבי יכולתו של בית המשפט הכלכלי לפתח את המשפט באמצעות החלטות ביניים. פיתוח כאמור יכול להיעשות באמצעות הבחנות בין הקביעות המשפטיות לבין הקביעות העובדתיות הנעשות רק ברמה הלכאורית, וכן באמצעות חידוד המסר ההרתעתי גם בהחלטות שבהן בית המשפט מאשר הסדרי פשרה עוד לפני שלב האישור.

תביעות שעניינן הפרת חובת זהירות, להגביר את הבהירות באשר למצב המשפטי, ולבחון בעין ביקורתית הסדרי פשרה שגובשו עוד לפני שלב האישור. יתר על כן, יש לעצב את שכר הטרחה של בא כוח התובע כך שיינתן משקל מופחת לסכומים שנגבים מחברת הביטוח. פתרונות אלו אינם טעונים חקיקה, אולם ניתן גם לעגנם בתקנות סדרי הדין בעניין תובענות נגזרות, אשר נמצאות כבר תקופה ארוכה בהליכי הכנה. מערך אחר של פתרונות נוגע ביצירת חלופות לתביעה הנגזרת במתכונתה הקיימת ובשינוי המשטר הקיים. ראשית, ניתן לעודד מעורבות מוגברת של בעלי מניות מהציבור. בפרט, אנו קוראים למשקיעים מוסדיים בישראל להפעיל את השפעתם כדי שהסדרי תגמול של חברות ציבוריות יכללו מנגנוני clawback רחבים, אשר יחייבו נושאי משרה להשיב חלק מהתגמול שהפיקו במהלך התקופה שבה נטען כי הפרו את החובות המוטלות עליהם. כמו כן, במקרים המתאימים ניתן לשקול מנגנונים של אחריות חלקית או הגברת שימוש בסנקציות שאינן כספיות. כל המנגנונים הללו יסייעו ביצירת הרתעה אפקטיבית כלפי נושאי משרה, אך בעלויות נמוכות יותר, שאינן כוללות תביעות עתק המובילות לסכומי פשרה גבוהים, שממילא מכוסים על ידי הביטוח.

1. בתי המשפט

בפתח העשור השני לקיומה, אנו סבורים כי על המחלקה הכלכלית למצות את יתרונה היחסי באמצעות פיתוח מנגנונים אפקטיביים לסינון תביעות נגזרות, הגברת הוודאות באשר לדין החל על נושאי משרה ופיקוח מוגבר על פשרות והסדרי שכר טרחה לבא כוח התובע הנגזר.

(א) סינון תביעות בגין הפרת חובת זהירות

כאמור בפרק א, לציבור המשקיעים יש תועלת מועטה בלבד, אם בכלל, מתביעות שעניינן כשלים ניהוליים. הדין המהותי כולל הגנות לנושאי משרה, כגון כלל שיקול הדעת העסקי או פטור מאחריות. על מנת להפוך הגנות אלו לאפקטיביות, יש ליצוק בהן תוכן גם במישור הדיוני, ולתת להן תוקף כבר בשלבים מוקדמים של ההליך המשפטי, כגון בקשות לגילוי מסמכים לפי סעיף 198א לחוק החברות.²³⁴ כאמור בסקירה ההשוואתית לעיל, בתי המשפט בישראל נוקטים גישה מצמצמת – בהשוואה לשיטות משפט אחרות – ביחס לנסיבות שבהן יש להכיר בשליטת החברה בתביעה. דרך אפשרית אחת לשיפור הסינון, שבה לא נדון ברשימה זו, היא הרחבת הנסיבות שבהן יחול כלל שיקול הדעת העסקי על החלטת הדירקטוריון של חברה ללא בעל שליטה בנוגע למימוש עילת תביעה של החברה נגד נושאי משרה בה. אנו נתמקד בשיפור הסינון דרך שלושה ערוצים מרכזיים אחרים.

234 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 4.

ערוץ אחד הוא יצירת תשתית דיונית לסינון מוקדם ככל האפשר של תביעות שאינן מעוררות טענות של ניגוד עניינים.²³⁵ בתי המשפט אינם נוהגים לסלק על הסף בקשות לאישור תביעה נגזרת. לפי ההלכה הקיימת, בקשה לסילוק על הסף תידון לפני הדין בבקשה לאישור תביעה נגזרת במקרים חריגים בלבד.²³⁶ לכן נתבעים המבקשים לדחות תביעה נגזרת בשלב בקשת האישור נדרשים לטעון את כל טענות ההגנה הרלוונטיות ולתמוך אותן בתצהיר. איתרנו רק חמישה תיקים שבהם אושרו בקשות לסילוק על הסף לפני דיון בבקשת האישור²³⁷ – כולם במקרים שבהם הבקשה לסילוק עוררה סוגיות משפטיות בלבד שלא הצריכו ברור עובדתי, בוודאי לא מטעמי תחולתם של כלל שיקול הדעת העסקי או הגנת הפטור.²³⁸

הצעתנו היא לשנות פרקטיקה זו, ולאפשר בקשות סילוק מוקדם שעניינן תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי והגנת הפטור, למשל.²³⁹ ההקשר התאגידי מצדיק סטייה מהעמדה השיפוטית שלפיה בקשת האישור היא הליך מקדמי ולכן יש למעט בבקשות למחיקה על הסף. ראשית, כאמור לעיל, הדין המהותי כולל הגנות לנושאי המשרה, אשר ניהול הליך שיפוטי מלא מרוקן אותן מתוכן. שנית, בניגוד לתביעות ייצוגיות, למשל, התביעה הנגזרת מעוררת חשש מובנה לפגיעה בציבור המשקיעים, שעליו היא נועדה להגן. כפי שהסברנו בפרק א, האינטרסים של הצדדים בתביעה הנגזרת – בא כוח

235 דיונו מתייחס למקרים "רגילים" של הפרת חובת זהירות. עקרונות דומים צריכים לחול גם במקרים של תביעות הנוגעות בהפרת חובת זהירות בפיקוח על ציות התאגיד לחוק.

236 בית המשפט העליון אימץ את ההלכה שנקבעה ביחס לסילוק על הסף של תביעות ייצוגיות, וקבע כי אין לדון בבקשה לסילוק על הסף של בקשה לאישור תביעה נגזרת בנפרד מהדיון בבקשה לאישור, בשל אופיו של הליך האישור כהליך מקדמי. זאת, למעט במקרים חריגים, שבהם ניתן להכריע בפשטות וביעילות בטענות אשר אם יתקבלו ישמטו את הקרקע תחת הבקשה לאישור. ראו רע"א 1365/17 **בנק הפועלים בע"מ נ' נשר**, פס' 15–20 להחלטה (פורסם באר"ש, 9.3.2017); תנ"ג (כלכלית ת"א) 20087-11-11 **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' זקן חמו** (פורסם בנבו, 14.6.2012); תנ"ג (כלכלית ת"א) 53151-03-15 **שקדי נ' אינטרקולוני השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 12.7.2018).

237 למשל, הוחלט כי אין מקום לאפשר הגשת תביעה נגזרת בשעה שלחברה כבר מונה נאמן (תנ"ג (כלכלית ת"א) 45820-04-12 **זוסמן נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 1.8.2013)), והתקבל הסדר חוב החוסם אפשרות להגשת תביעה נגזרת בשם החברה (תנ"ג (כלכלית ת"א) 32444-05-16 **הראל נ' ע.ל. הון אחזקות (2016) בע"מ** (פורסם בנבו, 8.11.2016)). בשני מקרים נוספים הורה בית המשפט לדחות על הסף את הבקשה לאישור התביעה כנגזרת מאחר שהמבקש כבר אינו בעל מניות בחברה ולכן לא יוכל להמשיך לנהל תביעה נגדה (עניין **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ**, שם; תנ"ג (מחוזי מר') 34449-04-16 **אסם השקעות בע"מ נ' בן חמו** (פורסם בנבו, 21.12.2016)), ואילו במקרה חמישי נפסק כי מקום שמוגשת תביעה נגזרת בשם שותפות מוגבלת ציבורית על ידי בעל יחידת השתתפות, והמפקח מנהל הליכים משפטיים באותו עניין, יש להעדיף את תביעת המפקח על הבקשה לאישור תביעה נגזרת (תנ"ג (כלכלית ת"א) 68243-11-18 **דלק קידוחים נ' חיות** (פורסם בנבו 24.9.2019)).

238 להוציא את עניין **הראל**, שם, שבו אחת מטענות הסף נגעה בפטור במסגרת הסדר חוב.

239 הפטור לא יהיה תקף כאשר ההפרה נעשתה בכוונה או בפזיזות (ס' 263(2) לחוק החברות).

התובע, הנתבעים וחברות הביטוח – אינם עולים בהכרח בקנה אחד עם האינטרסים של ציבור המשקיעים, ומכוונים את הצדדים לפשרות מהירות על חשבון הביטוח, ללא כל תרומה להרתעה. תמריץ זה נוצר בעיקר בשל העדר אפשרות לסילוק מהיר של תביעות שכל מהותן הפרה של חובת הזהירות. שלישית, חוק החברות קובע כי מתפקידו של בית המשפט להבטיח גם שניהול התביעה הוא לטובת החברה. לבסוף, אחד היתרונות של ערכאה מתמחה הוא היכולת לערוך סינון מוקדם אפקטיבי. אנו מציעים לבתי המשפט למקד את התביעה הנגזרת במצבים של ניגוד עניינים של נושאי משרה או בעלי שליטה. כמובן, במשטר כזה תובעים נגזרים צפויים לכלול בכל תביעה טענות לקיומו של ניגוד עניינים, לרבות ניגודי עניינים קלים או כאלה שהם אינהרנטיים לתפקיד.²⁴⁰ החשש הוא ממדרון חלקלק שיוביל, כאמור, להחלשת מנגנון הסינון ובסופו של דבר לפשרות לא יעילות על חשבון הביטוח. לגישתנו, אם כן, על בתי המשפט לנצל את מומחיותם כדי לפתח את הכלים שיאפשרו לקבוע, בשלב מוקדם, מהם המצבים שבהם יש חשש אמיתי לניגוד עניינים.²⁴¹

ערוץ שני לשיפור הסינון הוא עיצוב הדין המהותי עצמו ביחס למקרים שאינם עוסקים בניגודי עניינים של נושאי משרה. קביעת התנאים של דוקטרינות דוגמת כלל שיקול הדעת העסקי או הגנת הפטור באופן המצריך בירור עובדתי מעמיק חותרת תחת תכליתן. יש לעצב דוקטרינות אלו באופן שמביא בחשבון גם את המנגנונים לאכיפתן, על הקשיים הכרוכים בהם.²⁴² בהקשר זה ייתכן שיש גם מקום להתערבות חקיקתית בקביעת התנאים לפטור מאחריות, למשל.²⁴³

הערוץ השלישי הוא הגברת הוודאות באשר למצב המשפטי, וזאת כדי להבהיר מראש את הציפיות מהקברניטים של חברות ציבוריות ולאפשר לצדדים לליטיגציה, לרבות חברות הביטוח, להעריך סיכונים באופן מושכל יותר. חובות האמונים והזהירות הן עמומות, ויש ליצוק בהן תוכן קונקרטי לצורך הכוונת התנהגות. לבית המשפט, ובפרט לערכאה המתמחה, יש תפקיד חשוב בהבהרת נורמות ההתנהגות המצופות מנושאי המשרה ומבעלי השליטה. השחקנים בזירה התאגידית – ובמיוחד יועצים משפטיים של חברות ציבוריות – עוקבים אחר כל אמירה של המחלקה הכלכלית שיש בה כדי לספק הנחיה באשר לנורמות המצופות מנושאי משרה. לפיכך, במסגרת ההחלטות בבקשות לאישור תביעה נגזרת או בבקשות לגילוי מסמכים, על בתי המשפט

240 לדוגמה, טענות בדבר ניגוד עניינים הנובע מאינטרס של מנכ"ל לקבל בונוס בהתאם לתוכנית התגמול של החברה.

241 ראו גושן "קו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל", לעיל ה"ש 2. מנגנון סינון נוסף הוא הרחבה זהירה של הנסיבות שבהן יוכלו דירקטורים לא נגועים – בחברות ללא בעלי שליטה – להכריע בגורלה של התביעה הנגזרת. ככל ששוק הדירקטורים אפקטיבי יותר כן ניתן להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על החלטת רוב של דירקטורים לא נגועים בחברה ללא בעל שליטה אם לתבוע דירקטורים מכהנים.

242 לנקודה זו יש חשיבות מיוחדת בדין הישראלי, שבו נקודת המוצא היא שהתובע – ולא החברה – הוא השולט בעילת התביעה.

243 ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 4.

לשקול בחיוב מתן הנחיה באשר לתוכן הקונקרטי של חובותיהם של השחקנים השונים ובאשר לשאלה כיצד נסיבות המקרה מתיישבות עם חובות אלו.²⁴⁴

(ב) פיצוי לחברה ואישור פשרות

הניתוח האמפירי הצביע על תופעה של פשרות בשלבים מוקדמים – חלקן בסכומים משמעותיים – ובעיקר על חשבונה של חברת הביטוח וללא תרומה להרתעה. לפי הגישה המקובלת כיום, בית המשפט מתמקד בעיקר בגובה הפיצוי לחברה. אולם, כפי שהסברנו בהרחבה בפרק א, לציבור המשקיעים אין אינטרס בתביעות נגזרות לשם פיצוי – גם אם הוא משמעותי – מקופתה של חברת הביטוח. תמריצי הצדדים עשויים להוביל לשני סוגים של פשרות: פשרות על מנת לחסוך את עלויות ההתדיינות; ופשרות בסכום גבוה ללא כל אפקט הרתעתי. ההצעות שלנו נועדו להתמודד עם שני סוגי הפשרות.

ראשית, אנו מציעים לבתי המשפט לשקול, במסגרת אישור הפשרה, אם התקיימו התנאים להגשת תביעה נגזרת, לרבות הדרישה שהתביעה וניהולה יהיו לטובת החברה.²⁴⁵ להצעה זו יש חשיבות מיוחדת בהקשר של פשרות שנועדו רק לחסוך את עלויות ההתדיינות (שבהן נושאות החברה עצמה וחברת הביטוח). כפי שהסברנו בחלק הקודם, קביעת מנגנוני סינון אפקטיביים תפחית את החשש מפשרות שמטרתן הבלעדית היא חיסכון בהוצאות משפט. אולם בצד מנגנונים אלו על בתי המשפט לוודא כי לא תהיה פשרה על חשבון הביטוח בתביעות שמלכתחילה לא היה בסיס להגשתן.

244 לאחרונה ניתנה החלטה במסגרת פשרה בתביעה נגזרת שהתייחסה לחובת הפיקוח. כפי שתיארנו, שיעורן של תביעות אלו נמצא במגמת עלייה בישראל, הן מסתיימות פעמים רבות בפשרות בסכומים גבוהים, ושוררת אי-ודאות באשר לדין החל בהן. באחד המקרים קבע השופט אלטוביה כי "דומה שקביעה זו בעניין Caremark שהייתה נכונה וראויה כבר בשנת 1996 ראויה שתאומץ כאמת מידה ראויה ונכונה גם בישראל שנת 2021". תנ"ג (כלכלית ת"א) 17044-12-14 **אהרני נ' בנק מורחי טפחות בע"מ** (פורסם בנבו, 11.5.2021). אומנם מדובר בקריאת כיוון שעשויה לקדם את הוודאות בשוק, אך ההחלטה אינה כוללת דיון מעמיק באופן שבו תיושם הלכה זו בישראל, ואף לא באופן יישומה בנסיבות המקרה הקונקרטי. לפיכך מדובר בוודאות מוגבלת.

245 ס' 19 (א) לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006, קובע כי בית המשפט לא יאשר הסדר פשרה אלא אם כן מצא כי התובענה שהוגשה עומדת, לכאורה, בתנאים לאישור תובענה ייצוגית. הסדר זה לא היה קיים בחוק תובענות ייצוגיות מתחילתו, אלא הוסף בתיקון מס' 10 (חוק תובענות ייצוגיות (תיקון מס' 10), התשע"ו-2016, ס"ח 1079). בחינת התנאים הללו יכולה להבטיח הגנה הן מפני בעיית הנציג והן מפני תביעות סרק (קלמנט, לעיל ה"ש 67, בעמ' 59-60). בדברי ההסבר להצעה זו נכתב כי תכלית הסעיף היא לצמצם הן את התופעה של תביעות סרק והן את התופעה של תביעות ראיות שמסתיימות בהסדרי פשרה שאינם מועילים לחברי הקבוצה המיוצגת (קלמנט ורונן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 27, ה"ש 40). באופן דומה, בדברי ההסבר לטיטת תקנות החברות (הוראות לענין תביעה נגזרת והגנה נגזרת), התשע"ז-2017, צוין כי מנגנון התביעה הנגזרת ומנגנון התביעה הייצוגית דומים בחששות שהם מעוררים, קרי תביעות סרק ותביעות סחטניות, אך נבדלים בציבור שהם משרתים – בעוד התביעה הייצוגית מתנהלת לטובת חברי הקבוצה המיוצגת, והם הנהנים הישירים מכל פיצוי שייפסק, התביעה הנגזרת מתנהלת לטובת החברה עצמה, כגוף משפטי נפרד מבעלי המניות, שיהנו מהפיצוי באופן עקיף בלבד.

שנית, על בית המשפט לנקוט גישה זהירה גם כלפי פשרות בסכום נדיב על חשבון הביטוח (בלבד) שהתגבשו לפני שלב האישור (ואולי אף בטרם קיים בית המשפט דיון בבקשה לגילוי מסמכים) ואשר אינן כוללות מימד הרתעתי כלשהו. כאמור, בתי המשפט נוטים כיום לאשר פשרות אלו בהתבסס על סכום הפיצוי המשולם לחברה. העובדה שבתי המשפט רואים בסכום הפיצוי את אמת המידה היחידה לבחינת טובת החברה בפשרה יוצרת אומנם לחץ על חברת הביטוח להסכים לסכומי פיצוי גבוהים יותר, אך התוצאה של גישה שיפוטית זו, בטווח הארוך, עלולה להיות ייקור פרמיות הביטוח על חשבון בעלי המניות ללא תרומה להרתעה. כפי שהסברנו בהרחבה במאמר זה, פשרות שתוצאתן היחידה היא פיצוי מחברת הביטוח אינן תורמות להרתעה ואינן משרתות את האינטרסים של ציבור המשקיעים. טענה זו תקפה גם אם הסכם פשרה יכלול גבייה של סכום מזערי מכיסם של הנתבעים תוך גביית סכומים משמעותיים מחברת הביטוח. אנו סבורים כי על בתי המשפט לבחון בעין ביקורתית גם הסדרים כאלה. לגישתנו, בתיקים שבהם המעורבות היחידה הנדרשת מבית המשפט היא אישור פשרה על חשבון חברת הביטוח (להבדיל מתיק שבו הצדדים מתפשרים לאחר שבית המשפט אישר הגשת תביעה נגזרת, למשל), על בית המשפט להשתכנע כי הפשרה תורמת לטובת החברה מעבר לפיצוי.²⁴⁶

דרך שבה בית המשפט יכול להבטיח כי הפשרה משרתת את טובת המשקיעים היא לנצל את אישור הפשרה כדי להבהיר את המצב המשפטי לכלל השחקנים בשוק. כפי שהעלתה הבחינה האמפירית שערכנו, בתי המשפט ממעטים להבהיר את הדין או להעביר מסר אחר לשחקנים התאגידיים במסגרת אישור הפשרה. אחת ההצדקות להקמת ערכאה מתמחה היא שיהיה גוף שיתווה נורמות התנהגות ראויות לשחקנים בשוק, ולכן גם בשלב זה רצוי שבית המשפט יכלול בפסיקתו אמירות משמעותיות שיכוונו את התנהגות הצדדים בעתיד.

אנו ערים לקושי של בית המשפט לנקוט עמדה ביחס לפשרה המתקבלת בשלב מוקדם, עוד לפני שהייתה לו ההזדמנות להיחשף לראיות או לכתבי הטענות של הצדדים. אולם המחלקה הכלכלית הינה ערכאה בעלת התמחות ייחודית, ולכן במקרים שבהם התוצאה היחידה של ההליך המשפטי היא פיצוי מקופתה של חברת הביטוח, בית המשפט יכול, לכל הפחות, להתייחס באופן עקרוני לדין החל ולהבהיר את הציפיות

246 שפירא "חובת ההשגחה", לעיל ה"ש 8, בעמ' 598–600, טוען כי המצב הקיים, שבו תביעות מסתיימות בפשרות מהירות על חשבון הביטוח וללא קביעת ממצאים עובדתיים, נובע מהכרת בתי המשפט במעמדן של ועדות תביעות בלתי תלויות. אנו חולקים על קביעה זו. בכל תיקי הפשרות הבולטים שבהם הייתה מעורבות של ועדת תביעות לא היה כלל ניסיון של בא כוח התובע לחלוק על שליטת החברה בתביעה. דומה שלבאי כוח התובעים אין כל הֶנְיָעָה להתנגד לקיומן של ועדות תביעות כל עוד התהליך בוועדות אלו מסתיים בפסיקת שכר טרחה נדיב, ללא כל קשר לתרומתו של בא כוח התובע להליך. שלילת הזכות לשכר טרחה בנסיבות כאלה היא שתניע את בא כוח התובע לנסות לאתגר את ועדות התביעות.

מנושאי משרה.²⁴⁷ לחלופין, כפי שנבהיר מייד, על בתי המשפט לשנות את הגישה לתגמול עורכי דין בתביעות המסתיימות בפשרה מהביטוח בלבד.

(ג) שינוי מערך התמריצים של בא כוח התובע

כלי נוסף העומד לרשות בתי המשפט הוא שיפור מערך התמריצים של בא כוח התובע הנגזר באופן שיעודד אותו להתמקד בהגשת תביעות ראויות ויתגמל אותו בהתאם לתרומתו להשגת הרתעה. באופן עקרוני ניתן לעשות זאת בשתי דרכים עיקריות: שימוש מושכל בשכר טרחה והשתת הוצאות. אנו נתמקד במנגנון הראשון. בתמצית, אנו סבורים כי קביעת שכר הטרחה לבא כוח התובע הנגזר לפי סכום הפיצוי לחברה עלול להוביל לתת-תגמול או לתגמול יתר של בא כוח התובע. לפיכך על בתי המשפט לקבוע את שכר הטרחה לבא כוח התובע לפי תרומתו להגנת המשקיעים.

חוק החברות מעניק לבית המשפט שיקול דעת בקביעת שכר הטרחה של בא כוח התובע²⁴⁸ וכן בקביעת הגמול שישולם למבקש.²⁴⁹ בניגוד לסעיף 23 לחוק תובענות ייצוגיות, חוק החברות אינו קובע הנחיות באשר לשיעוריהם של הגמול ושכר הטרחה.²⁵⁰ הלכת רייכרט מסדירה את פסיקת שכר הטרחה בתובענות ייצוגיות,²⁵¹ ואומצה גם בתביעות נגזרות. לפיכך שכר הטרחה של בא כוח התובע נגזר מגובה הפיצוי, בדומה לשיטת הקביעה של שכר הטרחה בתביעות ייצוגיות.²⁵² בתי המשפט מתחשבים גם בשיקולים נוספים, כגון היקף העבודה של בא כוח התובע ומורכבות ההליך,²⁵³ השלב שבו הסתיים

247 לנוכח תמריצי הפשרה של הצדדים, אימוץ הצעתנו צפוי להוביל למצב שבו הצדדים ייצרו מצג של תועלות נוספות לחברה, כגון שיפור הממשל התאגידי או תשלום מכיסם של נושאי המשרה. נחזור ונדגיש: הפתרון העיקרי בעינינו הוא סינון אפקטיבי של תביעות שנוגעות רק בהפרה של חובת הזהירות.

248 ס' 200 לחוק החברות.

249 ס' 201 לחוק החברות.

250 בית המשפט העליון קרא בעבר להסדרת סוגיה זו בחוק. ראו ע"א 2587/18 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (פורסם באר"ש, 20.2.2020).

251 עניין רייכרט, לעיל ה"ש 78. מדרגות האחוזים נקבעו באופן הבא, בשים לב לכך שדובר בהליך ארוך ומורכב: 25% על כל סכום שנגבה בפועל עד ל-5 מיליון ש"ח; 20% על כל סכום שנגבה בפועל בין 5-10 מיליון ש"ח; ו-15% על כל סכום שנגבה בפועל מעל ל-10 מיליון ש"ח. מעבר לסכום זה, לא נפסק סכום נוסף לזכות התובע המייצג.

252 ראו, למשל, עניין להב, לעיל ה"ש 218, פס' 58-59 לפסק הדין.

253 ראו, למשל, תנ"ג (מחוזי י-ם) 9545-03-17 ברק נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (פורסם בנבו, 8.11.2017); תנ"ג (כלכלית ת"א) 10378-09-16 אורגד נ' הפניקס אחזקות בע"מ (פורסם בנבו, 7.10.2018); תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 חברת השקעות דיסקונט בע"מ נ' דנקר (פורסם בנבו, 11.2.2018); תנ"ג (כלכלית ת"א) 27061-07-16 שיליאן נ' צרפתי (פורסם בנבו, 14.12.2020).

ההליך,²⁵⁴ ואם מדובר בטענה חדשה ותקדימית.²⁵⁵

בתי המשפט הסבירו את אימוצה של הלכה זו ברצון ליצור תמריץ להגדלת סכום הפיצוי שישולם לחברה.²⁵⁶ אולם, כפי שהצגנו בהרחבה בפרק א, פיצוי לחברה מקופת המבטחים אינו מבטא בהכרח תרומה לציבור המשקיעים. התייחסות לגובה הפיצוי מחברת הביטוח כשיקול מרכזי בקביעת התגמול של בא כוח התובע מתמרצת אותו לְמַרְב את ההחזר מהביטוח גם על חשבון קידום ההרתעה, שהיא האינטרס הראשון במעלה בהקשר של אחריות נושאי משרה. יתר על כן, בחברות ציבוריות יש מנגנוני קבלת החלטות אשר תרומתם לתוצאת ההליך עשויה להיות משמעותית הרבה יותר מזו של בא כוח התובע. לפיכך אנו מציעים לבתי המשפט לשנות את הגישה לתגמול עורכי דין בתביעות נגזרות, ולהרחיב את מגוון השיקולים בקביעת שכר הטרחה בשני היבטים.

ראשית, בקביעת שכר הטרחה יש להתחשב גם במקור הפיצוי לחברה. בתביעה נגזרת בשל עסקה עם בעל שליטה שלא אושרה כדין, למשל, אשר הביאה לידי כך שבעל השליטה נדרש לשלם מכיסו פיצוי לחברה, שיעור שכר הטרחה צריך להיות גבוה במידה משמעותית מאשר במקרה שבו פוצתה החברה בסכום דומה על ידי חברת הביטוח של הדירקטורים.²⁵⁷ עיקרון זה אמור לחול גם במקרים אחרים שבהם לתביעה הנגזרת הייתה תרומה משמעותית להרתעה. על בתי המשפט ליצור פיצול בין התמריצים שמניעים את מנגנון האכיפה לבין הפיצוי שנפסק בסופו של דבר לטובת החברה. פשרה בשלב מוקדם שתוצאתה היחידה היא פיצוי מקופתה של חברת הביטוח אינה אמורה לזכות את בא כוח התובע בשכר טרחה בסכום משמעותי מעבר לפיצוי על השעות שהשקיע בתיק.

שנית, יש לחזק את הזיקה בין שכר הטרחה לבין תרומתו של בא כוח התובע לתוצאה. בחברות ציבוריות יש אכיפה ציבורית ומנגנונים עצמאיים להתמודדות עם כשלים בהתנהלותם של נושאי משרה. תרומתו של התובע הנגזר במקרים מסוימים היא שולית, אם לא אפסית. נניח, למשל, שחברה מקיימת הליך בדיקה פנימית (באמצעות הדירקטורים הלא־נגזרים או ועדה) לשם עמידה על אחריותם של נושאי המשרה לסנקציות פליליות שהושתו על החברה, ושהליך זה מסתיים רק בקבלת פיצוי מחברת הביטוח. במקרה כזה לא רק שתרומת התיק לציבור המשקיעים מוטלת בספק, אלא גם

254 ראו, למשל, עניין להב, לעיל ה"ש 218; עניין חברת השקעות דיסקונט בע"מ, לעיל ה"ש 253; תנ"ג (כלכלית ת"א) 2046-12 הייט נ' עופר השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 17.9.2013); עניין לנואל, לעיל ה"ש 78; תנ"ג (כלכלית ת"א) 38393-01-15 קרן טולפ קפיטל ש.מ. נ' איילון אחזקות בע"מ (פורסם בנבו, 9.2.2017); תנ"ג (כלכלית ת"א) 31402-05-15 עירוני נ' א.א.א. ג' עסקים בע"מ (פורסם בנבו, 7.12.2015).

255 ראו, למשל, עניין החברה לישראל, לעיל ה"ש 210, פס' 17 לפסק הדין: "הטענה שנטענה בהליך על ידי התובעת היתה טענה חדשנית וכזו שטרם התקבלה בפסיקה הישראלית."

256 כך קבעה השופטת רונן בעניין להב, לעיל ה"ש 218, פס' 60 לפסק הדין: "ההלכה הפסוקה קבעה כי שכר הטרחה והגמול צריכים להיגזר מהסכומים שהמבקש ובאי כוחו הצליחו 'להשיג' עבור הקבוצה או החברה, בין היתר משום שיש בכך כדי ליצור תמריץ למבקש ולבאי כוחו להגדיל את סכום הזכייה של מי שהם מבקשים לייצגו."

257 תנ"ג (מחוזי ת"א) 37473-09-12 בן יורם נ' דנקנר (פורסם בנבו, 18.11.2015).

תרומתו של בא כוח התובע שולית, אם לא אפסית. סכום הפיצוי נגזר מגובה הסנקציה שהטילה המדינה, התובע הנגזר לא חשף מידע חדש, והחברה טיפלה בעילת התביעה בעצמה. התגמול של התובע הנגזר בתיק כזה צריך להיות מינימלי, ובוודאי אין לקובעו על בסיס הסכום שמשולם לחברה מקופתה של חברת הביטוח. התגמול של בא כוח התובע במקרה כזה צריך להיקבע, אם בכלל, בהתבסס על השעות שהוא הקדיש לתיק, ולא על הסכום שחברת הביטוח משלמת. הגשת תביעות מסוג זה אינה כרוכה בהשקעה משמעותית של בא כוח התובע הנגזר, ולכן אין צורך בשכר טרחה גבוה על מנת לתמרץ אותו להגישן.

חשוב לציין כי בתי המשפט מתחשבים כיום בשאלה אם התובע יזם את ההליך או שההליך נבע מפעולה של רשויות הפיקוח.²⁵⁸ עם זאת, נראה שדווקא בית המשפט העליון מסתייג מגישה זו. בעניין **בן שטרית** קבעה השופטת קרית-מאיר כי במקרה שבו הדיקטטוריון נקט צעדים להשבת כספים לחברה בעקבות חקירה של רשות ניירות ערך יש הצדקה להפחתה משמעותית של שכר הטרחה של בא כוח התובע, בהתאם לתרומתו היחסית לתוצאה במקרה הקונקרטי.²⁵⁹ אולם קביעה זו נהפכה על ידי בית המשפט העליון ללא הנמקה.²⁶⁰ לגישתנו, חשוב שבתי המשפט ילכו בנתיב שהתוותה השופטת קרית-מאיר, ויפסקו את שכר הטרחה בהתאמה הן לתרומתו של בא כוח התובע לתוצאה והן לערך ההרתעתי של התוצאה מבחינת המשקיעים מהציבור.²⁶¹ לגישתנו, ייחודיותה של התביעה הנגזרת מצדיקה אנלוגיה לעניין **נסאר**,²⁶² שבו חרג בית המשפט משיטת האחוזים מאחר שסבר כי בתובענות ייצוגיות בטענת הפליה הסכום הכספי שנפסק לקבוצה אינו מבטא את הערך הגלום בתובענה. בתחום התאגידי, פיצוי

258 ראו, למשל, עניין **לנואל**, לעיל ה"ש 78, פס' 92 לפסק הדין: "רואה אני גם לאבחן בין עניין רייכרט למקרה שלפניי בעצם העובדה שבקשות האישור הוגשו בעיקרן בהתבסס על החלטה והכרעה של רגולטור זר שהטיל על הבנק סנקציה של תשלום כספי בסכום גבוה מאוד, כאשר הסכום לא היה שנוי במחלוקת. לפיכך, אף בהיבט זה מלאכתם של המבקשים במקרה זה לא היתה מורכבת ומסובכת בהשוואה לפרשת רייכרט והסתמכות על הכרעה של רגולטור ועל הסדרים חתומים אף הפחיתה במידת מה את הסיכון שנטלו הם על עצמם בהגשת הבקשה לאישור."

259 עניין **בן שטרית**, לעיל ה"ש 210, פס' 5 להחלטה: "אין ספק כי פעולותיה של החברה... התבססו, לפחות בחלק הארי שלהם, על דוח רשות ניירות ערך והמסקנות החד משמעיות אשר פורטו בו, ולא על הגשתה של התביעה על ידי המבקש."

260 ע"א 4969/11 **בן שטרית נ' אל על נתיבי אוויר לישראל בע"מ** (פורסם באר"ש, 3.1.2012). בית המשפט העליון לא התייחס בהחלטתו לנימוק של השופטת קרית-מאיר בדבר תרומתה היחסית של התביעה הייצוגית.

261 פתרון נוסף שישפר את תמריצי הסינון של התובע הנגזר הוא הפעלה מושכלת של פסיקת הוצאות ריאליות נגד התובע במקרה של תביעת סרק. לחלופין, ניתן לשקול אימוץ "הכלל האנגלי", שלפיו המפסיד בתביעה יישא הן בהוצאותיו שלו והן בהוצאותיו של הנתבע. כלל זה מפחית את כוח המיקוח של התובע ובא כוחו, ולכן נוטה להרתיע תובעים מהגשת תביעות סרק, במיוחד כאשר עלויות המשפט של הנתבע צפויות להיות גבוהות. עם זאת, עלול להיות לו אפקט מצנן על הגשת תביעות נגזרות, כפי שהראה הניסיון באנגליה.

262 ע"א 689/16 **נסאר נ' עיר השעשועים בע"מ** (פורסם באר"ש, 7.5.2018).

המשולם מקופתה של חברת הביטוח אינו מבטא את תרומת התביעה לאינטרסים של ציבור המשקיעים.

חשוב להדגיש כי הצעתנו אינה מיועדת להחליש את התמריצים של עורכי הדין היוזמים תביעות נגזרות, אלא להבטיח הלימה טובה יותר בין מבנה התמריצים לבין התכלית העומדת ביסוד התביעה הנגזרת בחברה ציבורית. הענקת תגמול נדיב (ואף יותר מזה הנוהג כיום) לעורכי דין שיובילו תביעות נגזרות העוסקות בניגוד עניינים חשובה כדי למקד את האכיפה הפרטית במצבים שבהם יש לה תרומה משמעותית יותר להגנת המשקיעים.

2. גופים מוסדיים, מדיניות תגמול והסדרי Clawback

הדיון עד עתה התמקד בבתי המשפט. אולם בכל הנוגע באחריות נושאי משרה בגין הפרת חובת זהירות ניתן לשקול גם פתרונות המבוססים על הגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים, מראש או בדיעבד. הפתרון המרכזי שנתמקד בו הוא אימוץ מנגנוני clawback כחלק מהסדרי התגמול של נושאי המשרה. לצד זאת נדון בקצרה גם במודל נוסף – הגברת מעורבותם של בעלי המניות מהציבור, ובראשם הגופים המוסדיים, בהליכי התביעה.

Clawback (א)

מנגנון ה-clawback מחייב נושאי משרה להשיב לחברה חלק מהתגמול שהפיקו במהלך התקופה שבה הפרו את החובות המוטלות עליהם. שימוש בתביעה נגזרת לאכיפת חובות זהירות בחברה ציבורית כרוך בעלויות התדיינות, המוטלות על בעלי המניות; ספק אם הוא מניב הרתעה (לנוכח התמריצים של הצדדים לגבש פשרה שבה יוטל התשלום על חברת הביטוח); ובכל מקרה, הפיצי לחברה גבוה בהרבה מהסכום הנדרש כדי להרתיע נושאי משרה. מנגנון ה-clawback עשוי לשפר את תמריציהם של נושאי המשרה בעלות נמוכה יותר.

מקורו של מנגנון ה-clawback בחקיקה בארצות הברית שהתמקדה בהשבת תגמול משתנה שהתקבל על בסיס דיווח כספי מוטעה. חוק Sarbanes-Oxley הסמיך את רשות ניירות ערך האמריקאית לדרוש השבה של תגמול משתנה שהתקבל על בסיס דיווח מטעה,²⁶³ ובשנת 2010 נקבע בחוק Dodd-Frank²⁶⁴ כי רשות ניירות ערך תקבע כללים שיחייבו חברות ציבוריות אשר מבנה השכר של נושאי המשרה בהן כולל תגמול מבוסס ביצועים לאמץ מנגנון שיחייב נושא המשרה להשיב את התגמול שקיבל בעקבות דיווח חשבונאי שגוי. מנגנון זה נועד להתמודד עם התמריץ שתגמול מבוסס ביצועים יוצר לנושאי משרה ליצור מראית עין שגויה של מרוב רווחים, וזאת באמצעות דרישה

²⁶³ Sarbanes-Oxley Act of 2002, 15 U.S.C. § 7201.

²⁶⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 12 U.S.C. § 5301.

להשבת הרווח שהפיק נושא המשרה מהדיווח השגוי, בלי צורך להוכיח כל אשם.²⁶⁵
 דרישה דומה קיימת בחוק החברות בישראל.²⁶⁶
 אולם, על רקע לחץ של חברות ייעוץ פרוקסי ומשקיעים מוסדיים, אימצו חברות בארצות הברית מדיניות תגמול שהרחיבה את השימוש במנגנון כך שיחול לא רק במקרה של דיווח כוזב,²⁶⁷ אלא גם בהקשרים של הפרת חובות נושאי משרה כלפי החברה.²⁶⁸

- Jesse M. Fried, *Rationalizing the Dodd-Frank Clawback* 1–2 (Eur. Corp. Governance Inst., 265
 Lilian Law Working Paper No. 314, 2016). הצלחתו של המנגנון זכתה גם באישוש אמפירי. ראו
 H. Chan, Kevin C.W. Chen, Tai-Yuan Chen & Yangxin Yu, *The Effects of Firm-Initiated
 Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior*, 54 J. ACCT. & ECON.
 180, 184, 193–194 (2012); Johanna Stark, *Clawback Provisions in Executive
 Compensation Contracts*, 18 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 669 (2021). למנגנון שקבוע
 בחוק יש שתי מגבלות עיקריות: הוא אינו מחייב השבה אם החברה לא נדרשה לערוך תיקון של
 דוחותיה הכספיים הרלוונטיים (Restatement), והוא אינו מחייב השבה של סכומים ששולמו לנושא
 המשרה בעקבות עלייה בשווי המניה במכירות שנעשו בזמן שהחברה ניפחה את רווחיה.
 266 חוק החברות מחייב חברה שהתגמול שלה לנושאי משרה כולל רכיבים משתנים לקבוע במדיניות
 התגמול "תניה שלפיה נושא המשרה יחזיר לחברה, בתנאים שייקבעו במדיניות התגמול, סכומים
 ששולמו לו כחלק מתנאי הכהונה וההעסקה, אם שולמו לו על בסיס נתונים שהתבררו כמוטעים
 והוצגו מחדש בדוחות הכספיים של החברה". ס' (2) לחלק ב לתוספת ראשונה א לחוק החברות.
 Doreen E. Lilienfeld & Romica Singh, *Designing a Successful Executive Compensation* 267
Clawback Policy, 40(6) COMPENSATION & BENEFITS REV. 30, 33 (2008).
 268 הוצע להשתמש במנגנון זה גם בהקשר של התנהגות לא הולמת, כגון מקרים של הטרה מינית
 במקום העבודה. מנגנון מסוג זה טרם אומץ באופן נרחב בארצות הברית, אולם שימוש בולט בו
 נעשה בחברת מקדונלדס לאחר שמנכ"ל החברה היה מעורב בכמה קשרים מיניים עם עובדות
 בחברה. ראו Amy Bowerman Freed & J. Nicholas Hoover, *Avoiding a Toxic Culture: 10*
Changes to Address #MeToo, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jul. 30, 2019),
corpgov.law.harvard.edu/2019/07/30/avoiding-a-toxic-culture-10-changes-to-address-metoo/;
 Scott Spector, David Bell & Elizabeth Gartland, *McDonald's Clawback Suit
 Against Former CEO: A Cautionary Tale*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE
 (Aug. 26, 2020), corpgov.law.harvard.edu/2020/08/26/mcdonalds-clawback-suit-against-former-ceo-a-cautionary-tale/;
 Anders Melin, *Corporations Talking Clawback Policies for Executives' #MeToo Misconduct*, INS. J. (Oct. 10, 2018), www.insurancejournal.com/news-national/2018/10/10/503847.htm;
 Jena McGregor, *How #Metoo is Reshaping Employment Contracts for Executives*, WASH. POST (Oct. 31, 2018), www.washingtonpost.com/business/2018/10/31/how-metoo-is-reshaping-employment-contracts-executives/;
 Laurence Fletcher, *Big Investors Seek a #MeToo Clawback*, WALL STREET J. (Sep. 23, 2018),
www.wsj.com/articles/big-investors-seek-a-metoo-clawback-1537754820;
 JOHN L. UTZ, *#METOO, CLAWBACKS AND EXECUTIVE COMPENSATION IN 2019—HAS ANYTHING
 CHANGED?* 1–10 (Am. L. Inst., Executive Compensation 2019: Strategy, Design and
 Implementation, Jun. 20–21, 2019), www.utzlattan.com/wp-content/uploads/2019/06/MeToo-Clawbacks-and-Exeutive-Compensation-in-2019-Has-Anything-Changed.pdf.

המנגנון חל בעיקר במקרים הבאים: התנהגות של נושא משרה שגרמה נזק כלכלי או מוניטיני לחברה; מחדל בפיקוח על ציות לחוק; והפרת מדיניות החברה, לרבות הסכמים שהיא חתומה עליהם, ובמיוחד הסכמים הנוגעים בתחרות.²⁶⁹

לדוגמה, בנק Wells Fargo אימץ מנגנון clawback נרחב, בין היתר בשל לחץ מתמשך מצד קרנות פנסיה שהחזיקו במניותיו.²⁷⁰ המנגנון חייב השבת תגמול משתנה (אופציות ותגמול מבוסס ביצועים) אם נושא משרה הסב לבנק נזק כלכלי או מוניטיני.²⁷¹ כאשר ננקטו נגדו סנקציות בשל אסטרטגיית מכירות אגרסיבית שהובילה ליצירתם של חשבונות פיקטיביים, ערך הבנק חקירה פנימית באמצעות הדירקטורים הבלתי-תלויים שלו, שבעקבותיה החליט דירקטוריון הבנק לעשות שימוש במנגנון ה-clawback נגד מנכ"ל הבנק, ולגבות ממנו 28 מיליון דולר ששולמו לו כתגמול, כמו גם לשלול את זכאותו לגמול עתידי.²⁷² דירקטוריון הבנק השתמש במנגנון זה גם כלפי נושאי משרה נוספים, שהשיבו לבנק סכום כולל של 47.5 מיליון דולר.

לצד בנק Wells Fargo איתרנו חברות ציבוריות רבות נוספות שקבעו סעיף clawback רחב, מעבר לנדרש בחקיקה, ביניהן General Electric,²⁷³ Wellpoint,²⁷⁴ Goldman

Joshua Agen, *Compensation Clawbacks: Trends and Lessons Learned*, JD SUPRA (Oct. 21, 2020), www.jdsupra.com/legalnews/compensation-clawbacks-trends-and-47477

John C. Coffee, Jr., *Shareholder Activism in the Era of Trump: What Strategy Works?*, 270 CLS BLUE SKY BLOG (Nov. 21, 2016), clsbluesky.law.columbia.edu/2016/11/21/shareholder-activism-in-the-era-of-trump-what-strategy-works/; Wells Fargo & Co., *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, viii, 58, 86 (2020), www.sec.gov/Archives/edgar/data/72971/000119312520074921/d864220.ddef14a.htm#toc

Gretchen Morgenson, *Meet the Legislation Designed to Stifle Shareholders*, N.Y. TIMES 271 (Jun. 16, 2017), www.nytimes.com/2017/06/16/business/wells-fargo-clawback-fair-choice-act-shareholders.html

272 יצוין כי המנכ"ל כבר הסכים, לפני התפטרותו, שהבנק "יקנוס" אותו על הסכום של הגמול העתידי (41 מיליון דולר). Kevin LaCroix, *Thinking About the Wells Fargo Executive Compensation Clawbacks*, THE D&O DIARY (Apr. 11, 2017), www.dandodiary.com/2017/04/articles/executive-compensation/thinking-wells-fargo-executive-compensation-clawbacks/

273 Lilienfeld & Singh, לעיל ה"ש 267, בעמ' 33.

274 שם.

275, Sachs Group, Coca Cola²⁷⁶ ו־Anthem²⁷⁷. המנגנונים בחברות השונות נבדלים זה מזה מבחינת הנסיבות שצפויות להוביל להפעלתם, סוג התגמול שהם חלים עליו, אם הם חלים גם על תגמול שטרם ניתן, סוגי הנזקים שהם מכסים, היסוד הנפשי שנדרש לשם הפעלת המנגנון (מודעות, כוונה או שמא גם רשלנות מספיקה), אם המנגנון מגדיר שיקולים שעל הדיקטוריון להביא בחשבון בהחליטו אם להפעיל את הסעיף, ועוד. בחלק מהמקרים המנגנון כולל במפורש התייחסות למקרה שבו התנהגותו של נושא המשרה עלתה כדי הפרת חובותיו כלפי החברה.²⁷⁸

החלטת החברות לקבוע מנגנונים אלו מגיעה כאמור על רקע לחץ מצד גופים מוסדיים. חברות ייעוץ לגופים מוסדיים בארצות הברית מביעות במדיניות ההצבעה שלהן תמיכה בגרסה מורחבת של מנגנון ה־clawback, מעבר לנדרש בחוק. למשל, Glass Lewis ממליצה לקבוע מנגנון שיכלול התנהגות של נושאי משרה שגרמה נזק כלכלי או מוניטני, ומציינת כי מנגנונים מצומצמים שעומדים רק במינימום הנדרש בחקיקה עלולים לפגוע בהערכה של חברת הייעוץ בדבר מדיניות התגמול של החברה.²⁷⁹ גם משקיעים מוסדיים בולטים מביעים תמיכה דומה במנגנון. למשל, CalPERS, קרן

The Goldman Sachs Group, Inc., *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, 44 (2020), www.sec.gov/Archives/edgar/data/886982/000119312520080718/d813631ddef14a.htm. מדובר בסעיף רחב למדי, אשר כולל, בין היתר, כל הפרה מהותית של מדיניות החברה; פגיעה בשמה הטוב, במוניטין שלה או באינטרסים העסקיים שלה; וכן כל פעולה שנעשתה על ידי נושא המשרה ללא הערכה מספקת של הסיכונים לחברה ואשר ועדת התגמול קבעה כי יש לה השפעה שלילית על החברה.

The Coca Cola Company, *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, 66 (2020), www.sec.gov/Archives/edgar/data/21344/000120677420000704/ko3621041-def14a.htm.

Anthem, Inc., *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, 54 (2020), www.sec.gov/Archives/edgar/data/1156039/000120677420000962/antm3665831-def14a.htm.

Bank of America Corporation, *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, 55 (2020), www.sec.gov/Archives/edgar/data/70858/000119312520066901/d839807ddef14a.htm.

Holly J. Gregory, John P. Kelsh & Rebecca Grapsas, *ISS and Glass Lewis Policy Updates for the 2019 Proxy Season*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 18, 2018), corpgov.law.harvard.edu/2018/12/18/iss-and-glass-lewis-policy-updates-for-the-2019-proxy-season/; GLASS LEWIS, 2019 PROXY PAPER GUIDELINES: SHAREHOLDER INITIATIVES 16 (2019), www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/10/2019_GUIDE_LINES_ShareholderInitiatives.pdf. במסמך המדיניות שלה משנת 2020 המכוון לחברות בישראל, Glass Lewis מציינת כי על החברות הציבוריות בישראל לפעול לאימוצם של סעיפי clawback למען שיפור ההגנה על בעלי המניות. אולם היא אינה מפרטת איזה סוג של מנגנון ראוי שיאומץ בישראל. GLASS LEWIS, 2020 PROXY PAPER GUIDELINES: ISRAEL 21–22 (2020), www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2019/10/2020GUIDELINES_Israel.pdf.

הפנסיה הגדולה בארצות הברית, הזהירה כי מנגנון שאינו רחב דיו עלול להוביל להתנגדותה למדיניות התגמול באספה הכללית.²⁸⁰ ואילו BlackRock, הגוף המוסדי הגדול בארצות הברית, הציע שהמנגנון יחול על התנהגות של מנהלים בכירים אשר גרמה נזק כלכלי לבעלי המניות, יצרה סיכון מוניטני ממשתי לחברה או הובילה לפתיחת הליך פלילי נגד החברה.²⁸¹

לדעתנו, השימוש במנגנון זה רצוי גם בישראל, בפרט ככל שמדובר במנכ"לים או בנושאי משרה אחרים שיש להם תגמול משתנה בהיקף משמעותי.²⁸² למנגנון זה יש כמה יתרונות על שימוש בתביעות נגזרות.

ראשית, המנגנון מעצב מבנה תמריצים המותאם לאינטרס של בעלי המניות בהרתעת נושאי משרה: מצד אחד, הוא אינו חושף את נושאי המשרה לחבות אישית בגובה מלוא הנזק שנגרם לחברה, ובכך הוא מקטין את החשש מהרתעת יתר או מניהול מגנתי של נושאי המשרה;²⁸³ ומצד אחר, בניגוד להסדרי ביטוח האחריות, הוא אינו מחסן את נושאי המשרה מחבות, שכן נושא משרה שיפר את חובותיו יחויב בהשבת הרווח שהפיק לא כדין.

שנית, ניתן לעשות שימוש במנגנון ה-clawback **מראש**, באמצעות עיגונו במדיניות התגמול של החברה, ולא בדיעבד, באמצעות הליך משפטי. ההליך המשפטי מתמקד רק בהיבט אחד של התנהלות נושא המשרה. לעומת זאת, קביעת מנגנון ה-clawback מראש, כחלק מחבילת תגמול כוללת, מאפשרת רגישות רבה יותר להשפעה הרחבה של התנהלות נושא המשרה על שווי החברה ומחיר המניה. המנגנון מאפשר להסתכל באופן כולל על פעילותו של המנהל הספציפי, ולא רק על עסקה יחידה. קביעת המנגנון מראש כחלק ממדיניות התגמול גם מצמצמת את אי-הוודאות הכרוכה בהכרעה שיפוטית: נושאי המשרה יודעים מראש, עם העסקתם, באילו נסיבות יופעל הסעיף, ומה יהיה גובה החבות שלהם.

CALPERS, CALPERS PROXY VOTING GUIDELINES 5 (Apr. 2021), www.calpers.ca.gov/docs/proxy-voting-guidelines.pdf; CALPERS, CALPERS' EXECUTIVE COMPENSATION ANALYSIS FRAMEWORK 5 (Apr. 2021), www.calpers.ca.gov/docs/executive-compensation-analysis-framework.pdf.

BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP, PROXY VOTING GUIDELINES FOR U.S. SECURITIES 11 (2020), www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf; COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, CORPORATE GOVERNANCE POLICIES 16 (2020), www.cii.org/files/policies/09_22_20_corp_gov_policies.pdf; NUVEEN, TIAA POLICY STATEMENT ON RESPONSIBLE INVESTING 19 (7th ed. 2021).

²⁸² במקרה של דירקטורים חיצוניים, לעומת זאת, השימוש במנגנון מתאים פחות, לנוכח המגבלות המוטלות על שכרם, שבעטיין הוא ממילא נמוך ואינו מבוסס כמעט על ביצועים. ראו ס' 244 לחוק החברות.

²⁸³ Armour, Gordon & Min, לעיל ה"ש 9.

שלישית, שימוש במנגנון חלף הליך משפטי מצמצם את העלויות לחברה הכרוכות באכיפת חובותיהם של נושאי המשרה באמצעות תביעה נגזרת. המנגנון אומנם אינו מונע הגשת תביעה נגזרת, אולם במקרה כזה בתי המשפט יכולים להביא בחשבון את הסנקציה שהוטלה על ידי החברה (באמצעות הפעלת ה-clawback) כשיקול רלוונטי במסגרת הבחינה אם ניהול התביעה הנגזרת הוא לטובת החברה. אם החברה הטילה סנקציה לאחר בחינת הנסיבות העובדתיות, ייתכן שההליך המשפטי – על כלל חסרונותיו, כפי שהוצגו לעיל – מתייתר.

לבסוף, המנגנון אינו מחייב שינוי חקיקה. החקיקה בישראל דורשת הצבעה של האספה הכללית על מדיניות התגמול של החברה. משקיעים מוסדיים יכולים לנצל את השפעתם, כמו בארצות הברית, כדי להניע חברות לאמץ הסדרים אלו. מאפייניו הספציפיים של כל הסדר יכולים להיקבע בהתאמה לנסיבות הייחודיות בענף ובחברה הספציפית.

חשש מרכזי ששימוש במנגנון ה-clawback מעורר הוא שהפעלת הסעיף נתונה לשיקול הדעת של הדירקטוריון (או ועדת התגמול), אשר יימנע מלעשות כן גם כאשר הנסיבות מצדיקות זאת. מסיבה זו הביעה Glass Lewis התנגדות להותרת שיקול דעת רחב מדי לדירקטוריון החברה, מחשש שהוא עלול לסכן את האפקטיביות של המנגנון.²⁸⁴ אנו שותפים לעמדה זו. נוסף על כך, לעובדה שהמנגנון עשוי לייתר את ההליך המשפטי עלולים להיות גם חסרונות. כך, בהליך משפטי נחשף מידע לשוק בנוגע להתנהלותם של נושאי המשרה. אולם מנגנון זה רלוונטי במיוחד בתיקי מחדל בפיקוח, כאשר כבר קיימת הכרעה שיפוטית לגבי חבות החברה. במקרים אלה כבר נחשף מידע לשוק, ולדעתנו, תרומתו השולית של ההליך המשפטי בהקשר זה היא זניחה על פי רוב. ההליך המשפטי יכול גם להסתיים בתקדים בעל ערך להכוונת התנהגות עתידית. אולם, כפי שהראינו במחקר האמפירי, גם המצב הקיים כיום אינו מייצר לרוב תקדימים כאלה.²⁸⁵

לסיכום, ראוי שהמנגנון יאומץ בהסדרי התגמול של נושאי המשרה, וזאת גם ללא חקיקה. לדעתנו, הדרך האפקטיבית ביותר להשיג זאת היא באמצעות יוזמה של הגופים המוסדיים בישראל.²⁸⁶ פסיקה של clawback בדיעבד, כתנאים שאינם קבועים מראש,

ISS and Glass Lewis Update Their Proxy Voting Guidelines for the 2019 Proxy Season, 284 ROPES & GRAY (Nov. 30, 2018), www.ropesgray.com/en/newsroom/alerts/2018/11/ISS-and-Glass-Lewis-Update-Their-Proxy-Voting-Guidelines-for-the-2019-Proxy-Season

285 ראו לעיל תת-פרק ג3.

286 גם בית המשפט יכול להשתמש בכלי זה במקרים של הפרת חובת אמונים, מאחר שבמקרים אלה יש לו שיקול דעת רחב ביחס לסעדים (בהפרת חובת זהירות, לעומת זאת, הסעד נקבע בגובה הנזק, וחלים לרוב הסדרי ביטוח). ראו עניין **לנואל**, לעיל ה"ש 78, שם נעשה שימוש במנגנון clawback, בעקבות המלצה של ועדה בלתי תלויה, במסגרת הסדר פשרה שאושר על ידי בית המשפט. המודל המוצע בפרק זה מאפשר להסתפק רק בסכומי ה-clawback, מבלי לחייב את הנחבעים בסכומים גבוהים נוספים שיכוסו על ידי חברות הביטוח. בעניין **לנואל**, נוסף על ה-clawback, נפסק פיצוי של יותר מ-90 מיליון דולר, שכוסה על ידי חברות הביטוח.

מייצרת חוסר ודאות. במקביל, ועל מנת לשמר את היתרונות של המנגנון, על בתי המשפט לתת תוקף להסדרי פטור הקבועים בתקנונים של חברות.²⁸⁷

(ב) הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים

מודל נוסף לשיפור מנגנון האכיפה של חובות נושאי משרה הוא באמצעות מתן מעמד לאספה הכללית בשאלה אם ליזום הליכי תביעה נגזרת.²⁸⁸ הרציונל בבסיס פתרון זה הוא

287 ניתן לטעון כי אפשר להגיע לתוצאה דומה לזו המתקבלת משימוש ב-clawback, כמו גם לזו המתקבלת ממשטר של אחריות חלקית, באמצעות חיוב אסדרתי של רכיב השתתפות עצמית חובה בחוזי הביטוח של נושאי משרה. השתתפות עצמית היא כלי ביטוחי נפוץ להתמודדות עם בעיית הסיכון המוסרי שנוצר עקב קיומו של ביטוח. הקושי המרכזי בפתרון זה נעוץ בכך שהוא אינו מקובל בשום מדינה בעולם, ולא ברור מדוע יש ליישם אותו דווקא בישראל. נוסף על כך, בניגוד ל-Clawback, פתרון כזה מצריך עדיין ניהול ליטיגציה יקרה בתביעות של סכומי עתק והפעלה של הביטוח, והוא כרוך בחוסר הוודאות המאפיין את ההליך המשפטי, כפי שתואר לעיל, אשר מונע יצירת תמריצים יעילים מראש לנושאי המשרה. נוסף על כך, לא איתרנו שום שוק הון שבו חברות כוללות רכיב של השתתפות עצמית במסגרת הסדרי הביטוח. העובדה שהסדרים המאושרים בחברות ציבוריות בישראל, כמו גם בארצות הברית, אינם כוללים רכיב של השתתפות עצמית מלמדת כי בעלי המניות אינם מעוניינים ליצור הרתעה באמצעות שימוש באמצעי זה. מכוח קל וחומר אפשר להסיק בוודאות שהם לא יהיו מעוניינים בהשתתפות עצמית ששיעורה ייקבע מראש על ידי המאסדר. ההפך הוא הנכון – המגמה של עיגון פטור מאחריות בגין הפרת חובת זהירות בתקנוניהן של חברות ציבוריות מלמדת כי בעלי המניות סבורים שהזירה המשפטית אינה הזירה העדיפה להתמודדות עם כשלים ניהוליים. להרחבה ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 4.

288 מודל זה אומץ על ידי כמה מדינות ברחבי העולם. ראו Caio de Oliveira & Martin Gelter, *Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 29, 2020), corpgov.law.harvard.edu/2020/12/29/private-enforcement-of-shareholder-rights-a-comparison-of-selected-jurisdictions-and-policy-alternatives-for-brazil/, הסוקרים את הממצאים בדוח OECD העוסק באכיפה פרטית של זכויות בעלי מניות: OECD, PRIVATE ENFORCEMENT OF SHAREHOLDER RIGHTS: A COMPARISON OF SELECTED JURISDICTIONS AND POLICY ALTERNATIVES FOR BRAZIL (2020), www.oecd.org/corporate/ca/shareholder-rights-brazil.pdf. כך, למשל, בברזיל ובספרד חובה על בעלי המניות להביא את הבקשה לאישור התביעה הנגזרת לאספה הכללית לפני הגשתה (בספרד מוחרגות מכך תביעות בגין הפרת חובת אמון על ידי נושא המשרה). החקיקה בגרמניה ובאיטליה מאפשרת לאספה הכללית להחליט על הגשת תביעה נגד נושאי המשרה, ובגרמניה האספה מורשית אף למנות נציג מטעמה שינהל את התביעה. בכל המדינות הללו האישור חייב להתקבל על ידי רוב בעלי המניות (נטולי העניין האישי) אשר נוכחים או מיוצגים באספה המתקיימת. בברזיל ובספרד החלטתה של החברה לתבוע דירקטור גוררת באופן אוטומטי את פטוריו, וכך נפתר ניגוד העניינים המובנה של הדירקטוריון בניהול התביעה. באיטליה, אם הדירקטורים הנתבעים מועסקים עדיין על ידי החברה, בתי המשפט מחויבים למנות נציג מיוחד שינהל את התביעה בשם החברה. ראו OECD, 'Directors' Liability Discharge Proposals: The Implications for Shareholders' 21 (2008),

שבעידן שבו בעלי מניות הם משקיעים מוסדיים אקטיביים ומתוחכמים ניתן להעביר יותר ויותר החלטות שיש להן השלכות משמעותיות על החברה לשיקול דעתם באמצעות הצבעה באספה הכללית. ניתן לחשוב על מודל הדורש אישור אקטיבי של בעלי המניות לעצם ניהול התביעה, ואולי אף לפשרות מהותיות (להבדיל מהאפשרות הקיימת כיום להתנגד לפשרה), או על מודל של מעורבות פסיבית, שבו החברה תוכל, באישור האספה, לקבוע שעניין מסוים לא ינוהל בבית משפט.²⁸⁹ לחלופין, ניתן לעצב מנגנון שבו האספה הכללית מוסמכת לקבוע את האופן שבו על מוסדות החברה להתמודד עם כשלים ניהוליים חמורים, כגון מינוי ועדות בדיקה שיקבעו כיצד על החברה לפעול.²⁹⁰ על פני הדברים, פתרונות אלו מחייבים התאמות חקיקתיות, שכן תחת הדין הקיים תפקידם של בעלי המניות בהליך התביעה הנגזרת כולל רק אפשרות להגיש התנגדות לפשרה.²⁹¹

ניתן לחשוב על עידוד מעורבות של בעלי מניות מוסדיים בסיון תביעות נגזרות גם בדרכים נוספות, אשר אינן רובניות בהכרח אך מעניקות משקל גבוה יותר להליכים שיוזמים משקיעים מוסדיים שיש להם אינטרס הוני משמעותי בחברה וראייה כלל-משקית ארוכת טווח. כך, למשל, ניתן להעניק קדימות לבעלי מניות גדולים בהגשת תביעות נגזרות, ככל שמדובר בתיקי נגזרות שמתקיימת בהם תחרות בין כמה תובעים שונים ובית המשפט נדרש לקבוע מי מהם יוכל לנהל את התביעה הנגזרת.²⁹²

www.cerhahempel.com/fileadmin/docs/publications/Birkner/Directors_Liabilities_June_2008.pdf

289 תנ"ג (כלכלית ת"א) 52117-02-12 **בש נ' רסולי** (פורסם בנבו, 28.1.2013) עסק בשאלה מהו מנגנון האישור שחל על אישור הסכם פשרה בתביעה נגזרת שעניינה עסקת בעלי עניין. נקבע כי אישור בית המשפט להסכם פשרה בתביעה נגזרת מחליף את הצורך באישור לפי הפרק החמישי לחוק החברות. רשות ניירות ערך הביעה בהליך עמדה שמתנגדת להטלת חובת אישור של הסדר הפשרה באספה הכללית, וטענה כי הדבר עלול לגרום לכך שבעלי מניות המיעוט לא יקבלו במסגרת ההצבעה את ההחלטה הטובה ביותר עבור החברה, מאחר שהם אינם נושאים בעלויות מימון התביעה הנגזרת ולכן עלולים להעדיף החלטה עתירת סיכון. השופט רונן קבע כי יש להביא שיקול זה בחשבון במסגרת מענה על השאלה הפרשנית, שכן יכולים להיות מקרים שבהם בעלי המניות יעדיפו ליטול סיכון ולא להתפשר, הגם שמדובר בהסכם פשרה הוגן. שם, פס' 31 ו-50-55 להחלטה.

290 מנגנון זה יהווה תחליף למתכונת הקיימת של ועדות בלתי תלויות, שבמסגרתה דירקטוריון החברה ממנה מומחים חיצוניים. לביקורת על הוועדות הבלתי-תלויות ראו, למשל, עמיר ליכט "ועל כל ועדה תקצוף? – עוד על הדיפת תביעה נגזרת באמצעות ועדה עצמאית" **נקודה בסוף משפט** 8.5.2018. amirlicht.wordpress.com/2018/05/08/115/

291 ס' 202(ב) לחוק החברות. ניתן לחשוב על מודל שאינו מצריך חקיקה: בשלב הבקשה לאישור תביעה נגזרת או לגילוי מסמכים ניתן לאמץ מנגנון דומה לזה שאומץ על ידי בית המשפט בדלוור בעניין *MFV* (Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014)), תוך שימוש במקבילית כוחות בין הצבעת בעלי המניות לביקורת השיפוטית. למשל, אם רוב מקרב בעלי המניות יאשרו את הגשת התביעה, יבחן בית המשפט את הבקשה באופן מחמיר פחות, ולהפך.

292 השראה לפתרון זה ניתן למצוא במנגנון הקיים בארצות הברית ביחס לתובענות ייצוגיות בדיני ניירות ערך, המכונה PSLRA. בעבר מי שהיה ממונה על ידי בית המשפט לתובע המייצג שיוכיל את

3. משטרים חלופיים

לבסוף, נרצה להתייחס בקצרה למערך נוסף של פתרונות חלופיים לתביעה הנגזרת במתכונתה הקיימת. פתרונות אלו כוללים מנגנונים של אחריות חלקית, הגברת השימוש בסנקציות שאינן כספיות, ושימוש באכיפה ציבורית בתחום התאגידי. פתרונות אלו מחייבים לרוב שינוי מהותי במשטר הקיים, והם מעוררים שאלות מורכבות בנוגע ליישומם. לכן, להערכתנו, הסיכוי שהם יאומצו בישראל אינו גבוה. אף על פי כן, אנו רואים לנכון להציגם בקצרה בפרק זה למען שלמות התמונה.

(א) אחריות חלקית וסנקציות לא ממוניות

פרק א הסביר כי הקושי הבסיסי באכיפה אזרחית של חובות זהירות הוא הפער בין גובה הנזק שנגרם לחברה לבין גובה הסנקציה הנדרשת לשם יצירת הרתעה.²⁹³ לפיכך, מבחינה עיונית, פתרון אפשרי לקושי זה הוא קביעת משטר של **אחריות חלקית** על נושאי משרה.²⁹⁴ משטר זה ייצור הפרדה (decoupling) בין הפיצוי שנושא המשרה ישלם לחברה לבין הנזק שהוא גרם לחברה (ובעקיפין לבעלי המניות). כך יישמר האפקט ההרתעתי אך העלויות הכרוכות בייצור ההרתעה יפחתו באופן משמעותי. יש מדינות (למשל, מדינת וירג'יניה בארצות הברית או יפן) שקבעו בחקיקה תקרה קשיחה לסכום החבות שניתן לפסוק נגד דירקטורים ו/או נושאי משרה בגין הפרת חובות זהירות.²⁹⁵ מגבלות אלו, יש להדגיש, אינן חלות כאשר מדובר בהתנהגות פסולה מכוונת או בהפרה מודעת של החוק הפלילי או של דיני ניירות ערך.²⁹⁶ משטר ה-clawback, שבו דנו בסעיף

התביעה נגד החברה היה התובע הראשון שהגיש את התובענה. ה-PSLRA הוביל לסטייה מכלל הראשוניות. בתי המשפט יישמו את הכלל באמצעות מתן העדפה לתובע עם האינטרס הכלכלי הגדול ביותר בתובענה, שהוא בדרך כלל משקיע מוסדי, מה שהוביל לעלייה ניכרת במספר התובענות הייצוגיות המנוהלות על ידי המוסדיים. ראו David H. Webber, *The Plight of the Individual Investor in Securities Class Actions*, 106 Nw. U. L. REV. 157, 164–171 (2012).

²⁹³ ראו לעיל חלק א2(ד).

²⁹⁴ צעד מתקדם יותר יהיה התאמת הסעד ליכולות הכלכליות של הנתבע ("פרסונליזציה"). ראו ליאור סטרכילביץ' ואריאל פורת "פרסונליזציה של כללי בררת-מחדל וחובות גילוי באמצעות נתוני-עֶתֶק (Big Data)" **עיוני משפט** מב 343 (2020); Omri Ben-Shahar & Ariel Porat, *Personalizing Negligence Law*, 91 N.Y.U. L. REV. 627 (2016).

²⁹⁵ חוק החברות בוויג'יניה מגביל (ל-100,000 דולר) את החבות שניתן להטיל על דירקטורים ונושאי משרה כתוצאה מאירוע אחד (לעיל ה"ש 43). ביפן חוק החברות קובע כי בתנאים מסוימים חברות יכולות לקבוע תקרה לחבותם של נושאי משרה, שמבוססת על מכפלה של סכום התגמול השנתי (הכולל שכר בסיס, בונוס וסכום הפרשה לפנסיה), בהתאם למעמדו של נושא המשרה, תוך הבחנה בין דירקטורים רגילים לדירקטורים חיצוניים. Stephen D. Bohrer, Yuko Inoue & Hiroko Jimbo, *Legal Developments for Directors and Officers in Japan*, in EXECUTIVE RISKS—A BOARDROOM GUIDE 2010/2011, 103 (2011), www.nishimura.com/sites/default/files/tractate_pdf/en/201007_legal_developments.pdf.

²⁹⁶ ביפן מגבלת האחריות אינה חלה אף על פזיזות. שם.

הקודם, ואשר במסגרתו נושאי משרה נדרשים להשיב לחברה חלק מהתגמול שקיבלו, ולא את גובה הנזק שגרמו לחברה, מהווה אף הוא משטר המבוסס על אחריות חלקית (אם כי השימוש ב-clawback רלוונטי בעיקר למנכ"לים או לנושאי משרה אחרים שיש להם תגמול משתנה בהיקף משמעותי).

בדין המשווה יש גם תקדימים למשטר אחריות חלקית המופעל בדיעבד על ידי בית המשפט.²⁹⁷ בהתאם למשטר זה, בית המשפט רשאי לסטות במקרים המתאימים מכלל האחריות המלאה, ולהשית על הנתבעים אחריות חלקית שתתאים את גובה הסעד לנתבע הספציפי ולנסיבות ההפרה. עם זאת, שימוש במשטר של אחריות חלקית המופעל בדיעבד על ידי בית המשפט מעורר שאלות באשר לנסיבות שבהן תידרש האחריות החלקית, כיצד יופעל המנגנון, באילו פרמטרים ייעשה שימוש כדי להפחית את האחריות, ומה תהיה תדירות השימוש במנגנון זה. אלה שאלות מורכבות, ואנו נבקש להשאירן לדיון עתידי. בשלב זה נציין רק שהמנגנון עשוי להיות מתאים במיוחד לתביעות מחדל בפקוח, שבהן סכומי הנזק משמעותיים, או למצבים שבהם קיימים חששות לניגוד עניינים עקיף או רך בלבד של נושאי משרה החושף אותם לסכומי נזק

297 ראו ס' 1157 לחוק החברות האנגלי. הסעיף מסמך את בית המשפט לקבוע חבות חלקית, ואף לפטור את נושא המשרה מחבות בגין הפרת חובותיו לחברה. זאת, במקרה שבו הוא נהג בכנות ובאופן הגיוני ("acted honestly and reasonably"), ובהתחשב בנסיבות המקרה הספציפי. לכאורה נדמה שסטנדרט הסבירות וההגיון (reasonableness) שבסעיף עומד במתח עם חובת הזהירות של נושאי המשרה (המושגת גם היא על reasonable), אשר נקבע כאמור כי הופרה. ברם, בפסק הדין בעניין *Re D'Jan of London Ltd* [1993] B.C.C. 646 (Eng.) הובהר כי קביעת חבות ברשלנות לפי סטנדרט הבחינה של חובת הזהירות אינה שוללת את האפשרות שנושא המשרה עמד בסטנדרט הנדרש לצורך קבלת הפטור בדיעבד. כך, באותו עניין ניתן פטור לדירקטור שהפר את חובת הזהירות שלו כאשר חתם על טופס ביטוח מבלי לקרוא אותו, ואשר חויב (לפני הפטור) בתשלום פיצויים לחברה בגובה הנזק שנגרם לה כתוצאה מסחורה שנהרסה, אשר לא כוסה על ידי הביטוח בגלל רשלנותו. באשר לנסיבות הרלוונטיות ציינה הפסיקה האנגלית כי ניתן לשקול שיקולים כגון מידת הנזק שגרמה ההפרה לחברה; אם לדירקטור צמחה טובת הנאה מההפרה; אם העסקאות שההפרה נוגעת בהן אושרו על ידי בעלי המניות; מידת האשם של הדירקטור; ובעיקר אם קביעת חבות אישית תהא לא פרופורציונלית למידת ההפרה. ראו, למשל, את הפסיקה הבאה, המתייחסת לסעיף כפי שהוא מופיע בחוק החברות האנגלי משנת 2000: *Madoff Securities International Ltd* (In Liquidation) v. *Raven* [2013] EWHC (Comm) 3147, paras. 334–336 (Eng.). לעומת זאת, אם נושא המשרה זכה בטובת הנאה מההחלטה העסקית, הנטייה תהיה לא לפטור אותו מחבותו, אף אם הוא פעל בכנות ובאופן הגיוני. *Liquidator of Marini Ltd v. Dickenson* [2003] EWHC (Ch) 334, paras. 172, 193 (Eng.). במקרה שבו הפרו הדירקטורים את חובות האמון והזהירות שלהם ביחס לאישור עסקה, נקבע כי אם הדירקטורים ידעו שקיים בקרב בעלי המניות חשש מהעסקה, יוחל סטנדרט מחמיר יותר לשם קבלת הפטור. *Stubbins Marketing Ltd v. Stubbins Food Partnerships Ltd* (In Administration) [2020] EWHC (Ch) 1266, paras. 435–442 (Eng.). פסקי הדין הללו ממחישים את הנכונות לתת משקל משמעותי לנסיבות ההפרה, ומתחברים למאמץ ליצור סטנדרט המותאם באופן ספציפי לנושאי המשרה הנתבעים.

משמעותיים (למשל, כאשר עילת התביעה מצויה בגבול שבין חובת זהירות לחובת אמן).

דרך אחרת ליצירת הרתעה שאינה כרוכה בעלויות גבוהות היא באמצעות סנקציות לא ממוניות, כגון פסילת נושא משרה מכהונה כדירקטור למשך שנים מספר או לצמיתות. אמצעי זה מאפשר יצירת הרתעה אפקטיבית לא על דרך השתת פיצוי ממוני שיחייב הפעלת ביטוח, על כל העלויות הכרוכות בכך. בהתבסס על ההנחה שבעלי מניות מבוזרים מעדיפים הרתעה על פיצוי, סיום כהונה של דירקטור ופסילתו מכהונה עתידית בדירקטוריונים למשך זמן מסוים יכולים להוות סנקציה משמעותית שתגשים את יעד ההרתעה.

שימוש במנגנון של אחריות חלקית או בסנקציות לא ממוניות מעורר חשש שהתמריץ של התובע הנגזר ובא כוחו להגיש תביעות נגזרות יפחת באופן משמעותי, מאחר שהגמול ושכר הטרחה נגזרים כיום מהסכום הסופי שנפסק לחברה. ניתן להתמודד עם חשש זה באמצעות פיצול בין הגמול ושכר הטרחה לבין הסעד, כפי שהצענו לעיל,²⁹⁸ או באמצעות מעבר לאכיפה ציבורית. באפשרות האחרונה נפנה לדון כעת.

(ב) ארגון מחדש: מאכיפה פרטית לאכיפה ציבורית

לבסוף, ניתן לשקול חשיבה מחודשת על השימוש באכיפה פרטית לעומת אכיפה ציבורית בתחום התאגידי.²⁹⁹ במישור העיוני, לאכיפה ציבורית יש פוטנציאל לקדם את הגשמת יעדיו של מנגנון התביעה הנגזרת ולשרת את טובת המשקיעים. בתחום ניירות ערך, למשל, קיימת אכיפה ציבורית של הפרת חובות דיווח.

לאכיפה ציבורית עשויים להיות כמה יתרונות. בין היתר, מכיוון שתובעים מדינתיים אינם מונעים מתמריצים כלכליים, יש להניח כי הם יימנעו מהגשת תביעות שכל מטרתן היא להשיג פשרות מהירות, ויערכו סינון יעיל יותר של תביעות הראויות להגשה. תובעים מדינתיים אף יהיו מוכנים להגיש תביעות שאינן יעילות מבחינה כלכלית לתובע פרטי. עמדה זו באשר לאפקטיביות של מנגנון האכיפה הציבורית, בהשוואה לאכיפה פרטית, אף נתמכת במחקרים אמפיריים מהשנים האחרונות.³⁰⁰

באילו סוגי תביעות ראוי לשקול החלפת מנגנוני אכיפה פרטית באכיפה ציבורית? אנו סבורים כי הדגש צריך להיות בתביעות שנוגעות בהפרות חוק של התאגיד. במקרים מסוג זה, קו הגבול בין תביעות הנוגעות בהפרת דיני ניירות ערך או חובת גילוי לבין תביעות בתחום דיני התאגידים הוא דק מאוד, והאינטרסים הציבוריים המעורבים בעניין (למשל, הגנה על ציבור המשקיעים) ממילא מובילים לאכיפה הציבורית. התביעה אף

²⁹⁸ ראו לעיל תת-פרק ד(ג).

²⁹⁹ ראו הדס אהרונ'י-ברק "אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט" **משפטים** מג 831 (2013) (הצעה לאכיפה מקבילה, פרטית וציבורית, לגבי עסקאות עם בעל שליטה).

³⁰⁰ Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 J. FIN. ECON. 207, 209–210, 217–219, 234–235, 237–238 (2009).

חשופה לחלק מהמידע במסגרת ניהול ההליך הפלילי, והחשש מתביעות אסטרטגיות שמיועדות בעיקר "לחלץ" פשרות קטן. על פני הדברים, אכיפה ציבורית מתאימה פחות לתביעות בגין הפרה אקטיבית של חובת זהירות, אבל בתביעות מסוג זה ממילא ראוי לצמצם מאוד את ההתערבות השיפוטית בדיעבד.

ניתן לחשוב על פתרונות ביניים שהם בתווכ בין אכיפה ציבורית לאכיפה פרטית. כך, ניתן לעשות שימוש ב**טריבונלים מקצועיים**, בדומה לאכיפה המנהלית בתחום דיני ניירות ערך. פתרון זה אינו מחייב שימוש במערך אכיפה ציבורית מקיף. ניתן גם להעניק משקל גבוה יותר למעורבותו של היועץ המשפטי לממשלה בהליך התביעה הנגזרת ולעמדות המובעות על ידי נציגיו. מכל מקום, המודל של ארגון מחדש מעלה שאלות מעניינות ומורכבות, שאת פיתוחן נבקש להשאיר למחקר המשך.

סיכום

בעשור האחרון, מאז הוקמה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, חלה עלייה דרמטית בשיעור התביעות הנגזרות המוגשות בישראל. במאמר זה ביקשנו לבחון אם השימוש הגובר במנגנון התביעה הנגזרת אכן משרת את טובת המשקיעים. לשם כך הצגנו במאמר זה בחינה אמפירית של כלל התביעות הנגזרות שהוגשו בשם חברות ציבוריות בישראל בעשור האחרון. בחינה זו מאירה מציאות מורכבת. תביעות שעניינן ניגודי עניינים של נושאי משרה או בעלי שליטה מסתיימות פעמים רבות בתשלום מכיסם של הנתבעים, ובכך מקדמות הרתעה אפקטיבית ומספקות פיצוי ממשי למשקיעים. הירידה בשיעורן עשויה להעיד על הפנמת נורמות ההתנהגות שהתוותה המחלקה הכלכלית, אך עשויה גם להצביע על כך שתביעות שעניינן הפרת חובת זהירות "משתלמות" יותר לתובעים הנגזרים. לעומת זאת, שיעור התביעות המוגשות בגין הפרת חובת זהירות, כמו גם שיעור הבקשות לגילוי מסמכים בעילה זו, נמצאים בעלייה. תביעות אלו מסתיימות לרוב בפשרה בשלב מוקדם, והפיצוי שנקבע באותן פשרות ממומן באופן בלעדי על ידי מבטחי האחריות. נוסף על כך, החלטות בית המשפט בדבר אישור הפשרה נעדרות קביעות שיפוטיות שמפתחות את הדין או קביעות עובדתיות באשר להתנהגות הנתבעים שבכוחן לייצר הרתעה מוניטינית. במקרים אלו מתעורר ביתר שאת החשש שמנגנון התביעה הנגזרת אינו משרת את האינטרסים של המשקיעים. ריבוי הפשרות נובע מכך שלצדדים המעורבים בהגשת התביעה ובניהולה יש תמריץ מובנה להגיע לפשרות מוקדם ככל האפשר, על חשבון הביטוח, וללא תרומה להרתעתם של נושאי המשרה. דינמיקה זו עלולה לגרום עלייה בפרמיות הביטוח על חשבון בעלי המניות, צמצום של הכיסוי הביטוחי, ואף סירוב לבטח נושאי משרה. בעת האחרונה נשמעות קריאות בדבר משבר ביטוחי בישראל, וחברות מבטחות מאיימות לצאת מהשוק. מציאות זו מעצימה את החשיבות בגיבוש פתרונות למצב הקיים.

בפתח העשור השני לפעילותה של המחלקה הכלכלית הצענו רפורמות אחדות

במטרה לחזק את תרומתו של מנגנון התביעה הנגזרת להגנת המשקיעים, תוך התמקדות בתביעות שעניינן הפרת חובת זהירות. בחשיבה המחודשת על מנגנון התביעה הנגזרת שאפנו למצות את יתרונותיה של המחלקה הכלכלית כערכאה שיפוטית מתמחה. הצענו לבתי המשפט לפתח כלים לסינון מוקדם של תביעות שעניינן הפרת חובת זהירות, להגביר את בהירות הנורמות שנושאי משרה נדרשים לעמוד בהן, ולבחון בעין ביקורתית את הסדרי הפשרה לפני אישורם. כל אלה גם יחזקו את יכולתן של חברות הביטוח לסנן פשרות שמובאות לאישורן. נוסף על כך הצענו לעצב מחדש את מבנה שכר הטרחה של בא כוח התובע, כך שיהלום את התועלת הממשית שהתביעה מייצרת למשקיעים. לבסוף, הצענו להגביר את מעורבותם של הגופים המוסדיים – שמצויים במגמת התחזקות בשוק ההון הישראלי – באכיפת דיני התאגידים. זאת, בעיקר באמצעות אימוץ מנגנוני clawback בהסדרי התגמול של נושאי המשרה, אשר מחייבים את נושאי המשרה להשיב חלק מהתגמול שהם הפיקו בתקופה שבה הפרו את חובותיהם. אנו מקווים כי הצעות אלו יהוו תחילתו של דיון ער בפתרונות האפשריים לבעיות העולות ממנגנון התביעה הנגזרת במתכונתו הקיימת.

Derivative Lawsuits in Israel

Assaf Hamdani, Kobi Kastiel, Maayan Weisman

The use of the derivative suits in Israel has increased in the past decade. Does this development serve the interests of public investors? We examine this question through an empirical study encompassing all the derivative suits filed on behalf of public companies in Israel over the past decade. We find that the majority of the suits that raise a conflict-of-interest claim result in out-of-pocket compensation paid by the defendants, thus fulfilling the main purposes of the derivative lawsuit—compensation and deterrence. By contrast, the majority of the suits that raise a duty of care or "failure of oversight" claim usually result in a settlement approved by the court at an early stage of the legal proceeding, in which the insurer, almost exclusively, pays the settlement amount. In most cases, the settlements are approved without the court making any meaningful factual or legal determinations related to the defendants' conduct that would have the power to produce deterrence. We explain how the incentives of the involved parties lead to the equilibrium described. This situation may give rise to an increase in insurance premiums and a reduction in insurance coverage, neither of which benefit public investors.

Contrary to the prevailing view, we argue that public investors who hold diversified portfolios do not benefit from compensation paid exclusively by the insurer and that is not accompanied with any judicial determinations about the defendants' conduct. Finally, we propose several policy reforms that aim to strengthen derivative lawsuits' ability to protect public investors. These reforms are especially vital given two significant trends in the last decade: the transition of public companies from concentrated to dispersed ownership and the rising power of institutional investors.



Derivative Lawsuits in Israel

Assaf Hamdani, Kobi Kastiel, Maayan Weisman

Volume 24(2), 2021