



רשות ניירות ערך

נובמבר 2020

קווים מנחים לפעילות רשות ניירות ערך

בתחום האכיפה הפרטית

בשנת 2019 פרסמה הרשות מסמך המסביר ומתאר את מדיניות האכיפה שלה.¹ מסמך זה מרחיב ביחס לפעילות האכיפה הפרטית של הרשות, שהינה בעלת מאפייניה הייחודיים.

לצד האכיפה הפלילית והמנהלית אותן יוזמת, חוקרת ומבצעת הרשות, מתקיימת בתחום דיני החברות וניירות הערך גם אכיפה פרטית, וזאת בעיקר באמצעות הגשת תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות (להלן גם: "בקשות אישור" או "תובענות קבוצתיות"). האכיפה הפרטית עשויה להתקיים במקביל או בנפרד מפעולות האכיפה של הרשות, והיא מופקדת בידי השוק ומתבצעת על ידו. יחד עם זאת, לאור החשיבות הגלומה לדעת הרשות באכיפה פרטית היא מעורבת גם בתחום זה, בעיקר בדרכים הבאות: סיוע במימון תובענות קבוצתיות; מעורבות בהסדרי פשרה בתובענות קבוצתיות; והתייצבות והבעת עמדות מקצועיות בהליכים משפטיים.

הרשות עושה שימוש בסמכויותיה לצורך קידום אכיפה פרטית אפקטיבית. הרשות רואה ערך רב בהליכי האכיפה הפרטיים ובעידודם ממספר טעמים: האכיפה הפרטית היא המסלול היחיד לפיצוי המשקיעים בגין נזקים שנגרמו להם בשל הפרת הדין. האפשרות שיידרש פיצוי או סעד אחר הופכת את האכיפה לכלי מרתיע מפני ביצוע הפרות. האכיפה הפרטית תורמת לפיתוח הדין ולגיוון אמצעי האכיפה הקיימים בשוק, ומהווה אכיפה שיוויונית ומשלימה בנוגע להפרות שאינן "מטופלות" על ידי הרשות, הן מפאת מגבלת משאבים הן מפאת מגבלת סמכויות.

לצד זאת, גלומים באכיפה הפרטית גם אתגרים וסיכונים. אכיפה פרטית לא איכותית וריבוי תביעות סרק עלולים לגרום לחברות לעבור להתנהלות מתגוננת. בנוסף, תביעות לא ממוצות, או שמסתיימות בהסדרי פשרה לא אופטימאליים, אינן מביאות לפיצוי הולם לנפגעים, אינן מייסדות הלכה ברורה לציבור ואינן משרתות את מטרת ההרתעה.

הרשות פועלת בתחום האכיפה הפרטית מתוך הכרה ביתרונות הגלומים בה, לצד הניסיון להתמודד עם אתגרים והבעיות הפוטנציאליות של התחום. על כן שואפת הרשות לגלות מעורבות באופן שיעודד הגשתן של התביעות הראויות ויוביל למיצוי מיטבי שלהן לטובת ציבור המשקיעים. האינטרס הציבורי אשר הרשות רואה לנגד עיניה בהפעלת סמכויותיה בתחום זה הנו הן של ציבור המשקיעים הספציפי לאותה תובענה, והן של הוגנות והתנהלות תקינה של שוק ההון באופן כללי.

¹ מדיניות האכיפה של רשות ניירות ערך

סמכות המימון

סמכויות הרשות למימון תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות מנויות בסעיף 55ג לחוק ניירות ערך וסעיף 205א לחוק החברות, בהתאמה. שני הסעיפים דומים במהותם וקובעים כי הרשות רשאית לסייע במימון תובענה בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך או ליחידה או בקשר לניהול זירת סוחר או בתביעה נגזרת, בסכום ובתנאים שתקבע, אם שוכנעה כי יש בתובענה עניין לציבור וכי יש סיכוי סביר שבית המשפט יאשר אותה כתובענה ייצוגית או נגזרת.

סמכות המימון נועדה להקל על הנטל הכלכלי הכבד הכרוך בניהול הליכים קבוצתיים ולאזן במעט את הא-סימטריה בין התובעים לנתבעים המאפיינת הליכים אלה בכלל, ובתחום דיני החברות וניירות הערך בפרט.²

בהפעלת סמכות המימון, שואפת הרשות לפעול להגשמת תכלית סמכות המימון תוך שימת דגש על שיקולי מדיניות רוחביים של הרשות וה"עניין לציבור" אותו התביעות מעוררות לעמדתה.

אופן בחינת הרשות את בקשות המימון - כפועל יוצא של סעיפי המימון, שיקול הדעת אשר הרשות נדרשת להפעיל כרוך בשלושה נושאים:

השלב הראשון הוא הערכת הרשות כי קיים **סיכוי סביר** לאישור התובענה כייצוגית או כנגזרת, לפי העניין. בשלב זה בוחנת הרשות את עילות התביעה ומעריכה את חוזקו, בהתאם למצב המשפטי כפי שהרשות מעריכה אותו. מבחינת הרשות, לצורך עמידה בתנאי זה, אין הכרח שהרשות תתרשם כי התביעה בהכרח תאושר על ידי בית המשפט, אלא כי יש סיכוי סביר לכך וכי יש ממש בשאלות המתעוררות במסגרתה ויש מקום לבררן בהליך משפטי.

היות שהרשות נדרשת לבחון את "הסיכוי הסביר" של הבקשה, לרוב העיתוי המתאים לבחינת בקשת מימון הוא לאחר הגשת כל כתבי הטענות בתובענה, שאז יש בידי הרשות כלים להעריך האם לתביעה "סיכוי סביר". עם זאת, הרשות מודעת לכך כי ישנם מקרים בהם מוצדק לשקול ולהכריע בבקשת המימון גם לפני הגשת כל כתבי הטענות במסגרת בקשת האישור, ואף לפני הגשת בקשת האישור עצמה. להרחבה בעניין זה ראו עמדת סגל 2-2011: עיתוי שקילת בקשת מימון.

השלב השני הוא בחינת קיומו של **עניין ציבורי** בתובענה. תנאי ה"עניין לציבור" מעניק לרשות שיקול דעת רחב בבחינת מימון של הליך קבוצתי. השיקולים אותן תיקח הרשות בחשבון הם היבטים המתייחסים לחשיבות הציבורית בניהול ההליך כדוגמת חומרת ההפרה ומשכה, שיעור הנזק, גודל הקבוצה הנפגעת ועוד. להרחבה בעניין זה ראו קווים מנחים לשקילת רכיב ה"עניין לציבור".

בבחינת השלבים לעיל, קיימת מעין "**מקבילית כוחות**" בין השלב הראשון לשלב השני. כך, ככל שהרשות תתרשם שהתובענה מעוררת עניין רב יותר לציבור, כך יהיה מקום לאמץ גישה מרוככת יותר ביחס לתנאי הראשון של "הסיכוי הסביר", ולהפך.

² מתוך דברי החסבר לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 8), התשמ"ז-1987, ה"ח 1843, 301.

בשלב שלישי, הרשות שוקלת **שיקולי מדיניות רוחביים** בהחלטתה האם לסייע במימון תובענה, כדוגמת שיקולי תקציב ומדיניות אכיפה. שכן, גם בהתקיימם של שני השלבים הראשונים, הרשות "רשאית" לסייע במימון התובענה, אך היא אינה חייבת לעשות כן. להרחבה בעניין זה ראו [קווים מנחים לשקילת רכיב ה"עניין לציבור"](#).

לרשות שיקול דעת רחב אפוא בקבלת החלטותיה בבקשות מימון, וסמכות המימון אינה מקנה זכות קנויה למי שמגיש בקשה לאישור תובענה ייצוגית או נגזרת כי הרשות תסייע לו במימון תביעתו ולא נועדה להגשים את האינטרס האישי שלו. עיקרה הוא בדאגה לאינטרס הציבורי, כפי שהרשות רואה אותו.

עקרונות הרשות בנוגע למימון ההוצאות השונות הכרוכות בניהול ההליך המשפטי -

שיטת המימון של הרשות היא "דו שלבית". בשלב הראשון תתקבל החלטת מימון עקרונית, במסגרתה ייבחנו סיכויי בקשת האישור להתקבל, העניין לציבור ושיקולי מדיניות. בשלב השני, ככל שהחלטת המימון העקרונית היתה חיובית, תדון הרשות באופן ספציפי בבקשות מימון לסכום מסוים ולתכלית מסוימת. השיקולים אותם בוחנת הרשות בשאלה האם לממן רכיב מסוים מנויים בעמדת סגל שפורסמה על ידי הרשות. להרחבה בעניין זה ראו עמדת הרשות בעניין [אופן מימון תובענות ייצוגיות ונגזרות](#).

ככלל, מדיניות הרשות היא כי בהליכים שהחליטה לממן באופן "עקרוני" אזי תעשה זאת לכל אורך ההליך, על מנת לאפשר לתובעים "מרווח נשימה" כלכלי, והכרה בכך כי הרשות מאמינה באיכות התביעה וסיכוייה. יחד עם זאת, הרשות שומרת לעצמה את שיקול הדעת לאשר או לסרב לאשר כל הוצאה ספציפית בזמן אמת, על מנת שניתן יהיה לוודא כי אכן מדובר בהוצאה [מוצדקת וראויה](#).

פרסום החלטות המימון - באתר הרשות מתפרסמות רק החלטות הרשות לסייע במימון תובענות ייצוגיות ונגזרות. זאת מתוך הכרה בכך שפרסום דחיית בקשת מימון על ידי הרשות עלול להשפיע לרעה על סיכויי המבקש בניהול ההליך וליצור תמריץ שלילי להגשת בקשות מימון, אף אם החלטות אלו עשויות להתבסס על שיקולי מדיניות ועניין ציבורי ואינן מהוות בהכרח אינדיקציה לעמדת הרשות ביחס לסיכוי התביעה.

מעורבות בהסדרי פשרה

נדבך משמעותי שני בפעילות הרשות בתחום האכיפה הפרטית הוא מעורבותה בהסדרי פשרה בהליכים קבוצתיים. הדבר נובע מחשיבותם של הסדרי הפשרה והעובדה כי רוב התביעות הייצוגיות והנגזרות מסתיימות בפשרה בין הצדדים.

בהתאם להוראות הדין, לא ייעשה הסדר פשרה בתובענות ייצוגיות או נגזרות אלא באישור בית המשפט. בהתאם לפרקטיקה הנוהגת, בית המשפט מורה על העברת רובם המוחלט של הסדרי הפשרה בתביעות נגזרות ויייצוגיות בתחום דיני ניירות ערך לבחינת רשות ניירות ערך.

מטרת הוראות דין אלו והפרקטיקה הנוהגת כאמור, היא בקרה על תוכן הפשרה פן תיפגע זכותם של צדדים שלישיים והצורך להבטיח כי הפשרה המוצעת תואמת גם את טובת החברה או הקבוצה

כולה.³ בניגוד לפשרה המסיימת הליכים בתובענה רגילה, פשרה בתובענות בהליכים קבוצתיים מכריעה בזכויותיהם של כל חברי קבוצת התובעים המיוצגים בה מבלי שנטלו חלק בעיצובה. מאפיין ייחודי זה של פשרות בהליכים קבוצתיים, בצירוף העובדה שבמקרים רבים עלול להיווצר ניגוד עניינים בין חברי קבוצת התובעים המיוצגים ובין מי שביקש לייצגם, מעלה חשש כי הצדדים להליך הקבוצתי יסכמו ביניהם על מתווה פשרה שיטיב עמם על חשבון חברי הקבוצה המיוצגת.

בעיה פוטנציאלית נוספת בהסדרי פשרה היא שחברות יבחרו להתקשר בהסדרי פשרה רק על מנת להימנע מניהול הליך ממושך ויקר, ופגיעה במוניטין. בדרך כלל, במקרים אלו סכום הפשרה יהיה נמוך מאוד ולעיתים יהיה בו פיצוי של ממש רק לתובע ולעורך דינו, ולא לציבור המשקיעים.

בשני המקרים המתוארים לעיל, עלולות להיפגע המטרות בבסיס ניהול הליכי האכיפה הפרטיים - הן בהיבט של פיצוי הקבוצה הן בהיבט של פגיעה באפקט ההרתעה.

כמובן, קיימים גם יתרונות לא מבוטלים בהסדרי פשרה. ככל שמוסכם בפשרה על סכום הוגן לטובת הקבוצה, ומנגנוני יישום הסדר הפשרה הם הוגנים, אזי פשרה ראויה יכולה לחסוך את ניהול התובענה לגופה ולהביא לסיום ההליך באופן ראוי ומהיר.

כפועל יוצא של תפישה זו, בבואה לבחון הסדר פשרה בתובענה ייצוגית או נגזרת, בוחנת הרשות את הסדר הפשרה, תוך בחינה האם מטרות הליך האכיפה הפרטית נשמרות והאם לעמדתה הפשרה תואמת את טובת הקבוצה והאינטרס הציבורי הכללי. ההיבטים הנבחנים על ידי הרשות נגזרים במידה רבה מההיבטים אותם נדרש בית המשפט לבחון לפני אישור הסדר הפשרה בהתאם לדין וכן מהרצון להבטיח כי זכויות הקבוצה לא ייפגעו כתוצאה מיישומו של הסדר הפשרה.

התייצבות והבעת עמדות מקצועיות בהליכים משפטיים

הרשות מוגבלת ביכולתה להתייצב - הן בהיבטי הסמכויות המוקנות לה והן מבחינת המשאבים המוגבלים הקיימים לרשות לטובת העניין. ברוב המקרים הרשות גם סבורה שהדבר אינו מהווה חלק מתפקידי הליבה שלה. לכן על פי רוב אין הרשות מביעה עמדות מקצועיות בהליכי אכיפה פרטיים אלא מותירה את ניהולם לצדדים ולבית המשפט.

יחד עם זאת, ישנם מקרים בהם הרשות סבורה כי היתרונות בהתייצבות בהליכי אכיפה פרטיים, כדוגמת ניצול האיכות והמומחיות של הרשות, ויכולתה להביע עמדה בשאלות עקרוניות, מטים את הכף לטובת התייצבות בהליך פרטי. כך למשל, הרשות עשויה להתייצב ולהביע עמדה מקצועית במקרים המעוררים סוגיות רוחב, שאלות משפטיות תקדימיות הנוגעות לפרשנות דיני ניירות ערך, חשש כי תתקבל הכרעה שאינה מביאה בחשבון שיקולים חשובים, או אם יש חשש לפגיעה משמעותית בציבור המשקיעים.

³ ראה דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1955, ה"ח 2432, עמודים 76-75.