

## דיני ניירות ערך – התפתחויות ומגמות חדשות

מאת

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב\*

המאמר מנתח את ההתפתחויות אשר חלו בשנים האחרונות בדיני ניירות-ערך ומראה כי התפתחויות אלה מצביעות על שתי מגמות עיקריות: (א) **מגמה מסורתית** – מגמה מוכרת של חיזוק גובר והולך של ההגנה הניתנת למשקיעים. חיזוק ההגנה נעשה הן על-ידי הרחבת החובה הפוזיטיבית לגלות, הן על-ידי הרחבת האחריות לגילוי והן באמצעות הסדרת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך. במסגרת המאמר נראה, כי הגם שהאמצעים הננקטים נועדו בראש ובראשונה להגן על המשקיעים, יש בהם גם תרומה למנפיקים. כמו כן, נציע חידוש בדרכי ההגנה על המשקיעים – בצד הדרכים הקלאסיות של הגנה על המשקיעים באמצעות הכבדת הדרישות המוטלות על המנפיקים והגברת הפיקוח עליהם, נמליץ להגן על הציבור בדרך של לימוד המשקיעים לדאוג לעצמם.

(ב) **מגמה חדשנית** – המגמה האחרת הינה מגמה חדשה של הליכי דה-רגולציה – חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 20), התשי"ס-2000, אשר במסגרתו נקבעו פטורים רבים מפרסום תשקיף בעת הצעת ניירות-ערך, חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 21), התשי"ס-2000 אשר הקל במידה ניכרת על חברות ישראליות אשר ניירות-הערך שלהן נסחרים בבורסות בארה"ב בעת רישום ניירות-הערך שלהן למסחר בישראל וועדת בכר אשר נקראה להמליץ על צמצום היקף הגילוי הנדרש בתשקיפים שעל-פיהם מוצעים ניירות-ערך מסחריים ואגרות-חוב בלבד. הליכי הדה-רגולציה מתקיימים על אף שיש בהם משום פגיעה במשקיעים שהמחוקק כה חרד לגורלם. לדעתנו, זהו כורח המציאות. כיום,

---

\* מרצה, הפקולטה למשפטים, הקריה האקדמית, קרית-אונו. המאמר מתייחס לחוקים, להצעות חדשות לחקיקה ולפסקי-דין אשר פורסמו עד לחודש מרץ 2003, מועד כתיבתו של המאמר. אני מודה לפרופ' צפורה כהן על הערותיה המאירות לפרק ג.2 (1) שעניינו הגברת האחריות האזרחית לגילוי.

ברור שהגנת המשקיעים אינה יכולה להיות חזות הכל. שוק ההון הנו נדבך מרכזי של הכלכלה המודרנית. לעתים, צצים ועולים יעדים משקיים חשובים, כגון הצורך ביצירת הון, אשר על מנת להשיגם, אין מנוס מלהקל על תאגידיים המציעים את ניירות-הערך שלהם לציבור, אף אם הדבר כרוך בפגיעה בהגנה המוענקת למשקיעים. ככלות הכל, נכון כי שוק הון אינו יכול להתקיים ללא משקיעים, אך בה במידה אין הוא יכול להתקיים ללא המנפיקים. הכבדה יתרה של הנטל על המנפיקים עלולה להביא למצב שבו לא המשקיעים, כי אם התאגידיים הנסחרים, הם שיבחרו להדיר את רגליהם משוק ההון הישראלי. ברור, כי התוצאה בכל אחת מהסיטואציות הינה פגיעה בשוק ההון והיא בלתי רצויה בשני המקרים. ההבנה, כי ישנן סיטואציות שבהן בתהליך האיזון בין אינטרס ההגנה על המשקיעים לבין אינטרס אחר העומד על הפרק, יש להעדיף דווקא את האינטרס האחר ולפעול לקידומו, גם במחיר של פגיעה במשקיעים, הובילה לכך שלשיח בדיני ניירות-ערך חדר המונח "מאזן אינטרסים".

במסגרת המאמר נבחן את שתי המגמות הללו, המגמה המסורתית של חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים והמגמה המתפתחת של ריכוך מעטה הגנה זה לשם השגת אינטרסים חשובים אחרים. תוך כדי הדיון נצביע על תופעה בולטת של "אמריקניזציה" של דיני ניירות-הערך הישראליים – שימוש בדינים האמריקנים כבסיס לשינויים בדין הישראלי.

1. מבוא
2. המגמה המסורתית – חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים
  - א. הרחבת החובה הפוזיטיבית לגלות
    - (1) הסדרת דרישות הדיווח בכתב
    - (2) השוואת רמת הדיווח השוטף לרמת הדיווח בתשקיף
    - (3) כלל "העברית הבהירה"
    - (4) גילוי מידע הצופה פני עתיד
  - ב. הדיווח האלקטרוני
  - ג. הגברת האחראיות לגילוי
    - (1) אחריות אזרחית
    - (2) אחריות פלילית
  - ד. הסדרת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך
  - ה. חינוך המשקיעים להגן על עצמם
3. המגמה החדשנית – מאזן האינטרסים
  - א. חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000 (פטור מפרסום תשקיף)
  - ב. חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000 ("חוק הרישום הכפול")
  - ג. ועדת "בכר"
  - ד. הסדרים עם מחזיקי אגרות-חוב
4. סיכום ומסקנות

1. מבוא

חוק ניירות-ערך, תשכ"ח-1968<sup>1</sup>, מעיד על עצמו כי נועד להגן על המשקיעים בשוק ההון. הוראתו הראשונה של החוק (לאחר סעיף ההגדרות) קובעת:

“מוקמת בזה רשות ניירות ערך (להלן-הרשות) שתפקידה יהיה שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה”<sup>2</sup>.

קיומה של הגנה על המשקיעים בשוק ההון חשובה, שכן בצד הדאגה למי שכבר בחר להזרים את הונו לשוק ההון, גורמת היא לרכישת אמון הציבור בשוק זה ועל-ידי כך מגדילה את מעגל המשקיעים בו. קל להבין כי המחוקקים בארצות השונות עשו מאמצים גדולים ליצור מנגנוני הגנה אשר יפחיתו את רתיעת הציבור מפני שוק ההון ויעודדו אותו להשקיע בניירות-ערך.

בישראל, בדיוני ועדת ידן, ועדת המומחים אשר הניחה את התשתית לחוק ניירות-הערך הישראלי, אמר מר Cohen, אשר שימש בשעתו כחבר ה-SEC (Securities & Exchange Commission, רשות ניירות-ערך האמריקנית):

“... Moreover Israel has a problem in the fact that its population consists of people from all over the World. You are trying to marshall their savings and encourage investment in securities, a concept which many of them do not understand, suspicion exists. To the extent that you are in position to tell the public that you have erected a structure and adopted a law designed for their protection, you will have a better chance of encouraging local investment.”<sup>3</sup>

בארה"ב, הנשיא רוזוולט, אשר בתקופתו נחקקו חוקי הגילוי האמריקנים, ציין בהמלצותיו לחקיקה כי:

“By putting the burden of telling the whole truth on the seller the proposed act should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence”<sup>4</sup>.

1 חוק ניירות-ערך, תשכ"ח-1968 (להלן – “חוק ניירות-ערך” או “החוק”) ס"ח תשכ"ח עמ' 234.

2 סעיף 2 לחוק ניירות-ערך.

3 ראו דו"ח הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם, תמוז תשכ"ג-יוני 1963, בע' 4 (להלן – “דו"ח ועדת ידן”).

4 J. Seligman “The Historical Need for a Mandatory מתוך 77 Cong. Rec. 937 (1933) Disclosure System”, 9 J. Corp. L. (1983) 1, 51 החוקים הפדרליים הראשונים אשר נחקקו בארה"ב כדיני ניירות-ערך היו ה-SEC Securities Act of 1933, שעניינו גילוי בשוק ראשוני (השוק שבו מגייסות חברות הון בדרך של הנפקת ניירות-ערך) וה-SEC Securities Exchange Act of 1934.

בקנדה, ועדת Kimber, הוועדה אשר הניחה את היסודות לחוקי ניירות הערך הקנדיים, ציינה בדו"ח שלה, כי תיקון הפגמים בשוק ההון על-ידי חקיקה מתאימה, ייצור אמון של הציבור בשוק, דבר שהינו:

“One of the strongest single forces in the complex process of raising capital”<sup>5</sup>.

במאמר זה נראה, כי ההתפתחויות האחרונות בדיני ניירות-ערך מצביעות על שתי מגמות עיקריות:

א) מגמה מסורתית – מגמה אחת, בה נדון בפרקו השני של המאמר, הינה, כצפוי, המגמה המוכרת של חיזוק גובר והולך של ההגנה הניתנת למשקיעים. חיזוק ההגנה נעשה הן על ידי הרחבת החובה הפוזיטיבית לגלות, הן על ידי הרחבת האחריות לגילוי והן באמצעות הסדרת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-הערך. במסגרת המאמר נראה, כי הגם שהאמצעים הננקטים נועדו בראש ובראשונה להגן על המשקיעים, יש בהם גם תרומה למנפיקים.

כמו כן, נציע חידוש בדרכי ההגנה על המשקיעים: בצד הדרכים הקלאסיות של הגנה על המשקיעים באמצעות הכבדת הדרישות המוטלות על המנפיקים והגברת הפיקוח עליהם, נמליץ להגן על הציבור בדרך של לימוד המשקיעים לדאוג לעצמם.

ב) מגמה חדשנית – המגמה האחרת, המעניינת יותר, בה נדון בפרקו השלישי של המאמר, הינה מגמה חדשה של הליכי דה-רגולציה:

1. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000<sup>6</sup> אשר במסגרתו נקבעו פטורים רבים מפרסום תשקיף בעת הצעת ניירות-ערך לצבור;

2. חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000<sup>7</sup> שהקל במידה ניכרת על חברות ישראליות שניירות-הערך שלהן נסחרים בבורסות בארה"ב בעת רישום ניירות-הערך שלהן למסחר בישראל.

3. וועדת בכר אשר נקראה להמליץ על צמצום היקף הגילוי הנדרש בתשקיפים שעל-פיהם מוצעים ניירות-ערך מסחריים<sup>8</sup> ואגרות-חוב בלבד.

שעניינו גילוי בשוק משני (השוק שבו מתנהל בין המשקיעים מסחר שוטף בניירות-הערך שהונפקו במסגרת השוק הראשוני).

5 Report of the Attorney General's Committee in Securities Legislation in Ontario (Kimber Report), (para 1.07) לקוח מתוך M.R. Gillen *Securities Regulation in Canada* (Scarborough, 2<sup>nd</sup> ed. 1998) 82

6 ס"ח 161.

7 ס"ח 252.

8 ניירות-ערך מסחריים מוגדרים בחוק ניירות-ערך כ-“ניירות ערך הנסחרים בבורסה ושהונפקו בידי חברה על פי תשקיף, שהם התחייבות החברה לשלם למחזיק, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההנפקה ושאינו מאוחר משנה מיום ההנפקה, סכום התחייבות, וסכום זה אינו צמוד למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין”.

הליכי הדה-רגולציה מתקיימים על אף שיש בהם משום פגיעה במשקיעים שהמחוקק כה חרד לגורלם. לדעתנו, זהו הכרח המציאות. כיום, ברור שהגנת המשקיעים אינה יכולה להיות חזות הכל. שוק ההון הינו נדבך מרכזי של הכלכלה המודרנית<sup>9</sup>. לעתים, צצים ועולים יעדים משקיים חשובים, כגון הצורך ביצירת הון, אשר על-מנת להשיגם, אין מנוס מלהקל על תאגידים המציעים את ניירות-הערך שלהם לציבור, אף אם הדבר כרוך בפגיעה בהגנה המוענקת למשקיעים. ככלות הכל, נכון כי שוק הון אינו יכול להתקיים ללא משקיעים, אך בה במידה אין הוא יכול להתקיים ללא המנפיקים. הכבדה יתרה של הנטל על המנפיקים עלולה להביא למצב שבו לא המשקיעים, כי אם התאגידים הנסחרים, הם שיבחרו להדיר את רגליהם משוק ההון הישראלי<sup>10</sup>. ברור, כי התוצאה בכל אחת מהסיטואציות הינה פגיעה בשוק ההון והיא בלתי רצויה בשני המקרים. ההבנה, כי ישנן סיטואציות שבהן בתהליך האיזון בין אינטרס ההגנה על המשקיעים לבין אינטרס אחר העומד על הפרק, יש להעדיף דווקא את האינטרס האחר ולפעול לקידומו, גם במחיר של פגיעה במשקיעים, הובילה לכך שלשיח המשפטי-ציבורי בדיני ניירות-ערך חדר המונח "מאזן אינטרסים".

להלן נבחן את שתי המגמות הללו, המגמה המסורתית של חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים, והמגמה המתפתחת של ריכוך מעטה הגנה זו לשם השגת אינטרסים חשובים אחרים. תוך כדי הדיון נצביע על תופעה בולטת של "אמריקניזציה" של דיני ניירות-הערך הישראליים – שימוש בדינים האמריקנים כבסיס לשינויים בדין הישראלי.

## 2. המגמה המסורתית – חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים

מספיקה הצצה בכותרות של ספרי החוקים וספרי הצעות החוק של השנתיים האחרונות כדי להיווכח שתחום דיני ניירות-הערך אינו קופא על שמריו<sup>11</sup>. אם נסיף לכך את

9 בארה"ב היה מי שכינה את שוק ההון "A Nerve Center for the Real Economy" (ראו M. B. Fox "Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An (Economic Analysis", 70 Va. L. Rev (1984) 1005, 1015.

10 בעידן הגלובליזציה, הקלות היחסית שבה יכולות חברות ישראליות להציע את מרכולתן בשווקים זרים מעצימה את הסכנה לשוק ההון הישראלי. ראו דיון ב"חוק הרישום הכפול", בסעיף 3.ב. להלן.

11 חוק ניירות-ערך (תיקון 20), התש"ס-2000 (פטור מפרסום תשקיף); חוק ניירות-ערך (תיקון 21), התש"ס-2000 (הרישום הכפול); חוק ניירות ערך (תיקון 22), התשס"ב-2002 (הדיווח האלקטרוני); הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 22), התשס"ב-2002 (החיתום); תקנות ניירות ערך (פרטים לענין סעיפים 15 א עד 15 ג לחוק), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנהו וצורתו), התשס"א-2000; תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000; תקנות ניירות ערך (קביעת תקופת רישום למסחר בבורסה בחו"ל), התשס"א-2000; תקנות ניירות-ערך (שיתוף פעולה עם רשות חוץ), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות ערך לעובדים), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך

הרשימה הארוכה של הצעות לשינויים נוספים אשר נמצאים בשלבים שונים של חקיקה<sup>12</sup> ונקרא את תוכנם של השינויים, נוכל להגיע, מבלי להגזים, למסקנה, כי התחום עובר רפורמה של ממש.

גולת הכותרת של חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים הינה ללא ספק, טיפול מקיף בעקרון הגילוי. מאחר שערכם של ניירות-ערך נגזר מערכם של התאגידים שאותם הם מייצגים<sup>13</sup>, קיומה של אינפורמציה בקשר לאותם תאגידים הינה תנאי הכרחי לעצם האפשרות לקיים מסחר בניירות-ערך. עמדה על כך השופטת בן-ענתו בעניין אברון<sup>14</sup>, פסק-הדין הראשון בישראל אשר הן באישום בעבירות על פי חוק ניירות-ערך:

"לא מדובר עוד ברכישת מוצר שהקונה יכול לבחון אותו כמו עיניו ולמששו במו ידיו כדי לעמוד על טיבו, אלא ברכישת זכויות המוצאות את ביטוי המוחשי בפיסת נייר הנקראת תעודת מניה או אגרת חוב, ובהעדר מידע מפורט ואמין, המאפשר לקונה הערכה נכונה ושיקול אינטליגנטי לגבי כדאיות השקעתו, הוא אכן עלול למצוא את עצמו מחזיק בסופו של דבר פיסת נייר ותו לא..."<sup>15</sup>.

על-מנת שהמשקיע יוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות, הטיל המחוקק על חברות המציעות את ניירות הערך שלהן לציבור חובת גילוי, דהיינו – חובה לפרסם מידע<sup>16</sup>. מלבד בעיית היעדר המידע, חובת הגילוי נועדה גם לפתור את בעיית חוסר

(הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התש"ס-א-2001; תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים)(תיקון) התש"ס-ב-2002 (צרוף דוחות של חברה כלולה); תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון מס' 2), התש"ס-ב-2002 (דיווח על חשיפה לסיכונים שוק ודרכי ניהולם); תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון), התש"ס-א-2001 (דיווח על מתן תרומות); תקנות ניירות ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני), התש"ס-ג-2003; תקנות ניירות ערך (מאשר חתימה), התש"ס-ג-2003; תקנות ניירות-ערך (מועד הגשת הודעה של בעל ענין), התש"ס-ג-2003.

12 תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התש"ס-ב-2002; טיוטת תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו) (תיקון), התש"ס-ב-2002; טיוטת תקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים)(תיקון), התש"ס-ב-2002 וכו'; הצעות לשינויי חקיקה בדיני ניירות-ערך, פסקי-דין בדיני ניירות-ערך אשר לא פורסמו וכן חדשות, החלטות ופרסומים של רשות ניירות-ערך ניתן למצוא באתר האינטרנט של רשות ניירות-ערך (<http://www.isa.gov.il>).

13 ערך ההבטחה לתשלום כסף הגלומה באגרת חוב של תאגיד תלויה במצב הכלכלי של התאגיד. הערך של מניה תלוי ברווחיות של התאגיד שהנפיק אותו, או בציפיות לביצועי התאגיד בעתיד. מחיר נייר הערך תלוי במחיר אשר אנשים אחרים מוכנים לשלם עבורו, בהתבסס על אותן ציפיות. ראו D.L. Ratner & T.L. Hazen, *Securities Regulation — Cases and Materials* (5<sup>th</sup> ed. 1996) 1.

14 ת"פ (ת"א) 31/73 מ"י נ' אברון, פ"מ תשל"ז (1) 329.

15 שם, בעמוד 337.

16 מטרה נוספת של הגילוי, מלבד מתן כלים לקבלת החלטות השקעה הינה מניעת ניצול לרעה על ידי בעלי השליטה בחברות הנסחרות. ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 831. לניתוח מקיף של חובת הגילוי ראו: ל' פסרמן-יוזפוב, חובת הגילוי של חברות נסחרות [חיבור לשם קבלת התואר דוקטור לפילוסופיה (בר-אילן, תשס"א)].

השוויון במידע הידוע ל"שחקנים" השונים בשוק. ההבחנה בין השניים חשובה. היעדר מידע מגדיל את הסיכון הכרוך בכיצוע עסקאות, אך אינו מפר את האיזון בין הצדדים לעסקה, הנמצאים באותה עמדה של אי ידיעה, ועל-כן אינו פוגע בתוחלת הרווח שכל צד מצפה לה. חוסר שוויון במידע, לעומת זאת, עלול להרחיק משוק ההון את הצד בעל הנחיתות במידע החושש להפסדים ועל-ידי כך לפגוע בעצם קיומו של השוק<sup>17</sup>. בעיית הפערים באינפורמציה הודגשה על-ידי שניים מן הפרופסורים הבולטים ביותר בארה"ב בתחום דיני ניירות הערך, הפרופסורים Seligman ו-Loss. פרופ' Seligman ציין בפתיחה לאחד ממאמריו כי: "לב ליבם של דיני ניירות-הערך הינו מציאת תרופה לא-סימטריות באינפורמציה"<sup>18</sup>. פרופ' Loss הגדיל לעשות וקבע כי: "הנושא הדומיננטי של דיני ניירות-ערך אינו הגילוי עצמו כי אם 'אמונה בשוויון זכויות' (market "egalitarianism")<sup>19</sup>". דהיינו – החשיבות הגדולה אינה בעצם הזרמת המידע לשוק, אלא במתן אפשרות גישה שווה למידע לכל המשתתפים בשוק – אם המידע יהיה ידוע ונגיש לכל, יימנע ניצול של "המשקיע הקטן" על-ידי משקיעים מתוחכמים<sup>20</sup>. עקרון הגילוי הפך, אפוא, לעקרון העל של דיני ניירות-הערך, מעין מנטרה

17 ראו: ע' ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שווא בשוק המשני" משפטים כז (תשנ"ז) 249, 291–292.

18 J. Seligman "The Obsolescence of Wall Street: A Contextual Approach to The Evolving Structure of Federal Securities Regulation" 93 *Mich. L. Rev.* (1995) 649

ראו גם J. Seligman, "The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Non Public Information" 73 *Geo. L. J.* (1985) 1083, 1109–1110

19 L. Loss "The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate "Insiders" in the United States" 33 *Mod. L. Rev.* (1970) 34, 35. המלומד Saari סבור, כי "שוויון זכויות" הינו מטרה אשר אינה ניתנת להשגה, שכן גם אם כללי הגילוי יהיו כאלה אשר יבטיחו כי המידע יגיע לכל המשקיעים באותה עת, תמיד יהיו משקיעים שינתחו את המידע מהר יותר או טוב יותר ועל-ידי כך ישיגו יתרון על פני משקיעים פחות מתוחכמים (ראו: C.P. Saari, "The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry" 29 *Stan. L. Rev.* (1977) 1031, 1064

J. R. Macey דרעה שלפיה הא-סימטריה במידע לא רק בלתי נמנעת, אלא גם חיונית ראו: "Administrative Agency Obsolescence and the Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty" 15 *Cardozo L. Rev.* (1994) 909, 929–933. בשנת 2000 נחקקו בארה"ב כללי ה-Fair Disclosure (FD) הקובעים, כי תאגידים המעבירים מידע לאנליסטים צריכים בר-זמנית לגלות מידע זה לציבור. חקיקת הכללים מצביעה על החשיבות הרבה אותה מייחסים גם היום המחוקקים ל"שוויון במידע". ברם, עצם הצורך לחוקק כיום, כ-70 שנה לאחר חקיקת חוקי הגילוי המקוריים, כללים שמטרתם לצמצם את פערי המידע בין ה"שחקנים" השונים בשוק ההון, מצביע בבירור על-כך שבחוקי הגילוי המקוריים לא היה די על מנת להשיג את המטרה המיוחלת של שוויון במידע (לכללי ה-FD ראו: Selective Disclosure and Insider Trading, *Releases No. 33-7881, 34-43154 IC – 24599 (Aug. 15, 2000)*. את כל החוקים והכללים האמריקנים בדיני ניירות-ערך ניתן למצוא באתר האינטרנט של ה-SEC ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)).

20 ישנם מלומדים אשר חלקו על הרעיון כי עצם אספקת מידע תגן על המשקיע הקטן. ראו W. O. Douglas & G. E. Bates, "The Federal Securities Act of 1933" 43 *Yale L.J.* (1933) 171

חוזרת, אשר נדמה שאין פסק-דין בתחום שאינו מתבסס עליו<sup>21</sup>. עם זאת, המציאות הראתה, כי למרות ההצהרות על חשיבותו של הגילוי, הרי שבפועל, הדינים הקיימים בישראל מיושנים ולפיכך נוצר מצב שבו לא כל המידע החיוני למשקיעים אכן חייב בגילוי. יריית הפתיחה של הליך השינוי הייתה כינונה של "הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו" הידועה בכינוי "וועדת ברנע". הוועדה, אשר הוקמה באוגוסט 2000 ביוזמת עו"ד מירי כץ, שכיהנה בזמנו כיו"ר רשות ניירות-ערך, התבקשה לבצע בחינה מחודשת ומקיפה של כל כללי הגילוי הנהוגים בישראל. דהיינו – לא עוד תיקון נקודתי, או הוספת טלאי על גבי טלאי, אלא בחינה מעמיקה של הדין הנוהג בישראל ומתן המלצות לגבי השינויים הנדרשים, על-מנת שהגילוי אכן ישיג את מטרתו<sup>22</sup>. המשכו של ההליך הינו בגל מאסיבי של תיקוני חקיקה בתחום דיני ניירות-הערך, הנמצאים בהליכי אישור שונים. השינויים עוסקים, בעיקרם, בחובה הפוזיטיבית לגלות: הם מרחיבים את היקף הגילוי הנדרש על-פי הדין וכן מתאימים אותו לעידן התקשורת המודרנית ולגלובליזציה<sup>23</sup>. כמו-כן, כצד נוסף לחיזוק אמון הציבור בשוק ההון, הם מגבירים את האחריות לגילוי ואת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך, האחראית לפיקוח על הגילוי. תופעה בולטת בה ניתן להבחין הינה "אמריקניזציה" של דיני ניירות-הערך הישראליים – ביסוס החקיקה החדשה, כמו-גם הפסיקה העכשווית, על הדין הנוהג בארה"ב. הסתמכות זו אינה מקרית. ועדת ברנע המליצה במפורש לאמץ את הדין האמריקאי כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח בדין המקומי. לדבריה, לא רק שהדבר יביא להעלאת רמת הדיווח ושיפור טיבו, כפי שעולה מתוכנם של השינויים, אלא שהשוואת הדינים הישראליים לאלו האמריקאיים נדרשת לאור מגמת הגלובליזציה:

21 ראו למשל – "עקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות ערך, ובכלל זה חוק ניירות הערך הישראלי, הינו עקרון הגילוי הנאות (הנשיא שמגר בעניין ברנוביץ, לעיל הערה 16, בעמ' 830); "תפיסת היסוד של דיני ניירות ערך היא גילוי, ושוב גילוי, ועוד גילוי" (הנשיא ברק בע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ תקדין עליון (3)97, 513, 520). מן הראוי לציין, כי חוק ניירות ערך כולל שני אמצעי הגנה נוספים – האיסור לבצע תרמית וההגבלה על שימוש במידע פנים. הנשיא ברק ציין במפורש כי: "התכלית המונחת ביסוד סעיף 53(א)(4) לחוק ניירות ערך היא להגן על המשקיע הסביר. ניתן לראות בעקרון הגילוי הנאות חוליה אחת בשרשרת הביטחון המגנה על המשקיע הסביר, לצידן של הוראות בדבר איסור השימוש במידע פנים (סעיף 52 לחוק ניירות ערך) ואיסור המניפולציה והתרמית (סעיף 54 (א) לחוק ניירות ערך)" (רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(2) 97, 106).

להיותם של דרישת הגילוי הנאות, איסור בשימוש במידע פנים ואיסור על תרמית נדבכים המשלימים זה את זה, ראו גם: M. Kahan "Securities Law and the Social Costs of Inaccurate" Stock Prices" 41 *Duke L.J.* (1992) 977, 983. וכך ז' גושן "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" משפטים ל (תש"ס) 591, 592-593.

22 ראו כתב מינוי נספח א' לדו"ח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו, ניסן תשס"א-מרס 2002 (להלן – "דו"ח ועדת ברנע").

23 הצעה נוספת לתיקון, אשר לא נדון בה במסגרת מאמר זה, הינה הצעת חוק ניירות-ערך (תיקון 22), התשס"ב-2002, שעניינה שינוי שיטת החיתום הנהוגה בישראל.



“הוועדה הגיעה למסקנה כי בעידן תהליכי גלובליזציה מתמשכים החודרים לתחומים נרחבים, לרבות שוקי ההון, נכון לפעול להתאמת דרישות הדיווח בדין המקומי ככל האפשר לדינים החלים בשוקי ההון המתקדמים בעולם. ריבוי החברות הישראליות הנסחרות בבורסות ארה”ב, הרצון לעודד רישום למסחר של חברות כאלה בישראל ועובדת היותו של שוק ההון האמריקאי עתיר ניסיון, מתקדם ומוביל בעולם, הביאו את הוועדה למסקנה כי שוק ההון האמריקאי הוא המודל העיקרי שיש להתבסס עליו. הדין האמריקאי היווה גם בעבר מקור לחידושים בדין הישראלי בנושאי גילוי ודיווח בתחום ניירות ערך והוא נמצא על ידי הוועדה מפורט ומתאים לאימוץ כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח גם בדין המקומי”<sup>24</sup>.

גם בתי-המשפט בישראל מציעים לשקול לאמץ דוקטרינות בדיני ניירות-ערך אשר פותחו על-ידי בתי-המשפט האמריקניים<sup>25</sup>. בעניין זה ברצוננו להעיר, כי יש לפנות למלאכת “הגיוור” של הדינים האמריקניים בזהירות רבה. בין שוק ההון הישראלי לבין זה האמריקני קיימים, כמובן, הבדלים ניכרים. לא רק ששוק ההון האמריקני הינו הגדול בעולם<sup>26</sup>, בעוד שהיקפי המסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע”מ (שהיא הבורסה היחידה בישראל) דלים<sup>27</sup>, אלא שישנו הבדל מהותי במבנה החזקות של החברות הציבוריות הנסחרות בשני השווקים. בעוד שבשראל, כמעט כל החברות הנסחרות נשלטות על-ידי מספר מצומצם של בעלי שליטה<sup>28</sup>, הרי שבארה”ב, מרבית המניות של החברות הנסחרות מוחזקות על-ידי משקיעים מוסדיים<sup>29</sup>. הבדלים אלה מצריכים בדיקה דקדקנית, האם הדוקטרינות הזרות אכן מתאימות לארצנו הקטנטונת<sup>30</sup>.

24 דר”ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22 בעמוד 7.

25 ראו דיון בסעיף 2.ג.1 (1) להלן.

26 לנתונים מספריים ראו M. B. Fox, “Securities Disclosure in a Globalizing Markets: Who Should Regulate Whom” 95 *Mich. L. Rev.* (1997) 2498, note 12

27 להלן הערה 101. לאינדיקטורים עיקריים של שוק ההון בישראל ראו <http://www.tase.co.il>

28 לנתונים מספריים ראו פרסום של הבורסה לניירות ערך בת”א בע”מ, “החזקות בעלי עניין ומבנה ההון בחברות הבורסאיות” וכן טבלת החזקות הציבור בניירות-ערך באתר האינטרנט של הבורסה ([www.tase.co.il](http://www.tase.co.il)).

29 J.C. Coffee Jr., “Liquidity Versus Control, The Institutional Investor as Corporate

J.C. Coffee, “The SEC and the Institutional Monitor” 91 *Col. L. Rev.* (1991) 1277, 1291

Investor: A Half-Time Report” 15 *Cardozo L. Rev.* (1994) 837, 838

R. La Porta, F Lopez-De-Silanes & A. Shleifer, “Corporate Ownership Around the World” 54 *J. Fin.* (1999) 471

הנ”ל עולה כי בישראל, רק ב-0.05% מהחברות הציבוריות אין בעל שליטה אחד (לעומת 80%

מהחברות בארה”ב בהן ההחזקה במניות “מפוזרת”) וכי 50% מהחברות הנסחרות בישראל

נשלטות על ידי בני אותה משפחה (לעומת 20% מהחברות בארה”ב שהן בבעלות “משפחתית”).

(ראו טבלה II בע’ 492). מחקר זה מראה כי במרבית המדינות “העשירות” בעולם (להוציא

ארה”ב, יפן ובריטניה) הבעלות בחברות ציבוריות הינה ריכוזית.

30 ראו למשל הטקסט הנלווה להערות 98–102 להלן. לדוגמא נוספת לקושי באימוץ דינים אמריקניים

א. הרחבת החובה הפוזיטיבית לגלות

(1) הסדרת דרישות הדיווח בכתב — הרחבת החובה הפוזיטיבית לגלות מתחילה בצעד פשוט מאוד — העלאה על הכתב של כל הנושאים שאותם נדרשים התאגידים הנסחרים לגלות. כיום, החקיקה בנושא הגילוי הינה, בעיקרה, חקיקה בסטנדרטים, דהיינו: חקיקה הקובעת מסגרת בלבד, להבדיל מחקיקה בכללים, שהיא חקיקה פרטנית<sup>31</sup>. החקיקה הקיימת קובעת נוסחה שלפיה יש לגלות "פרט החשוב למשקיע סביר"<sup>32</sup> ומותרת לשיקול דעת המנפיקים את ההכרעה בדבר הפרטים הספציפיים שאליהם יש להתייחס<sup>33</sup>. חוק ניירות-ערך הסמיך, אומנם, את מחוקק המשנה לקבוע תקנות אשר בהן העניינים החשובים שאותם יש לגלות, אך די בעיון מהיר בתקנות שהותקנו כדי להיווכח שבמקרים רבים, התקנות עצמן מסתפקות בהגדרות כלליות ואינן כוללות רשימה מפורטת של עניינים שצריכים להיכלל בגילוי. הדבר בולט, למשל, בהוראת תקנה 44 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, שעניינה החובה לתאר בתשקיף את המנפיק. למרות שפרק תיאור המנפיק הינו החלק החשוב ביותר של התשקיף, מסתפקות התקנות בקביעה כללית שלפיה יש לתאר בתשקיף את: "... המנפיק, מטרותיו, התפתחותו, נכסיו, עיסוקיו ודרכי פעולתו...". עסקיו של תאגיד, נכסיו ופעילותו הינם מטבעם סבוכים ומורכבים. לא די בדרישה לתארם כדי להבטיח כי מנפיקים אכן ידעו לאלו אספקטים של עסקיהם להתייחס. בשל הלאקונה שבחוק, התפתחה בפרקטיקה "תורה שבעל-פה אשר מטיבה אינה אחידה, אינה מדויקת, ידועה למעטים ואינה מספקת, אף למדווח, מקור ראוי בדין

ראו פסרמן, לעיל הערה 16, בסעיף ד.4. בחלק השלישי של העבודה. להשפעת ההבדלים בין שוק ההון הישראלי לזה האמריקני על הפתרונות המשפטיים שננקטו בסוגיית ניגוד האינטרסים בין הרוב למיעוט בחברות נסחרות ראו: Z. Goshen, "Controlling Corporate Agency Costs: A United States — Israel Comparative View" 6 *Cardozo J. Int. L.* (1998) 99.

31 להבחנה בין חקיקה בכללים לחקיקה בסטנדרטים ראו א' פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב (תשס"ב) 303, 305-306.

32 סעיף 16 לחוק ניירות-ערך קובע כי: "תשקיף יכול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט ששר האוצר קבע בתקנות לפי סעיף 17". סעיף 36(ג) לחוק ניירות-ערך קובע: "תקנות לפי סעיף זה יתייחסו לכל עניין החשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד..."

33 שיקול דעת זה כפוף להכרעת רשות ניירות-ערך אשר "רשאית לדרוש מן המציע לכלול בתשקיף את הדברים המנויים להלן אם היא סבורה שבנסיבות הענין הם חשובים למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים, ואלה הדברים: (1) פרט נוסף על הפרטים שהובאו בטיטת התשקיף או פירוט נוסף על הפירוט הנדרש בתקנות לפי סעיף 17; (2) פרט מן הפרטים הנדרשים בתקנות לפי סעיף 17 לגבי המנפיק — גם לגבי חברה-בת שלו או חברה קשורה שלו" וכו' (סעיף 20 לחוק ניירות-ערך). רשות ניירות-ערך רשאית לדרוש גם תיקונים לדוחות שוטפים (סעיף 36 לחוק ניירות-ערך).

להסתמך עליו לצורכי הדיווח<sup>34</sup>. טיוטת תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו) (תיקון), התשס"ב–2002 (להלן – "תקנות התשקיף החדשות"), וטיטת תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון), התשס"ב–2002 (להלן – "תקנות הדיווח השוטף החדשות") (תקנות התשקיף החדשות ותקנות הדיווח השוטף החדשות יקראו יחד להלן – "תקנות מסמכי הגילוי החדשות")<sup>35</sup>, אשר מיישמות את המלצות ועדת ברנע, מציעות להוסיף לדין הקיים את הרשימה החסרה. תקנות התשקיף החדשות כוללות תוספת המונה בפרטי-פרטים את ענייני התאגיד החייבים בגילוי (מוצרים ושירותים, לקוחות עיקריים, דרכי שיווק והפצה, צבר הזמנות, תחרות, עונתיות, כושר ייצור, רכוש קבוע ומתקנים, מחקר ופיתוח, נכסים לא מוחשיים, הון אנושי, מימון וכו'). תקנות הדיווח החדשות קובעות, כי הדו"ח התקופתי של התאגיד<sup>36</sup> יכלול את תיאור עסקי התאגיד באותה מתכונת שבה נעשה הדבר בתשקיף. לכאורה, ניתן לחשוב כי תיקון זה, של העלאת התורה שבעל-פה על הכתב, הינו תיקון טכני בלבד. למעשה, תיקון זה נוגע בלב-ליבו של אחד מן היתרונות העיקריים לקביעת חובת גילוי מנדטורית – הסטנדרטיזציה. בישראל, בה עקרון תום-הלב תופס חזקה מרכזית, ניתן לגזור חובות גילוי בדיני ניירות-ערך גם מכוח הדין הכללי<sup>37</sup>. היתרון בקביעת חוקים ספציפיים הינו האפשרות שלא להסתפק בסטנדרטים, אלא לקבוע כללים מדויקים, המביאים לאחידות בגילוי. האחידות מסייעת למשקיעים בכך שהיא מקלה עליהם את לימוד "כללי המשחק". משלמדו לאיזה גילוי עליהם לצפות ומתי, הם יכולים ליישם את ידיעותיהם לגבי כל התאגידים הנסחרים ואין להם צורך לבצע בדיקה פרטנית כדי לדעת מה בחר לפרסם כל תאגיד ותאגיד. לא רק שההוצאה על למידת הכללים היא הוצאה חד-פעמית, אלא שגם קל יותר להתמצא בנכבי המידע המפורסם, שכן ניתן לדעת מראש איזה סוג מידע ניתן למצוא במסמכי הגילוי וכן היכן ומתי צפוי להתפרסם המידע. הסטנדרטיזציה, המחייבת את כל התאגידים הנסחרים לפרסם אותו סוג נתונים ובאותם מועדים, גם מקלה על המשקיעים לבצע השוואות בין התאגידים השונים כדי לבחור במי מהם כדאי להשקיע. מכאן, שהאחדת הגילוי תורמת

34 דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22, בע' 4.  
 35 נכון למועד כתיבת מאמר זה, טיוטת התקנות אושרו על ידי מליאת רשות ניירות ערך אך טרם נידונו עם משרד האוצר.  
 36 דו"ח תקופתי הינו דו"ח אשר החברה נדרשת לפרסם אחת לשנה. ראו פרק ב' לתקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל–1970 (להלן – "תקנות הדיווח השוטף").  
 37 ניתן לגזור חובות גילוי מעקרון תום הלב (סעיפים 12 ו-39 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג–1973; מאיסור ההטעיה (סעיף 15 לחוק החוזים); מחובת האמון של נושאי משרה ובעלי שליטה בחברה (סעיף 193 לחוק החברות). חובת הגילוי נגזרת גם מחוק הגנת הצרכן, התשמ"א–1981 ומהתקנות שהותקנו על פיו. חובת גילוי נגזרת אף מכוח דיני הנוזיקין [סעיף 35 לפקודת הנוזיקין (נוסח חדש) (להלן – "פקודת הנוזיקין") (מצג שווא רשלני)], וכן בעקיפין – מסעיף 3(א)(2) לחוק האחריות למוצרים פגומים, התש"ס–1980, (להלן – חוק המוצרים הפגומים), הקובע כי מוצר יחשב פגום במידה ולא נתנו לגביו אזהרות או הוראות טיפול אשר נדרשו בנסיבות העניין.

רבות למשקיעים<sup>38</sup>. אך לא רק להם – קביעת סטנדרטים לגילוי מסייעת גם לתאגידים המנפיקים. סטנדרטיזציה מפחיתה את עלויות הגילוי. ישנן דרכים שונות לתאר את אותם דברים, חלקן ברורות יותר ואחרות ברורות פחות. סטנדרטיזציה מובילה לפיתוח "נוסחאות", פורמטים ואפילו טפסים סטנדרטיים לגילוי<sup>39</sup>. כך, תאגידים יכולים לגלות בצורה פשוטה, מבלי שיצטרכו לשאת בעצמם בעלויות הכרוכות במציאת הניסוחים או הפורמטים האופטימליים לגילוי.

דוגמא מצוינת לכך שסטנדרטיזציה מוזילה את עלויות הגילוי הינה החלתו של כלל גילוי חדש בארה"ב, ה-Plain English Rule<sup>40</sup> שלפיו יש לכתוב חלקים מן התסקיף בלשון פשוטה אשר תהא מובנת לקורא ה"ממוצע". לאימוץ הכללים קדמה תוכנית ניסיונית (Pilot), בה התנדבו מספר תאגידים לכתוב את מסמכי הגילוי שלהם בלשון פשוטה, עוד לפני החלת הכלל החדש באופן רשמי. התאגידים המשתתפים בניסוי דיווחו על עלייה בעלות כתיבת מסמך הגילוי בלשון פשוטה, לעומת עלות הכתיבה בלשון בה היו רגילים לכתוב. עלות הכתיבה המשפטית והטכנית (אשר מהווה כ-48% מסך שעות הכתיבה) עלתה ב-15%, כך שסך העלות גדלה בכ-7%. ה-SEC מציינת, כי הגידול בעלויות יחול בעיקר בשנה הראשונה לאימוץ הכלל החדש, בשל חוסר הניסיון של החברות בשיטה החדשה, ושעם הזמן הן תסתגלנה לשינוי והעלויות תרדנה. היא גם מציינת כי, לדעתה, העלייה של 7% בהוצאות התאגידים אשר השתתפו בניסוי גבוהה מן ההוצאה העתידית. זאת, משום שלמשתתפות הניסוי לא היו מודלים לכתובה להישען עליהם:

"We believe the estimate of seven-percent higher cost in the first year is somewhat overstated because it is based on the experience of pilot participants who did not have models to follow. The time required for future registrants to comply with the requirements should be lower. To help reduce compliance time, the staff is ... issuing a handbook on how to prepare plain English documents and will hold workshops to help public companies, their counsel, and underwriters comply with the rules"<sup>41</sup>.

38 F.H. Easterbrook & D.R. Fischel "Mandatory Disclosure : ראו: and the Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 669, 700-701, 703

39 כך למשל קיימים בישראל טפסים סטנדרטים לדיווח בנושאים שונים כגון: שינויים בהחזקות בעלי עניין, מינוי/הפסקת כהונה של נושאי משרה וכו'. גם הדיווח באמצעות ה"מגנא" (ראו סעיף 2.ב להלן) יכלול טפסים סטנדרטים.

40 "Plain English — (להלן) Plain English Disclosure, Release No. 33-7497 (Jan. 28, 1998) (Release)". לדיון בכללים ראו סעיף 2.א(3) להלן.

41 ראו Plain English Release, ה"ש 40 לעיל בע' 27-28.

מכאן, שעצם קביעת כללים ברורים תקטין בסופו של דבר את עלויות הגילוי של המנפיקים.<sup>42</sup>

(2) השוואת רמת הדיווח השוטף לרמת הדיווח בתשקיף כפי שראינו, לא ניתן לקיים מסחר בשוק הון ללא מידע על התאגידים הנסחרים בו. מכאן שחובת הגילוי משתרעת הן על השוק הראשוני, בעת פרסום תשקיף, שעה שהתאגידים מציעים ניירות-ערך לציבור, והן על השוק המשני, בעת שמתנהל מסחר שוטף (בין בבורסה ובין מחוצה לה) בניירות-הערך של אותם תאגידים.<sup>43</sup> מבחינה תיאורטית, לא צריך להיות הבדל בהיקף הגילוי הנדרש בשני השווקים.<sup>44</sup> מידע הינו הבסיס לכל העסקאות הנעשות בשוק ההון, שכן בלעדיו משקיעים אינם יכולים להעריך מהו הנכס אותו הם שוקלים לרכוש ו/או למכור.<sup>45</sup> מבחינה זו אין הבדל אם העסקאות נעשות בשוק הראשוני או בשוק המשני, שכן אין שוני בין האינפורמציה הנדרשת למשקיע על-מנת להחליט אם לרכוש ניירות-ערך ישירות מן החברה בעת ביצוע הנפקה לציבור לבין האינפורמציה הדרושה לו בכדי להחליט האם לרכוש אותו ניירות-ערך ממשקיע אחר במהלך המסחר בבורסה. בשני המקרים המשקיע זקוק לאותו מידע על-מנת לקבל החלטת השקעה.<sup>46</sup>

הנשיא שמגר עמד במפורש על-כך שאין סיבה להבחין בין היקף המידע בשני השווקים:

“...כך תתקיים המטרה שבבסיס חובת הגילוי הן בכל הנוגע לאמור בפרק ג' לחוק בשלב ראשית המסחר, והן בשלב מהלך המסחר. אין כל טעם שבהגיון או במדיניות לגרוע גריעה של ממש מן האלמנטים הטעונים גילוי ומחיקה של חובה זו במועד בו החברה כבר בשלב השוק המשני של המסחר בניירות

42 לדיון מקיף בשאלת הצורך בחובת גילוי ספציפית בדיני ניירות-ערך, ראו: פטרמן, לעיל הערה 16, בסעיף 2 בחלק השני של העבודה.

43 בעת ביצוע הצעה לציבור של ניירות ערך חלה חובה לפרסם תשקיף (סעיף 15 לחוק ניירות ערך); במהלך חייה השוטפים של חברה נסחרת, עליה לפרסם דוחות כספיים אחת לרבעון, דו"ח תקופתי אחת לשנה ודו"חות מידיים, כל אימת שמתרחש אירוע מיוחד (סעיף 36 לחוק ניירות-ערך ותקנות הדיווח השוטף שהותקנו מכוח סעיף 36 הנזכר).

44 לדעה שונה ראו: א' אברמזון "תחזיות ומידע רך" בחברה הציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב (תשנ"ג) 55, 71–73.

45 "גרוס ונ' מימון-שעשוע, "הנעה בתרמית לביצוע עסקה בניירות ערך", הפרקליט מד (תשנ"ט) 181, 181.

46 גם ה-SEC הכירה בכך שמשקיעים השוקלים השקעה בניירות ערך זקוקים לאותו מידע, בין אם מדובר ברכישה מן התאגיד על-פי תשקיף ובין אם מדובר ברכישה בשוק המשני. ראו: E. F. Greene at al "Hegemony or Deference: US Disclosure Requirements in International Reproposal of Comprehensive Capital Markets" 50 *Bus. Law* (1995) 413, 414. וכן: Revision to System for Registration of Securities Offerings, Securities Act Release No. 6331 [1981–1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 82,016 (Aug. 13, 1981).

הערך שלה. התשקיף הינו אירוע חד-פעמי הנדרש רק לפני הנפקת ניירות הערך של החברה למסחר ויש לשמר ולהתמיד בקיום המנגנונים המקדמים את אותה המטרה שבבסיס חובת הגילוי אף בכל מהלך המסחר המאוחר יותר בניירות-הערך בבורסה לניירות ערך"<sup>47</sup>.

בפועל, הדין הישראלי הקיים יוצר מצב שבו קיים פער בין היקף המידע המצוי על תאגיד שזה עתה הציע את ניירות הערך שלו לציבור ועל-כן פרסם תשקיף, לבין היקף המידע המצוי לגבי תאגידים אחרים, אשר בהיעדר הנפקה לציבור, המידע הקיים לגביהם הינו אך ורק המידע המתפרסם במסגרת הדיווח השוטף שלהם. פער זה נוצר כתוצאה מליקוי בהוראות החוק הנוגעות למה שקרוי דו"ח תקופתי. הדיווח השוטף מורכב משני סוגי דו"חות: דו"חות עתיים ודו"חות מידיים. הדו"חות העתיים הם דו"חות אשר החוק קובע מראש את המועדים שבהם יש לפרסמם. דו"חות אלה כוללים את הדו"חות הכספיים אותם יש לפרסם אחת לרבעון וכן דו"ח תקופתי אותו יש לפרסם אחת לשנה. הדו"חות המידיים הם דו"חות שבהם על התאגיד לדווח על שורת אירועים המפורטים בחוק במועד קרות אותם אירועים<sup>48</sup>. הצירוף של שני סוגי הדו"חות — דו"חות מידיים על אירועים מיוחדים, המתפרסמים מיד עם קרות אותם אירועים; ודו"ח תקופתי, הכולל סקירה שנתית של התאגיד, היה אמור להעניק את התמונה השלמה אותה נותן התשקיף. אלא, שהוראות החוק הישראלי הקובעות את הפרטים אותם יש לכלול בדו"ח התקופתי<sup>49</sup> החמיצו מטרה זו. רבות מהוראות אלו הינן חזרה על רשימת הפרטים אשר לגביהם היה על התאגיד להגיש דו"חות מידיים בשנה החולפת. פרטים אשר כבר דווח עליהם אינם מוסיפים דבר (מלבד אולי הטלת עלויות נוספות על התאגיד המדווח, אם כי ניתן להניח שהעלויות הכרוכות בהעתקת אינפורמציה שכבר דווחה, זניחות). על-פי היפותזת השוק היעיל<sup>50</sup>, המידע הכלול בפרסומים קודמים כבר הוטמע במחיר ניירות הערך ועל-כן אין

47 עניין ברנוביץ', לעיל הערה 16, בע' 834.

48 תקנות הדיווח השוטף קובעות שורה של עניינים עליהם יש לדווח בדו"ח מידי כגון שינויים בהון המונפק של התאגיד; שינוי במספר ניירות הערך המוחזקים על-ידי בעלי עניין; חילופי נושאי משרה בכירים; זימון אסיפה כללית וכו'. בצד הרשימה המפורטת של האירועים קיימת הוראת "סל" שלפיה על התאגיד לדווח על כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בהתאם לאמור בתקנה 36 לתקנות הדיווח השוטף.

49 הוראות פרק ג' לתקנות הדיווח השוטף.

50 "היפותזת השוק היעיל" (Efficient Capital Market Hypothesis) (ECMH או EMH) הינה היפותזה שאומצה מתחום הכלכלה. שוק יעיל לסחורה כלשהי מוגדר כשוק שבו מחירה של הסחורה הנדונה משקף את כל המידע ביחס לאותה סחורה (לוי, סמיט וסרנת, הבורסה וההשקעה בניירות-ערך (תשנ"ט) 549 וכן J. D. Cox, R.W. Hillman & D.C. Langevoort *Securities Regulation: Cases and Materials* (2<sup>nd</sup> ed., 1997) 34. כשמיישמים הגדרה זו לשוק ניירות הערך, אנו מקבלים את הניסוח הקלאסי של היפותזת "השוק היעיל" — "מחירי ניירות ערך משקפים באופן מלא את כל המידע הרלבנטי לגביהם, בכל רגע נתון" (מ' בן-חורין, שוק ההון וניירות הערך (1996) 255; וכן R. J. Gilson & R. H. Kraakman, "The Mechanism of Market

טעם לדרוש את הפרסום שנית<sup>51</sup>. סוג אחר של הוראות הינו הוראות שעניינן נתונים כספיים, אשר רבים מהם ניתן למצוא בדו"חות הכספיים. הוראה משמעותית של הדו"ח התקופתי הינה הוראה הקובעת כי יש לכלול בדו"ח זה דיווח של הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד בשנת הדיווח. דו"ח הדירקטוריון, כשמו כן הוא, כולל הסברים של הדירקטוריון על מצב עסקי התאגיד, תוצאות פעולותיו, הונו העצמי ותזרימי המזומנים שלו<sup>52</sup>. הדו"ח כשמו, נועד להעניק למשקיעים הסברים לנתונים המספריים המופיעים בדו"חות הפיננסים ומכאן חשיבותו – הדו"ח מיועד להרחיב את התמונה שיש למשקיעים על התאגיד ואינו חזרה בלבד על מידע קודם. אלא, שבכך אין די כדי לספק תמונה כללית על עסקי התאגיד ופעילותו. נוצר, אם כן, מצב שבו משקיע המעוניין לרכוש ניירות-ערך של תאגיד אשר הנפיק לא מכבר, ימצא תיאור מקיף של עסקיו בעוד שמי שמתעניין בניירות-ערך של תאגיד אחר ימצא לגביו מידע דל יותר. על-מנת להשלים את הפסיפס, היה על המחוקק ללכת צעד הלאה ולדרוש כי הדו"ח התקופתי יכלול גם תיאור של התאגיד, כפי שהדבר נעשה בארה"ב. ה-SEC הרכיבה "חבילת מידע בסיסי" הכוללת את כל המידע הבסיסי החשוב למשקיעים. האינפורמציה הכלולה בחבילה זו הינה – דו"חות כספיים; נתונים כספיים בנושאים כגון מכירות, הכנסות והפסדים, סך נכסים, התחייבויות לזמן ארוך, דיבידנדים וכו'; Management Discussion & Analysis (MD&A) – הסברים של ההנהלה לדו"חות הכספיים תוך דגש על מגמות בתאגיד ומידע על מחירי השוק של ניירות-הערך. על התאגיד לפרסם את המידע הכלול בחבילה הבסיסית בכל מסמכי הגילוי שלו – במסמך הרישום (Registration Statement), בדו"ח השנתי לבעלי מניות ובדו"ח 10-K<sup>53</sup>. בדו"ח 10-K, בנוסף למידע הכלול בחבילת המידע הבסיסי, התאגיד נדרש להוסיף גם תיאור מפורט של עסקי התאגיד, נכסיו, הליכים משפטיים להם הוא צד ומידע על נושאי משרה ודירקטורים<sup>54</sup>. תיאור נוסף זה הינו המידע המשלים אשר

51 70 Va. L. Rev. (1984) 554-555 "Efficiency" על-פי היפותזת "השוק היעיל", מגוון כוחות

הפועלים בשוק ההון, גורמים למידע להשתקף בצורה מהירה במחירי ניירות הערך.  
52 על-פי גישה אחרת, אשר הדגש בה אינו על המידע שיש לשוק, כי אם על המידע שיש למשקיע הספציפי, יש טעם בחזרה על המידע אשר כלול בדו"חות המיידים ובדו"חות הכספיים, שכן החזרה מרכזת את כל המידע ומסייעת למי שאינו עוקב באופן שוטף אחר כל הדיווחים המתפרסמים על-ידי התאגיד.

53 הוראה זו הוספה לחוק בשנת תשנ"ד בעקבות דו"ח ועדה ציבורית בראשות גב' גליה מאור אשר בדקה את נושא הדיווח הלא כספי של תאגידים נסחרים. רעיון דו"ח הדירקטוריון מבוסס על ה-Management Discussion & Analysis (MD&A) המופיע במסמכי הגילוי האמריקנים. על פי תקנה 48 לתקנות הדיווח השוטף, יש לצרף דו"ח דירקטוריון גם לדו"חות כספיים ביניים. היקף דו"ח הדירקטוריון לתקופת הביניים מצומצם והוא נערך בהנחה שבפני קוראיו נמצא גם דו"ח הדירקטוריון לשנת הדיווח האחרונה.

54 מסמך רישום הינו המסמך שאותו על התאגיד לפרסם בעת ביצוע הצעת ניירות ערך לציבור (המסמך המקביל לתשקיף הישראלי). דו"ח 10-K הינו הדו"ח השנתי אותו על התאגיד להגיש לרשויות (המסמך המקביל לדו"ח התקופתי הישראלי).

54 ראו Cox, Hillman & Langevoort, ה"ש 50 לעיל, בע' 244.

נועד לתת למשקיעים תמונה שלמה על התאגיד וליצור מצב שבו גם בשעה שהתאגיד אינו מנפיק את ניירות-הערך שלו לציבור, הוא נדרש לפרסם אינפורמציה כללית בדבר עסקיו ופעילותו<sup>55</sup>. תקנות הדיווח השוטף החדשות, אשר מיישמות את המלצות ועדת ברנע, שדגלה באימוץ הדין האמריקני, אכן כוללות הוראות ברורות. הן קובעות, כי הדו"ח התקופתי יכלול תיאור של עסקי התאגיד אשר יהיה בפורמט זהה לתיאור עסקי התאגיד בתשקיף<sup>56</sup>. תקנות הדיווח החדשות מחזקות, אפוא, את ההגנה המוענקת למשקיעים בכך שהן מבטיחות כי בפועל, יהיה להם בכל עת מידע מקיף בנוגע לכל אחד מן התאגידים הנסחרים. גם כאן, לא נפקד מקומו של הסיוע למנפיקים. ברור, כי הרחבת היקף הגילוי השוטף מהווה הכבדה על התאגידים הנסחרים. עם זאת, עצם קיומו של מידע נרחב על התאגיד באופן שוטף, פתח את הפתח לאימוץ שיטת גילוי המוכרת בדין האמריקני – גילוי "בדרך של הפניה" (Incorporation by reference). זוהי שיטה שבה ניתן לכלול מידע במסמכי גילוי בדרך של הפניה למידע שכבר פורסם בעבר. כך, למשל, תקנות התשקיף החדשות קובעות, כי חברות נסחרות אשר מציעות ניירות-ערך לציבור תוכלנה לעשות זאת באמצעות תשקיף אשר יכלול את הפרטים הנדרשים על-פי התקנות, בדרך של הפניה לדו"ח התקופתי האחרון שפורסם<sup>57</sup>. בעידן הדיווח האלקטרוני (עליו נפרט להלן), קישוריות באינטרנט עשויות להפוך את ביצוע ההפניה לעניין קל ונוח מאין כמותו. הדיווח בדרך של הפניה יקל בצורה משמעותית על גיוסי הון חוזרים של חברות נסחרות שכן, כפי שהדבר נוסח בהמלצות ועדת ברנע: "הליך של גיוס הון על-ידי חברה נסחרת יהא חלק ממהלך העסקים שלה ולא יהווה מהלך יוצא דופן מבחינת הקשיים הכרוכים בו, או קפיצת מדרגה מבחינת זרימת מידע למשקיע"<sup>58</sup>.

(3) כלל "העברית הבהירה" – חידוש נוסף הינו אימוץ כלל ה"עברית הבהירה". תקנות מסמכי הגילוי החדשות קובעות, כי המידע הכלול במסמכי הגילוי ייערך בשפה בהירה, תמציתית, פשוטה ומוכנת תוך יישום שורה של עקרונות המנויים בתקנות התשקיף החדשות שהוזכרו<sup>59</sup>. גם כלל זה מבוסס על הדין האמריקאי, והפעם

55 לתיאור התפתחות החקיקה בארה"ב אשר הובילה לצמצום הפערים בין הפרטים שגילויים נדרש בשוק הראשוני לבין הפרטים שגילויים נדרש בשוק המשני ראו Greene, *supra note* 49, text accompanying notes 27–54.

56 ראו דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22 בע' 35–36.

57 ראו תקנה 6 לתקנות התשקיף החדשות. להמלצות ועדת ברנע בנושא זה ראו דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22 בע' 37.

58 ראו דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22 בע' 9. לדיון מקיף בהבדלים בין היקף המידע הנדרש בשוק הראשוני לזה הנדרש בשוק המשני וכן לניתוח שיטת "הגילוי האינטגרטיבי" ומידת רצינותה ראו: פסרמן לעיל הערה 16, סעיפים 2–3 בחלק השלישי של העבודה.

59 ראו התוספת השנייה לתקנות התשקיף החדשות. כאמור בטקסט הנלווה להערה 36 לעיל, תקנות הדיווח השוטף החדשות קובעות כי התיאור בדיווח השוטף יעשה בהתאם לעקרונות שבתוספת



על כללי ה-Plain English<sup>60</sup> אשר נכנסו לתוקף בארה"ב בינואר 1998 ואשר קובעים כי יש לכתוב חלק מפרקי התשקיף (כריכה, תמצית וגורמי סיכון) בלשון פשוטה ואף מפרטים מהם העקרונות של אותה לשון פשוטה<sup>61</sup>. כללי הלשון הפשוטה נועדו, כמוכח, להגן על המשקיעים בכך שהם יקלו עליהם את הקריאה וההבנה של מסמכים אשר נכון לעכשיו כתובים בשפה מקצועית לא פשוטה<sup>62</sup>. הפשטת לשון הגילוי תואמת גם את השינוי שעניינו דרכי ההפצה של מסמכי הגילוי<sup>63</sup>. מסמכי גילוי אשר יועברו באמצעות האינטרנט יהיו נגישים ויגיעו לקהל רחב יותר ועל-כן מן הראוי כי הדברים ייכתבו בלשון שתוכן על ידי הקוראים. אם השינוי אכן יוביל לכך שיותר אנשים מקרב הציבור יוכלו לקרוא בעצמם את מסמכי הגילוי וכתוצאה מכך הם ינהלו את תיקי ההשקעות שלהם באופן עצמאי<sup>64</sup>, ייתכן שהדבר יסייע למנפיקים, ובמיוחד הקטנים שבהם, שכן הם יוכלו להיחשף לקהל יעד פוטנציאלי גדול יותר ובעקבות כך להגדיל את מעגל המשקיעים בהם<sup>65</sup>.

- השנייה לתקנות התשקיף החדשות. להמלצות ועדת ברנע בנושא, ראו דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 22 בע' 38–39.
- 60 ראו לעיל הערה 43. אימוץ לשון פשוטה היתה אחת מהמלצות ועדת Wallman, ועדה אשר הקימה ה-SEC בשנת 1995 במטרה לבדוק כיצד ניתן לפשט את הגילוי. ראו: Report of the Task Force on Disclosure Simplification (Mar. 5, 1996)
- 61 לשון פשוטה בכללי ה-Plain English כוללת שישה עקרונות אשר יקלו על הכתיבה: כתיבה בזמן פעיל (active voice); משפטים קצרים; שפה יום-יומית קונקרטי; טבלאות ו-"bullet lists" להבהרת חומר מורכב; אין להשתמש בז'רגון משפטי או מונחים עסקיים; אין להשתמש בריבוי שלילה (multiple negatives). ראו Plain English Rule, ה"ש 42 לעיל וכן A Plain English handbook (<http://www.sec.gov/consumer/plaine.htm>). בנוסף לכך, קובעים הכללים קיים מנחים לכתיבת יתר התשקיף בצורה ברורה, תמציתית ומובנת. קל לראות כי העקרונות הקבועים בארה"ב הם ששימשו בסיס לעקרונות הקבועים בתוספת השנייה של תקנות התשקיף החדשות.
- 62 לניתוח ביקורתי של כלל "העברית הבהירה" ראו פסרמן, לעיל הערה 16, סעיף 5.1 בחלק השלישי של העבודה.
- 63 ראו סעיף 2.2 בהלך.
- 64 בפס"ד ברנוביץ' מצייין כב' הנשיא שמגר כי: "... יש לזכור גם כי חלק ניכר מההשקעה בבורסה לניירות ערך אינה נעשית על ידי החזקה ישירה של המשקיע אלא דרך משקיעים מוסדיים שונים (קרנות נאמנות, קופות גמל, חברות ביטוח וכו')..." (פס"ד ברנוביץ', לעיל הערה 16, בע' 836).
- 65 הניסיון בארה"ב הראה כי תאגידים קטנים אשר לא יכלו למצוא חתמים אשר יסכימו ללוות את ההנפקה שלהם ולהנפיק בדרכים המסורתיות, אכן עשו שימוש באינטרנט על-מנת להציע ניירות-ערך לציבור. דוגמא ידועה הינה ההנפקה של חברת Spring Street Brewing Co., חברה ניו-יורקית קטנה, בעלת מבשלת שיכר המתמחה ביצור בירות בסגנון אירופאי. במרץ 1996 גייסה Spring Street בהנפקה לציבור שנערכה באמצעות האינטרנט סך צנוע של \$1.6m (Spring Street הציעה לציבור מניות בסך של \$5m אלא שהצליחה למכור \$1.6m בלבד). במסגרת ההנפקה, כ-3,500 משקיעים רכשו 844,591 מניות במחיר של \$1.85 למניה. כל משקיע רכש בממוצע כ-241 מניות במחיר כולל של \$474. ראו: L. A. Mondschein, "Securities Trading: Note: Taming The Frontier? An Evaluation of the SEC's Regulation of Internet Systems" *Colum. Bus. L. Rev.* (1999) 165, 167

(4) גילוי מידע הצופה פני עתיד — חידוש מבורך נוסף של "הרפורמה" הינו הכללת מידע צופה פני עתיד במסגרת הגילוי. המבחן הקובע איזה מידע חייב בגילוי הוא מבחן המהותיות, שעל-פיו יש לגלות "כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים..."<sup>66</sup>. שווים של ניירות ערך נגזר מתזרים המזומנים העתידי של התאגיד ולא מביצועי העבר שלו<sup>67</sup>. לכן, ברור כי מידע בדבר "העתיד" של התאגיד, ובמיוחד תחזיות פיננסיות בדבר רווחים, הפסדים וכו' הינו מידע חיוני למשקיע, הדרוש לו לשם הערכת מחירי ניירות הערך של התאגיד. למרות חשיבות מידע הצופה פני עתיד, הדין הנוהג בישראל לא מאפשר פרסום מידע כזה<sup>68</sup>. זה היה גם המצב בארה"ב. בעבר, התנגדה ה-SEC להכללת תחזיות במסמכי הגילוי המוגשים לה. בעקבות הביקורת הרבה שהוטחה בה, שינתה ה-SEC את גישתה ובתחילת שנות ה-70, במה שכונה "מהפכה גדולה"<sup>69</sup> קבעה, כי היא מעודדת תאגידים לפרסם תחזיות, אם כי אינה מחייבת את פרסומן<sup>70</sup>. מחקרים הראו, כי גילוי מידע הצופה

66 סעיפים 16(א) ו-36(ג) לחוק ניירות-ערך. לנוסח הסעיפים ראו לעיל הערה 32. הפסיקה הדגישה כי על-מנת שמידע ייחשב מהותי, די אם הוא מהווה חלק ממכלול האינפורמציה אשר המשקיע מתחשב בה לצורך קבלת החלטת השקעה, גם אם אין בו כדי לשנות את החלטתו. (ראו ע"פ (ת"א) 621/90, 723 אמנונים חברה לעבודת עפר בע"מ נ' מדינת ישראל (לא פורסם) הגדרה זו צוטטה בהסכמה בעניין ברנוביץ, לעיל הערה 16 לעיל, בע' 837. ראו גם ע"פ 5052/95, 5109, 5111 ואקנין נ' מדינת ישראל פ"ד (2) 642, בעמוד 654).

67 M. Kahan "Securities Law and the Social Costs of 'Inaccurate' Stock Prices" 41 *Duke* 977, 979, Fox; L.J. (1992) 977, 979, לעיל הערה 26 לעיל בע' 2533; J. H. Lorie, P. Dodd & M. Hamilton-Kimpton, *The Stock Market: Theories and Evidence* (2<sup>nd</sup> ed 1985) 88-95 גם הנשיא ברק ציין כי "מחיר נייר הערך משקף שיווי משקל בין היצע ממשי לבין ביקוש ממשי, אשר מקורו בתחזיות המשקיע בדבר תוחלת הרווח העתידית מאותה השקעה" (ראה פס"ד ואקנין, לעיל הערה 66, בע' 656). כב' הנשיא ברק חוזר על דבריו בפרשת פולק, לעיל הערה 21.

68 למיטב ידיעתנו, אין אף מקום בדין הישראלי האוסר במפורש על פרסום מידע צופה פני עתיד לרבות תחזיות. הסיבה לכך שרשות ניירות-ערך נוהגת לאסור על פרסום כאמור הינה העדר הגנות מתאימות מפני אחריות גילוי מידע צופה פני עתיד. הסדרת ההגנות במסגרת תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ב-2002 היא המאפשרת התרה של פרסום מידע צופה פי עתיד (ראו הטקסט הנלווה לה"ש 73 להלן).

69 J. M. Olivieri "Note: Liability for Forward Looking Statements: The Securities and Exchange Commissions Ambiguous Stance" *Colum. Business L. Rev.* (1993) 191, 221

70 Reg S-K Item 10(b). לפירוט ההיסטוריה שעניינה גישת ה-SEC לפרסום "תחזיות" ראו J. Seligman "The Sec's Unfinished Soft Information Revolution" 63 *Fordham L. Rev.* (1995) 1953, 1954-1963; Olivieri, *supra note* 69, at pp. 222-223; R. Dennis, "Mandatory Disclosure Theory and Management Projections — A Law and Economic Perspective" 46 *Md L. Rev.* (1987) 1199-1200; J. R. Brown Jr., "Corporate Communications and the Federal Securities Law" 53 *Geo Wash. L. Rev.* (1985) 741; E. Kitch, "The Theory and Practice of Securities Disclosure" 61 *Brooklyn L. Rev.* (1995) 763, 785-780; L. Loss & J. Seligman, *Securities Regulation* (3<sup>rd</sup> ed., 1989 & 1998 Supp.) vol. 2, pp. 622-636

פני עתיד אכן שיפר את איכות המידע המגיע למשקיעים<sup>71</sup>. גם בנושא זה, המחוקק הישראלי, ההולך בעקבות עמיתו האמריקני, אם כי באיחור ניכר, החליט כי הגיעה העת לכלול במסמכי הגילוי התייחסות למידע צופה פני עתיד. תקנות מסמכי הגילוי החדשות קובעות חובה לכלול במסמכי הגילוי צפי להתפתחות בשנה הקרובה ומידע בדבר שינוי מהותי בתוצאות העסקיות הצפויות, ומאפשרות לכלול מידע צופה פני עתיד נוסף מכל סוג שהוא שלא נדרש במפורש, כגון: תכנית עסקית של התאגיד, ניתוח מגמות השוק שלו וכן תחזיות של התאגיד לגבי עסקיו<sup>72</sup>. על-מנת להתגבר על החשש כי התאגידים ונושאי המשרה שלהם יהיו צפויים להיתבע ולשאת באחריות כל אימת שתחזיות תתבדינה, תזכיר חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 23), התשס"ב-2002 (להלן – תיקון מס' 23) כולל הוראה מיוחדת שעניינה אחריות מופחתת למידע צופה פני עתיד<sup>73</sup>. גם כאן, הצורך בהשוואת הדין הישראלי לדין האמריקני בולט לאור העובדה שחברות ישראליות רבות אשר ניירות-הערך שלהן נסחרים בבורסות בארה"ב נוהגות לפרסם תחזיות, ויתרה מכך, לאור קיומו של חוק "הרישום הכפול", המאפשר לחברות ישראליות הנסחרות בחלק מן הבורסות בארה"ב לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה התל-אביבית בהסתמך על מסמכי הגילוי המפורסמים על-ידיהן בחו"ל<sup>74</sup>, הכוללים, כאמור, תחזיות.

#### ב. הדיווח האלקטרוני

המהפכה בתחום דיני ניירות-ערך כוללת לא רק שינויים תוכניים וצורניים, אלא גם התאמה של אמצעי הדיווח לעידן שלנו, עידן האינטרנט. בנובמבר 2002 התקבל חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 22), התשס"ג-2002<sup>75</sup> (להלן – "חוק הדיווח האלקטרוני") הקובע, כי הדיווח הנדרש על-פי חוק ניירות-ערך ייעשה בדרך אלקטרונית. הדיווח האלקטרוני יתבצע באמצעות מערכת ה-"מגנא" – מערכת גילוי נאות אלקטרונית

71 G. Pownall, C. Waseley, G. Waymine "The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts" 68 *Acc. Rev.* (1993) 896

72 ראו סעיף 4(27)-(30) לתוספת השנייה לתקנות התשקיף החדשות. תקנות הדיווח השוטף החדשות מפנות לתקנות התשקיף החדשות כך שאותו דין חל גם על הדיווח השוטף. למעשה, מידע צופה פני עתיד נכלל גם בנושא גילוי חשיפה לסיכונים שוק ודרכי ניהולם אשר החובה להתייחס אליו הוספה לדין הישראלי בתקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון מס' 2), התשס"ב-2002.

73 ראו סעיף 33 לתזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ב-2002. ההשראה להוראה זו נלקחה מהדין האמריקני (הוראות ה-Safe Harbor [נמל המבטחים] הכלולות ב-Private Securities Litigation Reform Act of 1995 וכן Rule 175 של ה-SEC). לניתוח חובת הגילוי של מידע רך ראו: פסרמן לעיל הערה 16, סעיף 6 בחלק השלישי של העבודה.

74 ראו דיון בסוגיה בסעיף 3.ב. להלן.

75 ס"ח 1874. באפריל 2003 התקבלו תקנות ניירות ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני), התשס"ג-2003 ותקנות ניירות ערך (מאשר חתימה), התשס"ג-2003.

שהוקמה על-ידי רשות ניירות-ערך ואשר צפויה להתחיל לפעול בשנת 2003<sup>76</sup>. זוהי מערכת חדישה המושתתת על טכנולוגיות מתקדמות, אשר נועדה לאפשר ביצוע קליטה והפצה של מכלול הדיווחים הנדרשים מגופים הכפופים לפיקוח הרשות דרך רשת האינטרנט. במסגרת המערכת הוקמו ברשות ניירות-ערך שני אתרים: האחד, אתר הדיווח, המיועד לקליטת המסמכים המוגשים לרשות על-ידי הגורמים המדווחים; האחר, אתר ההפצה בו יוצגו לעיון הציבור דיווחי הגורמים המדווחים<sup>77</sup>. קיום כל מסמכי הגילוי ברשת האינטרנט יקל על הגישה של הציבור הרחב למידע<sup>78</sup>. מכאן, שעצם הדיווח באינטרנט משיג את אחת המטרות החשובות של הגילוי – הפחתת אי השוויון במידע שבין המשקיע ה"ממוצע" לבין מקצועני השוק. בארה"ב, בה קיימת מערכת של דיווחים אלקטרוניים (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval (EDGAR) מאמצע שנות ה-90, הדגישה ה-SEC כי:

"An important element of [the EDGAR proposal] is that it affords all users of SEC data identical, immediate access. There would be no competitive advantage based on time"<sup>79</sup>.

עו"ד מירי כץ – יו"ר רשות ניירות-ערך לשעבר – אשר יזמה את פרויקט המגנא, הדגישה אף היא:

"המערכת תאפשר לכל משקיע גישה חופשית ומהירה למידע שמעבירות החברות לידיעת הציבור... זו אחת המערכות החדשניות ביותר מסוגה בעולם וחשיבותה בכך שהיא תאפשר נגישות למידע בו זמנית לכלל הציבור. לא יהיה עוד מצב בו משקיע מהפריפריה נחשף למידע באיחור משום שהוא נאלץ לנסוע לספריית הבורסה בתל-אביב או לשלם עבור המידע לספק מידע מסחרי כדי לשלוף משם את התסקיף או את הדו"ח הכספי שבמידע מתוכו הוא מעוניין"<sup>80</sup>.

אלא, שעל-מנת לקבל החלטת השקעה מושכלת, לא די בקבלת מידע על תאגיד זה או אחר. המשקיע צריך להחליט באלו ניירות-ערך מתוך המגוון העצום העומד

76 ראו חדשות הרשות מיום 28.8.2002 – "פיילוט מוצלח לפרויקט מגנא של רשות ניירות-ערך".

77 ראו דברי ההסבר לטיטוט תקנות הדיווח האלקטרוני.

78 כאן המקום לציין כי בישראל, החל מינואר 2001, אתר האינטרנט של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (<http://www.tase.co.il>) כולל מאגר מידע, המאיה, שאליו נסרקים הדוחות המידיים של החברות הרשומות למסחר בבורסה. מערכת המגנא הינה מערכת רחבה יותר, שכן יכללו בה on-line כל מסמכי הגילוי של כל הגופים הכפופים לפיקוח הרשות.

79 Electronic Filing, Processing and Information Dissemination System, Securities Act Release No. 33-6548 (Sept. 5, 1984)

80 ראו הודעת רשות ניירות-ערך מיום 20 באפריל 2002, "רשות ניירות ערך חושפת מערכת דיווחים העושה לראשונה שימוש בחוק החתימה האלקטרונית".

לרשותו עדיף לו לבחור<sup>81</sup>. לשם כך, עליו להכיר את האלטרנטיבות השונות ולהשוות ביניהן<sup>82</sup>. מערכת המגנא תאפשר השוואה של מידע קודם של אותו תאגיד וכן השוואה בין התאגידים השונים ובכך תאפשר למשקיע הפשוט לקבל החלטות השקעה ביתר קלות.

מעניין לציין כי מלבד תרומתו של האינטרנט לאפשרות המשקיע הפשוט לקבל החלטת השקעה מושכלת, בארה"ב, קיומו אף גרם ליצירת מעורבות של המשקיעים הפרטיים בהליכים המתרחשים בשוק ההון. דוגמא מאלפת לכך הינה כמות התגובות שהגיעו ל-SEC במהלך הליכי החקיקה של כללי ה-FD ("Fair Disclosure") שנכנסו לתוקף בארה"ב בשנת 2000 ואשר אוסרים על מנפיקים לגלות מידע באופן סלקטיבי למקצועני השוק<sup>83</sup>. משקיעים יחידים רבים טרחו להגיב ליוזמת החקיקה של ה-SEC ולהביע את תמיכתם בה, תוך שהם מדגישים כי הם מקבלים החלטות השקעה באופן עצמאי וכי כיום, בזכות האינטרנט, יש להם אפשרות גישה נוחה למידע<sup>84</sup>.

גם בעניין הדיווח האלקטרוני, החברות הנסחרות תצאנה נשכרות. עד לתיקון חוק הדיווח האלקטרוני, ההתייחסות היחידה לפרסום באמצעות האינטרנט הייתה ב"כללים לפרסום תשקיף אינטרנטי". כללים אלו אפשרו לחברות לפרסם את התשקיף שלהן באינטרנט, אך זאת רק כאמצעי נוסף על האמצעים הקיימים<sup>85</sup>. החברות המנפיקות נאלצו, בכל מקרה, להפיץ אלפי העתקים של תשקיף על גבי נייר, על כל ההוצאות הכרוכות בכך<sup>86</sup>, ועל-כן, במרבית המקרים, בחרו החברות שלא לנצל את אפשרות פרסום "התשקיף האינטרנטי". הדיווח האלקטרוני אמור להחליף, לאחר

81 בסוף שנת 2002 היו רשומים למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ ניירות-ערך שונים של 625 חברות (ראו הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ, סקירה שנתי ל-2002, בע' 5).  
82 H. Kripke, "The Sec, the Accountants, Some Myths and Some Realities" 45 *N. Y.U.L. Rev* (1970) 1151, 1168-1169

83 ראו לעיל הערה 19.

84 מר Ross, למשל, כתב: "... As a small investor in Micros I have not been given access to a level playing field and all investors have to make an investment decision based on the same public information. Before the widespread adoption of the Internet full and equal disclosure to all investors may not have been possible. However, the surge in interest in using CCBN.com and other Internet broadcasting services is a strong indication that the flow of investment information will not stop but will increasingly be made available to all investors in a timelier manner"

לתגובה זו ולתגובות נוספות של משקיעים יחידים ראו <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73199> (visited 5/11/00)

85 סעיף 4 ל"כללים לפרסום תשקיף באינטרנט", רשות ניירות-ערך, 30.3.1999.

86 בית-דפוס המתמחה בהדפסות עבור שוק ההון מסר לנו כי עלות ההדפסה וההפצה של תשקיף על-גבי נייר (טיוטות ונוסח סופי) נעה בין 40,000 ל-100,000 ש"ח (כולל מע"מ) בהתאם לגודל התשקיף.

תהליך הטמעה, את הדיווח המתבצע כיום באמצעות הגשת מסמכים במסירה ידנית, בדואר או בפקס ועל-כן הוא יביא לחיסכון כספי ניכר לחברות המדווחות<sup>87</sup>.

### ג. הגברת האחריות לגילוי

חוק ניירות-ערך אינו מסתפק בקביעת החובה הפוזיטיבית לגלות. על-מנת להבטיח ציות להוראות החוק, הוא כולל בתוכו הוראות המטילות אחריות לגילוי, הן אחריות אזרחית והן אחריות פלילית. מכוח האחריות האזרחית, מוטלת על תאגידים, נושאי המשרה שלהם וגופים אחרים המעורבים בשוק ההון (כגון חתמים או מומחים) חובה לפצות משקיעים בגין נזקים אשר נגרמו להם בשל דיווח מוטעה. מכוח האחריות הפלילית הם צפויים להרשעה ולעונשים הקבועים בחוק בגין דיווח כאמור. חיזוק ההגנה הניתנת למשקיעים בא לידי ביטוי גם בדרך הטיפול באחריות לגילוי. הדבר ניכר בפסיקת בתי-המשפט אשר מחד גיסא, נוטים להקל על המשקיעים, התובעים; ומאידך גיסא, נוטים להחמיר עם הנתבעים/הנאשמים – החברות, נושאי המשרה שלהן ובעלי השליטה בהן.

#### (1) האחריות האזרחית לגילוי

דוגמא להקלה עם התובע והכבדה על הנתבעים הינה פרשת רייכרט<sup>88</sup>. במקרה זה עלתה לדיון השאלה האם גם משקיע שלא קרא מעולם את מסמכי הגילוי שפרסמה החברה יכול לתבוע בגין פרט מוטעה. רייכרט תעשיות בע"מ (להלן – "רייכרט") עסקה בייצור ושיווק מוצרי בטון לשימוש תת-קרקעי ומוצרים נלווים. באוגוסט 1993 פרסמה תשקיף למכירת מניותיה לציבור. באותה עת הצביעו הדוחות הכספיים של החברה על מצב פיננסי איתן ועל גידול ברווחיה. כשנה לאחר מכן החלה שרשרת של אירועים דרמטיים ובעלי השפעה על פעילות החברה, אשר הובילו בסופו של דבר לפירוקה. המסחר במניות החברה הופסק וכתבי האופציה שהנפיקה פקעו. התובע, אשר רכש מניות וכתבי אופציה של רייכרט בפברואר 1994, הגיש כנגד חותמי התשקיף, רואי-החשבון ובעלי השליטה תובענה ייצוגית, בין היתר, בעילות על-פי חוק ניירות-ערך שעניינן פרטים מטעים בתשקיף. התביעה כנגד החותמים על התשקיף התבססה על הוראות סעיף 31 לחוק ניירות-ערך המתייחס במפורש לאחריות לתשקיף וקובע:

87 על מנת לדווח באמצעות ה"מגנא" החברות הנסחרות תצטרכנה להצטייד במערכת מתאימה (הכוללת רכיבי חתימה אלקטרונית, תוכנת pdf מיוחדת וכו'). עלות התקנת המערכת, אשר הינה הוצאה חד פעמית, מוערכת בין \$2,000 ל-\$3,000. בשנה הראשונה להפעלת המערכת צפויות לחברה עלויות נוספות בגין הדרכות וסיוע בהפעלת המערכת. לאחר תקופת "התאקלמות", לא צפויות לחברות עלויות מיוחדות הכרוכות בדיווח האלקטרוני, למעט הוצאות שוטפות של שימוש באינטרנט.

88 רע"א 8332/96 רייכרט נ' שמש פ"ד נה(5) 276. פסק-הדין ניתן ביום 12 ביולי 2001.

”מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות-ערך מן המציע, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות-ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה”. (ההדגשה שלי – ל'פ').

התביעה כנגד רואי-החשבון ובעלי השליטה התבססה על סעיפים 32 ו-52יא לחוק בהתאמה. סעיף 32, שלשונו זהה ללשון סעיף 31, קובע אף הוא כי האחריות הינה ”מחמת שהיה פרט מטעה”. סעיף 52יא מצייין, כי האחריות הינה בגין נזק שנגרם ”כתוצאה מהפרת החוק”. בעניין רייכרט לא הייתה מחלוקת כי התובע כלל לא קרא את התשקיף שפרסמה החברה ערב ההנפקה ואת הדו”חות הכספיים העיתיים שלה וכי בכל מקרה לא היו בידו הכלים והידע לנתח מסמכים אלו. השאלה שעלתה הייתה, אפוא, האם גם משקיע שכלל לא קרא את מסמכי הגילוי יכול לדרוש פיצויים בשל נזק שנגרם לו. או במילים אחרות – האם דרישת ההסתמכות מהווה תנאי להעמדת עילת תביעה על-פי סעיפים אלה? בית-המשפט העליון, אשר נדרש לסוגיה במסגרת ערעור על החלטת בית-המשפט המחוזי לאשר את התובענה כתובענה ייצוגית, ענה על כך בשלילה. השופט שטרסברג-כהן קבעה, כי לא זו בלבד שזו המסקנה המתבקשת מהלשון הברורה של אותם סעיפים, שכן המילים ”מחמת” מעידות על כך שלשם גיבושה של אחריות, די בקשר סיבתי בין הפרט המטעה או הפרת הוראות החוק לבין הנזק שנגרם לתובע, ולא נדרשת ההסתמכות ישירה של התובע, אלא שכל פירוש אחר יפגע במטרת חוק ניירות-ערך – שהיא ההגנה על המשקיעים:

”דרישה לפיה ההסתמכות ישירה על פרט מטעה בתשקיף תהווה תנאי הכרחי להגשת תביעה על-פי חוק ניירות ערך אינה עולה בקנה אחד עם התכלית המונחת בבסיסו של החוק, שהיא, להסדיר את הפעילות בשוק ההון, להבטיח את הגינות המסחר בו תוך שמירה על אמינות הדיווח הנכון והמלא, להציב בלמים מפני התנהגות בלתי ראויה של נושאי המשרה בחברות הציבוריות ולהגן על ציבור המשקיעים. הצבת דרישת ההסתמכות הישירה על מסמכי החברה כתנאי סף בלתי יוכל המשקיע הנפגע לתבוע את האחראים לפרסומו של אותו פרט מטעה, תצמצם את אפשרות התביעה לאותו ציבור מצומצם של משקיעים המתמצאים היטב בנעשה בשוק ההון ומקפידים על קריאתם וניתוחם של מסמכי החברה בטרם קבלת החלטות ההשקעה שלהם. תוצאה זו תשלול מן המשקיע הקטן, אשר איננו מצויד כלל בכלים המקצועיים לקריאת תשקיפים ודו”חות כספיים והבנתם, את ההגנה שהמחוקק פרס עליו בחוק ניירות ערך, ובכך תסכל את תכלית החקיקה”<sup>89</sup>.

89 שם, הערה 88 לעיל, בע' 312.

הנשיא ברק מסכים לפרשנות שלפיה בחוק ניירות-ערך אין נדרשת הסתמכות של התובע על מצג השווא. הוא מדגיש כי הדבר מתבקש לאור אופיו המיוחד של שוק ההון. מאחר שערכה של מניה נקבע על-פי היצע וביקוש המושפעים ממידע הקיים בשוק, גם אם אין הוא מצוי בידי המשקיע עצמו, הרי שהמשקיע עלול להיזק גם אם הוא עצמו לא הסתמך על האמור בתשקיף או בדו"ח כספיו<sup>90</sup>.

ברם, בית-המשפט אינו מסתפק במתן פרשנות מרחיבה לדיני ניירות-ערך, אשר, כאמור, נועדו ליצור מנגנוני הגנה למשקיעים. הוא הולך צעד אחד הלאה וקובע שמשקיע בניירות-ערך, אשר לא קרא את מסמכי הגילוי, יכול לתבוע גם בעילת מצג שווא רשלני על-פי עוולת הרשלנות בנוזיקין.

השופט שטרסברג-כהן מתגברת על כך שהסתמכות היא אחת מיסודות עוולת זהו<sup>91</sup>, על-ידי שימוש בתורת "ההסתמכות עקיפה". היא קובעת שמשקיע, אשר פעמים רבות אין לו היכולת והידע הדרושים לקרוא תשקיפים ודוחות כספיים, אינו צריך להראות שהסתמך על מסמכי הגילוי עצמם. די שיראה כי הסתמך על מקורות משניים, כגון ניתוחי אנליסטים, יועצי השקעות, דיווחים בעיתונות היומית והכלכלית וכיו"ב<sup>92</sup>. בנוסף לכך, השופט שטרסברג-כהן מציעה לשקול אפשרות להכיר בדין הישראלי בשתי דוקטרינות אשר פותחו במשפט האמריקני כאמצעי לעקוף את דרישת ההסתמכות – חזקת ההסתמכות על תרמית במחדל, ותרמית על השוק (Fraud on the Market). חזקת ההסתמכות על תרמית במחדל אשר נקבעה בפס"ד בעניין *Affiliated Ute*<sup>93</sup>, קובעת כי, כאשר עסקינן בתרמית במחדל, המתבטאת באי-גילוי פרט מהותי, קמה חזקה (הניתנת לסתירה) שלפיה הסתמך התובע על המחדל ואין מקום לדרוש ממנו להוכיח הסתמכות.

תיאוריית התרמית על השוק הינה תיאוריה המבוססת על "היפותיזת השוק היעיל" שלפיה בשוק יעיל, מחירו של נייר הערך משקף את כל המידע הידוע אודותיו לשוק, בכל רגע נתון<sup>94</sup>. משקיע אשר רוכש נייר-ערך שמחירו מושפע מפרט חסר או מטעה מסתמך למעשה על מצג השווא שהביא לשינוי המחיר. דהיינו – ההסתמכות שלו על מחיר נייר-הערך אשר מגלם בתוכו את הפרט המטעה מחליפה את ההסתמכות הישירה על אותו פרט. בית-המשפט העליון בארה"ב אימץ תיאוריה זו בפרשת *Basic*<sup>95</sup> ובכך

90 שם, בע' 328.

91 המ' 106/54 וינשטיין נ' קדימה אגודה שיתופית בע"מ פ"ד ח(2) 1317, וא' פורת "דיני נזיקין" ספר השנה של המשפט בישראל תשנ"ב-תשנ"ג (א' רוזן צבי עורך, תשנ"ג) 301, 326.

92 עניין רייכרט, לעיל הערה 88, בע' 316.

93 T.L. Hazen *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S.*, 406 U.S. 128. להסבר של התיאוריה ראו *The Law of Securities Regulation* (St. Paul, Minnesota, 4<sup>th</sup> ed, 2002) 612-615.

94 ראו הערה 50 לעיל.

95 *Basic V. Levinson* 485 U.S. 224 (1988).



ביטל את הצורך להוכיח את יסוד ההסתמכות במקום שבו הוכח כי נייר הערך נרכש בשוק יעיל<sup>96</sup>.

הנשיא ברק מצטרף לדעתה של השופטת שטרסברג-כהן שלפיה לצורך תביעה בעילות שמחוץ לחוק ניירות-ערך הדורשות התקיימותה של הסתמכות די בהסתמכות עקיפה של התובע על מצג השווא. הוא מציין כי למרות שהאפשרות להסתפק בהסתמכות עקיפה מרחיבה את מעגל הניזוקים ממצג השווא ובסופו של דבר מגדילה את אחריותו וחבותו הפוטנציאלית של יוצר המצג, הדבר מוצדק בהתחשב בכך שתכליתו של חוק ניירות-ערך הינה הבטחת תפקודו התקיין של שוק ניירות-הערך תוך שמירה על אמון הציבור בו<sup>97</sup>. מאחר שהדבר לא נדרש לצורך הכרעה בעניין שעמד בפניו, בחר הנשיא ברק שלא להכריע בשאלת חלופתן של הדוקטרינות האמריקניות בדיון הישראלי. אנו סבורים כי בצדק עשה כן. כפי שציינו, מלאכת "העתקתם" של דינים אינה דבר פשוט. מאחר שתיאוריית התרמית על השוק מבוססת על קיומו של שוק יעיל למניות, תנאי הכרחי להחלתה של התיאוריה הוא להראות, כי השוק המדובר הינו שוק יעיל – היינו כי המידע אכן משתקף במחיר ניירות-הערך. ברם, יעילות השוק משתנה לא רק בין שוק אחד למשנהו, אלא גם בין ניירות הערך השונים. תנאי לקיום שוק יעיל הינו קיומם של מנגנונים לאיסוף מידע ועיבודו<sup>98</sup>. מאחר שכך, הרי שבאופן טבעי, לגבי נייר-ערך אשר היקפי המסחר בו גדולים יותר ומספר רב יותר של משקיעים עוקב אחר המידע הקשור אליו, השוק יהיה יעיל יותר. ניתן לראות את יעילות השוק כרצף שבו מן הצד האחד מצויים ניירות-ערך של תאגידים גדולים, אשר המידע לגביהם מעובד על ידי מקצועני השוק באופן שוטף ואשר לגביהם אכן ניתן להניח כי מידע משתקף במחיר, ומן הצד האחר מצויים ניירות-ערך של תאגידים עלומי שם, שמאחר שהעניין של המשקיעים בהם פחות, המידע לגביהם אינו מעובד במהירות ועל כן יעילות השוק לגביהם פחותה<sup>99</sup>. אם כך, לשם החלת תיאוריית התרמית-על השוק בישראל, לא די יהיה בקביעה חד-פעמית כי הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ הינה שוק יעיל<sup>100</sup>. הדבר יאלץ את בתי-המשפט לעמוד מחדש בכל מקרה אשר יידון בפניהם בפני משימה

96 לסוגי יעילות שוק ומחקרים בדבר יעילותם של שווקים שונים בעולם ראו פטרמן, לעיל הערה 16, סעיף 6.5 בחלק הראשון של העבודה.

97 הנשיא ברק מציין כי האפשרות להסתפק בהסתמכות עקיפה מוצדקת בהתחשב בעובדה כי מדובר בשלב המוקדם של דיון באישור תובענה כתובענה ייצוגית, כך שעניינו בתובע הייצוגי עצמו ולא בהכרח בשאלה אם גם חברי הקבוצה יכולים להסתפק בהסתמכות עקיפה בלבד. עניין רייכרט, לעיל הערה 88, בע' 328.

98 Gilson & Kraakman, *supra* note 50, pp. 549.

99 ראו D.C. Langevoort, "Theories Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited" 140 *U. Pa. L. Rev.* (1992) 851, note 70 at p. 873.

100 לתיאור מחקרים אמפיריים אשר בחנו את מידת יעילות הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ (להלן – "הבורסה") אשר הינה נכון למועד כתיבת מאמר זה הבורסה היחידה בישראל, ראו בן-חורין, לעיל הערה 50 בע' 287–297 וכן לוי, סמיט וסרנת, לעיל הערה 50 בע' 547–583.

לא קלה של הכרעה פרטנית לגבי מידת היעילות של נייר-הערוך נשוא הדיון. אם נשים לב לעובדה כי בישראל, היקפי המסחר ברבים מניירות-הערוך הרשומים למסחר דלים מאוד<sup>101</sup> ורק חלק קטן מן החברות הנסחרות זוכה לסיקור של אנליסטים<sup>102</sup>, כך שרק לגבי חלק קטן מניירות-הערוך הנסחרים בישראל ניתן להניח שאכן קיים שוק יעיל, הרי שסביר כי ימצא שתיאוריית התרמית על השוק אינה ישימה לגבי מרבית החברות הנסחרות בבורסה בישראל.

מעניין לציין כי בית-המשפט העליון ראה לנכון להעניק למשקיע בניירות-ערוך הגנה רחבה מזו שהעניק רק עשרה ימים קודם לכן לצרכן בתביעה ייצוגית על פי חוק הגנת הצרכן, התשמ"א-1981 (להלן – "חוק הגנת הצרכן"). בפרשת ברזני<sup>103</sup> נדונה האפשרות של צרכן לתבוע מבזק פיצוי בגין הנזקים שנגרמו לו בשל מצג-שווא בפרסומיה. גם כאן לא היתה מחלוקת כי התובע הייצוגי לא ראה את פרסומי בזק ולא הסתמך עליהם. הוראת החוק אשר עמדה הפעם לדיון הייתה הוראת סעיף 2(א) לחוק הגנת הצרכן המטילה איסור על הטעיה צרכנית: "לא יעשה עוסק דבר – במעשה או במחדל, בכתב או בעל פה או בכל דרך אחרת – העלול להטעות צרכן בכל עניין מהותי בעסקה...".

השופט שטרסברג-כהן, בדומה לפסיקתה בפרשת רייכרט, העניקה להוראת איסור ההטעיה שבחוק הגנת הצרכן פרשנות מרחיבה שלפיה אין צורך בהוכחת הסתמכות אישית על ההטעיה בפרסום כדי לתבוע בגינה פיצוי. גם הפעם היא ביססה את מסקנתה, בין היתר, על תכלית החקיקה אשר נועדה "להשליט אורחות התנהגות על המגזר העסקי ולקבוע כללי משחק הוגנים ביחסים שבין הצרכן לעוסק". לדברי

101 בפברואר 2001 פרסמה המחלקה הכלכלית של "לאומי-פיא" תוצאות מחקר אשר בדק את היקפי המסחר בבורסה בתקופה של 90 הימים שקדמו למועד ביצוע המחקר. התוצאות הראו כי מתוך 706 חברות שמניותיהן היו רשומות באותה עת למסחר בבורסה, 141 חברות היו בתקופה הנבדקת בעלות מחזור יומי ממוצע של 100–3,000 ש"ח בלבד; 86 בעלות היקפי מסחר יומי של 3,000–10,000 ש"ח, 51 חברות בעלות היקפי מסחר יומי של 10,100–20,000 ש"ח ו-48 חברות בעלות היקפי מסחר יומי של 12,100–40,000 ש"ח (ראו "החירות" העגומה" בבורסה לניירות-ערוך בתל-אביב, מבט לאומי, פברואר 20, 2001). לנתוני סחירות ראו גם [www.tase.co.il](http://www.tase.co.il).

102 לא הצלחנו למצוא מקור כתוב אשר בדק כמה תאגידים מסוקרים באופן שוטף על ידי אנליסטים. משיחות טלפוניות שערכנו עם מנהלי מחלקות המחקר של גופים פעילים בשוק ההון הנמנים על מה שקרוי Sell-side דהיינו – גופים אשר מסקרים חברות נסחרות לשם פרסום מידע לציבור, להבדיל מגופים המסקרים חברות לצרכים עצמיים בלבד (buy-side) עלה כי החברות הנסקרות על ידיהם הינן חברות הנמנות על מדד המעו"ף (מדד המורכב מ-25 מניות מבין 100 המניות הסחירות ביותר בבורסה), או לכל היותר חלק מן החברות הנמנות על מדד תל-אביב 100 (מדד מאה המניות בעלות שווי השוק הגדול ביותר מבין אלו הנסחרות בבורסה) (לתיאור המונחים ראו לוי, סמיט וסרנט, לעיל הערה 50 לעיל, בע' 126 ו-202 בהתאמה). משמע, שמרבית החברות הנסחרות בבורסה אינן זוכות לסיקור שוטף של אנליסטים.

103 ע"א 1977/97, ברזני נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת, פ"ד נה(4) 584. ההחלטה ניתנה ביום 2 ביולי 2001. ביום 29.9.2002 אושר דיון נוסף בפרשה. (דנ"א 5712/01).

השופטת, פרשנות שלפיה הזכות לפיצויים תינתן רק למי מבין הצרכנים אשר הוטעה בפועל, תיצור אבחנה מלאכותית בתוך ציבור הצרכנים, שעשה שימוש במוצר או בשירות, בין מי שנחשף למידע המטעה לבין מי שהמידע המטעה לא הגיע לידיעתו. פרשנות כזו תצמצם את היקף האחריות של העוסקים רק כלפי מי שיוכלו להוכיח כי אכן הוטעו, ובכך תופחת ההרתעה שהיא אחת מתכליות החוק, אם לא העיקרית שבהן<sup>104</sup>.

אלא שכאן נותרה השופטת שטרסברג-כהן בדעת מיעוט. הנשיא ברק (שאליו הצטרף גם השופט אנגלרד) הגיע למסקנה הפוכה שלפיה, כדי לתבוע פיצוי מכוח חוק הגנת הצרכן, יש צורך בהוכחת הסתמכות אישית על ההטעה בפרסום. נימוקו העיקרי של הנשיא ברק היה כי הוראת סעיף 2(א) לחוק הגנת הצרכן אינה קובעת סעד של פיצוי בגין הפרתה. סעד הפיצויים קבוע בסעיף 31 לחוק הגנת הצרכן המחיל על איסור ההטעה הצרכנית את דיני הנזיקין<sup>105</sup>. מאחר שבפקודת הנזיקין יש צורך להוכיח הסתמכות אישית על ההטעה, כך צריך להיות הדין גם לגבי הטעה צרכנית. כך, נוצר מצב שבו למרות ששני החוקים, הן חוק ניירות-ערך והן חוק הגנת-הצרכן נועדו להגן על הציבור, ההגנה אשר מוענקת בפועל ל"צרכני" ניירות-ערך רחבה יותר מההגנה המוענקת לצרכנים של מוצרים אחרים<sup>106</sup>. ייתכן כי ניתן להצדיק תוצאה שונה זו לאור המאפיינים המיוחדים של ניירות-הערך ושל שוק ההון שבו הם נסחרים. לניירות-ערך אין ערך בפני עצמם. הם מייצגים זכות בתאגיד ומחירם משתנה בהתאם למידע הקיים בשוק ההון. כפי שציין השופט ברק בפרשת רייכרט, משקיע בניירות-ערך עלול להינזק כתוצאה מפרסום מטעה בשוק ההון, גם אם הוא עצמו לא הסתמך על מצג השווא, שכן הפרסום השפיע על מחיר השוק שבו רכש המשקיע את ניירות-הערך. לעומת זאת, כשצרכן רוכש מוצר או משתמש בשירות אשר יש להם ערך עצמאי, מבלי שנחשף לפרסומים מטעים לגביהם, קשה לומר שהפרסום, שאליו בכלל לא היה מודע, הוא אשר גרם לו לנזק<sup>107</sup>. כאן המקום להעיר, כי המאפיינים המיוחדים של השקעה בניירות-ערך עשויים לגרום לכך כי גם במקום שבו תהיה זהות בכללים המשפטיים, בפועל, "צרכנים" של ניירות-ערך אשר פורסם לגביהם פרט מטעה יהיו בעמדה עדיפה לעומת צרכנים של מוצרים אחרים. דוגמא בולטת לכך הינה ההלכה העולה מפרשת רייכרט שלפיה על-מנת לבסס תביעה שעניינה מצג-שווא בניירות-ערך על עילה נזיקית, הדורשת

104 שם, בע' 598.

105 סעיף 31 לחוק הגנת הצרכן שכותרתו "פיצויים" קובע: "דין מעשה או מחדל בניגוד לפרקים ב', ג' או ד' כדין עוולה לפי פקודת הנזיקין [נוסח חדש]". הוראה זו שונה מהוראת סעיף 31 לחוק ניירות-ערך הקובעת זכות עצמאית לפיצויים מבלי להפנות לדיני הנזיקין הכלליים.

106 לניתוח ביקורתי של פסק-דין ברזני ראו: ס' דויטש, "תובענות ייצוגיות צרכניות: הדרשה להסתמכות אישית על מצגי השווא של המטעה", מאזני משפט ב (תשס"ב) 97.

107 ראו לעניין זה את דעותיהם החולקות של השופטת שטרסברג-כהן וכב' הנשיא ברק בפרשת ברזני, לעיל הערה 103, בע' 605 ו-622 בהתאמה.

הסתמכות, די להראות הסתמכות עקיפה. על-אף שמרבית המשקיעים בניירות-ערך אינם קוראים את מסמכי הגילוי של החברות בעצמם, אין הם מקבלים החלטות השקעה בעלמא. להחלטת ההשקעה קודם, בדרך כלל, הליך של קבלת מידע, היכול להגיע ממגוון המקורות הקיימים בשוק ההון (ניתוחי אנליסטים, התייחסות בעיתונות היומית וכו'), או אף קיום התייעצות (עם חברים, יועצי השקעות וכו'). משמע, שלגבי צרכנים של ניירות-ערך מתקיימת, בדרך כלל, מבחינה עובדתית, הסתמכות עקיפה. אין הדבר בהכרח כך כשמדובר במוצרים אחרים. צרכן המעוניין להתקשר לחו"ל מרים את הטלפון ומחייג. אין הוא טורח לערוך בירורים או התייעצויות כלשהן לפני כן. לכן, למעט במקרים יוצאי דופן (כגון במקרה שבו צרכן החליט לרכוש מוצר כלשהו לאחר שקרא מחקר השוואתי או סקר שוק שהתבססו על מצג השווא), קשה יהיה לצרכן של מוצר אחר להוכיח הסתמכות עקיפה.

גם רשות ניירות-ערך רואה לנכון להגביר את האחריות האזרחית לגילוי. במסגרת תיקון 23 לחוק ניירות-ערך מוצע להרחיב את הוראת סעיף 31 לחוק על-ידי כך שלרשימת האחראים לתשקיף (מלבד החברה, הדירקטורים, החתמים ומומחים אשר כולם נדרשים לחתום על התשקיף<sup>108</sup>) יתווספו במפורש גם בעל השליטה ומנכ"ל החברה, אף אם לא חתמו על התשקיף. כיום, שאלת אחריותם של המנכ"ל ובעל השליטה לפרט מטעה בתשקיף נתונה לפרשנות משפטית. מאחר שאין הם נמנים על רשימת האחראים המנויים בסעיף 31, ברור כי לא ניתן להטיל עליהם אחריות על פי סעיף זה (אלא אם הם משמשים גם כדירקטורים). השאלה היא האם ניתן לראות את בעל השליטה כאחראי לתשקיף על-פי הוראת סעיף 52 היא הקובעת, כי:

"(א) מנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות ערך שהנפיק לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או תקנות לפיו, או הוראה של שטר הנאמנות שלפיה חלה חובה על המנפיק כלפי הנאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהנפיק.

(ב) האחריות האמורה בסעיף קטן (א) תחול גם על הדירקטורים של המנפיק, על המנהל הכללי שלו ועל בעל שליטה במנפיק."

גדר הספק נובע מן הסברה כי בהיותו של סעיף 31 לחוק הסדר מיוחד וממצה, לא ניתן להשתמש בסעיף 52 לא להרחבת מעגל האחראים לפרט מטעה בתשקיף מעבר לרשימת האחראים המנויים בסעיף זה.

פרשת רייכרט זימנה לבית-המשפט הזדמנות להתייחס לסוגיה, אלא שלדעתנו, קשה להסיק מן האמירות בפסקי-הדין בפרשה הלכה חד-משמעית בעניין. התובע טען, בין היתר, כי יש לראות בדין רייכרט, אשר החזיק בכ-8.75% ממניות החברה,

108 תיקון 23 מציע לקבוע במפורש, כי כל מי שחתם על התשקיף אחראי לו, גם אם אינו נמנה על מי שעל-פי דין חייב לחתום עליו.

בעל שליטה, שכן הוא קשור בהסכם הצבעה עם בני המשפחה אשר החזיקו שיעורים ניכרים מהון המניות של החברה. כמו-כן ביקש התובע לייחס לו אחריות מכוח סעיף 52א(ב) לחוק. בית-המשפט העליון נקרא, כאמור, לדון בפרשה במסגרת ערעור על החלטת בית-המשפט המחוזי לאשר את התביעה כתביעה ייצוגית. כיוון שכן, הוא הסתפק בקביעה, כי מכוח ההגדרות בחוק ניירות-ערך קמה חזקה כי דן רייכרט הינו בעל שליטה, וכי די בכך כדי להרים את הנטל הראייתי הדרוש לקיום עילה לצורך מתן רשות להגשת תובענה ייצוגית נגדו. בית-המשפט העליון הדגיש, כי אין בכך כדי לנקוט עמדה ביחס לגורלה של התביעה גופה ככל שהיא מתייחסת לדן רייכרט. השאלה אם ניתן להשתמש בסעיף 52א למציאת האחראים לפרט מטעה בתשקיף לא נדונה במפורש בבית-המשפט העליון ולכן לא ניתן, לדעתנו, להסיק מסקנות ברורות באשר לעמדתו לגביה.

בית-המשפט המחוזי, אשר פסק בתביעה לגופו של עניין, קבע כי דן רייכרט אכן אחראי כלפי בעלי המניות של החברה בגין הנזק שנגרם להם<sup>109</sup>, אולם, קריאת פסק-הדין מעלה, כי השופט שטרנברג-אליעזר לא ביססה את חבותו של דן על אחריות לפרט מטעה בתשקיף. בראשית החלק של פסק-הדין הדן באחריות של דן רייכרט מצינת השופטת כי השאלה העומדת לדיון הינה האם כבעל שליטה היתה מוטלת על דן רייכרט חובה לפקח על הנעשה בחברה. לדבריה, התשובה לכך חיובית:

”החובה, שבגין הפרתה חב דן, היא חובת זהירות, בין אם מקורה בפקודת הנזיקין ובין אם בדיני החברות... יודגש כי אם נראה בדן בעל שליטה בחברה, המסקנה המתחייבת תהיה שיש להטיל עליו אחריות לנזקי המשקיעים. השליטה מתמצית ביכולת להפעיל כוח. היכולת להפעיל כוח טומנת בחובה שימוש בכוח זה, מקום שהפעולה נדרשת לטובת החברה ובעלי מניותיה. אך בכך לא די. היכולת והשימוש אשר בצידה, מחייבים את בעל השליטה לעמוד על המשמר ולפקח על הנעשה בחברה, על-מנת לבחון האם נוצרו התנאים להפעלת כוחו. בעל השליטה אינו רשאי לרחוץ בניקיון כפיו ולומר כי לא השתמש בכוחו, הואיל ולא ידע שסיטואציה מסוימת מחייבת שימוש בכוח...”<sup>110</sup>

בהמשך הדברים, לאחר שהשופטת מגיעה למסקנה, כי דן רייכרט הינו אכן בעל שליטה בחברה וככזה חב חובת זהירות מושגית כלפיה, היא מנתחת את נסיבות המקרה ומראה שמאחר שדן העיד כי חשד שמנהל הכספים של החברה ישלח יד בכספיה ומאחר שידע כי אמו מקבלת שכר מן החברה למרות שאינה נמנית על עובדיה, דבר שהיה אמור לעורר את חשדו שמא החברה נוהגת כך גם כלפי מקורבים

109 ת.א. (ת"א) 1134/95 שמש נ' רייכרט דינים מחוזי, כרך (6) 167.

110 שם, פסק הדין המחוזי בעניין שמש, לעיל הערה 109.

אחרים, הפר דן רייכרט גם את חובת הזהירות הקונקרטית כלפי החברה<sup>111</sup>. כב' השופטת מסכמת את הדיון באחריותו של דן רייכרט בכך ש:

"סיכומו של עניין, בין בפועל ובין בעצימת עיניים, דן אחראי אף הוא לנזקיהם של אלה שבחרו להשקיע את כספם בניירות-הערך של החברה. משהוכח כי דן נמנע מהפעלת אמצעי פיקוח נאותים על אף שנמנה על בעלי השליטה בחברה, הפר את חובת הזהירות שהוא חב כלפי החברה ובעלי מניותיה"<sup>112</sup>.

במקום אחר בפסק-הדין מציינת השופטת כי:

"סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 — מטיל עליו (על בעל השליטה — ל.פ.) אחריות בגין נזק שנגרם למשקיעים מהכללתם של פרטים מטעים בתשקיף ובדוחות הכספיים"<sup>113</sup>.

לנו נראה, כי לאור העובדה שזהו האזכור היחיד של סעיף 52 בכל פסק-הדין, שאין הוא כולל דיון כלשהו בשאלת היחס בין סעיף 52 לסעיף 31 ולאור העובדה שבמספר מקומות בפסק-הדין מדגישה כב' השופטת כי אחריותו של דן רייכרט נובעת מהפרת חובת זהירות, ייתכן שיש לראות באמירה זו אמרת אגב בלבד. מכל מקום, מאחר שזהו פסק-דין מחוזי, ברור שאין זו הלכה מחייבת.

תיקון 23 לחוק ניירות ערך מציע, למען הסר ספק, שלא להסתפק בפרשנות, אלא לקבוע את אחריות בעל השליטה והמנכ"ל לתוכן התשקיף בצורה מפורשת בחוק. אנו סבורים, כי אם אכן תתקבל ההצעה לראות במנכ"ל ובבעל השליטה אחראים לתוכן התשקיף<sup>114</sup>, מן הראוי להוסיף לחוק גם הוראה הקובעת חובה פוזיטיבית שלהם לחתום על התשקיף. הכנת תשקיף הינה הליך ארוך הנמשך מספר חודשים. במהלך כתיבתו של התשקיף, שהוא מסמך עב כרס, המכיל פרטים רבים, נערכים בו שינויים רבים (תיקונים, השמטות והוספות). הדין הקיים אינו מחייב מעורבות כלשהי של המנכ"ל או בעל השליטה בהליך מורכב זה. האורגן של החברה שעליו הטיל חוק ניירות-ערך את חובת אישור התשקיף, הן את הטייטה הראשונה שלו והן את הנוסח הסופי הינו

111 הכרעה בשאלה של הפרת חובת הזהירות דורשת עריכתן של שתי בחינות: האחת, קיומה של חובת זהירות מושגית — אם בין סוג המזיקים, אליו משתייך המזיק, לבין סוג הניזוקים, אליו משתייך הניזוק, קיימים "יחסי רעות" לעניין סוג הפעולות, אליו משתייכת פעולת המזיק, ולעניין סוג הנזקים שגרם המזיק; האחרת — חובת זהירות קונקרטית — אם בין המזיק הקונקרטי לבין הניזוק הקונקרטי קיימת חובת זהירות לעניין הפעולות שהתרחשו בפועל לעניין הנזק שנגרם בפועל. (ראו ע"א 145/80 ועקנין נ' המועצה המקומית בית-שמש, פ"ד לז(1) 113 וע"א 243/83 עיריית ירושלים נ' גורדון, פ"ד לט(1) 113).

112 שאלת החובות המוטלות על בעל שליטה בתאגיד הינה שאלת סבוכה אשר הדיון בה חורג ממסגרת מאמרנו זה.

113 שם, עניין רייכרט, לעיל הערה 109.

114 ראו הביקורת שלנו להלן בטקסט ליד הערה 121.

הדירקטוריון<sup>115</sup>; מי שנדרשים לחתום על התשקיף הסופי כתנאי לקבלת היתר לפרסומו הינם החברה, רוב הדירקטורים שלה והחתמים<sup>116</sup>. לדעתנו, אם רוצים להטיל אחריות לתוכן התשקיף גם על מי שאינם בהכרח שותפים להליך הכנתו, יש לוודא שהם יהיו מודעים לכל הפרטים הכלולים בנוסח הסופי שלו. דרך טכנית פשוטה להבטיח זאת הינה חיובם לחתום על התשקיף כתנאי לקבלת היתר רשות ניירות-ערך לפרסומו<sup>117</sup>. בנוסף לכך, תיקון מספר 23 לחוק ניירות ערך מציע להוסיף לחוק הוראות מפורשות אשר מתייחסות לאחריות לדיווח השוטף<sup>118</sup>. הוראות אלו, אשר מנוסחות בלשון זהה להוראה שעניינה אחריות לתשקיף קובעות כי האחראים לתשקיף (התאגיד, הדירקטורים של התאגיד, המנכ"ל, בעל השליטה ומומחים אשר נתנו חוות-דעת) יהיו אחראים גם לדיווח השוטף. בכך מושווית האחריות לגילוי בשני השוקים, הראשוני והמשני, דבר אשר מתבקש ביתר שאת לאור המגמה של השוואת רמת הדיווח השוטף לרמת הדיווח בתשקיף<sup>119</sup>.

אין ספק, כי קביעת הוראות מפורשות באשר לאחריות לגילוי וכן הגדלת מעגל האחראים לו תורמות להגנה המוענקת למשקיעים. הוספת נתבעים פוטנציאליים לא רק מגדילה את האפשרות כי מי מהנתבעים ימצא חייב, אלא אף מגדילה את ההסתברות להגיע ל"כיס עמוק", אשר יהיו לו המקורות הכספיים לתשלום במקרה של חיוב בפיצוי. כמו-כן, עצם קיומה של האחריות גורם לכך שהמעורבים בכתיבת מסמכי הגילוי ניגשים למלאכת העשייה במשנה זהירות ומבצעים "בדיקות נאותות" מעמיקות אשר מונעות, או לפחות מפחיתות, את הסיכוי לכך כי במסמכי הגילוי יהיו פרטים מטעים<sup>120</sup>. עם זאת, איננו בטוחים כי מן הראוי להטיל אחריות לתוכנם של

115 סעיף 22(א) לחוק ניירות-ערך קובע, כי טיוטת התשקיף המוגשת לראשונה לרשות והנוסח הסופי של התשקיף המיועד לפרסום יאושרו בידי הדירקטוריון של המנפיק.

116 סעיף 22(ב) לחוק ניירות-ערך.

117 בעניין זה מן הראוי לציין כי הוראת סעיף 31(ג) לחוק ניירות-ערך קובעת כי ייראו כל דירקטור של המנפיק שכהן ביום שאישר הדירקטוריון את הנוסח הסופי של התשקיף כאילו חתם על התשקיף, אלא אם יתקיימו הנסיבות הקבועות בסעיף. משמע, שגם דירקטור שלא חתם בפועל על התשקיף אחראי לתוכנו. לדעתנו הוראה זו אינה מעלה קושי דומה לזה העולה מהטלת אחריות על בעל שליטה ומנכ"ל מבלי לדרוש את חתימתם על התשקיף. כפי שצינינו, הבעייתיות הינה בהטלת אחריות לתוכנו של מסמך משפטי על מי שייתכן שאינו מעורב כלל בהליך הכנתו. מאחר שדירקטוריון החברה הוא זה הנדרש על פי הדין לאשר את התשקיף הסופי, ברור שהנוסח האחרון שלו מועבר לעיון הדירקטורים. כך, דירקטור הבוחר שלא לחתום עליו, נוטל על עצמו את תוצאות החלטתו זו.

118 ההוראות אותן מוצע להוסיף הינן הוראות סעיפים 38 ו-38ד. כיום, האחריות לדיווח השוטף נגזרת בעיקר מהוראת סעיף 52א. במקרים רלבנטיים ניתן לעשות שימוש בסעיף 38ב הקובע: "הוראות סעיפים 31 עד 34 יחולו, בשינויים המחוייבים, כלפי המחזיק בניירות ערך של תאגיד, על בעל ענין שהגיש דו"ח או הודעה לפי סעיפים 36, 36א או 37".

119 ראו דיון בסעיף 2א(2) לעיל.

120 סעיף 33(1) לחוק ניירות-ערך קובע כי האחריות האזרחית לגילוי לא תחול – "על מי שהוכיח שנקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, בחוות הדעת,

מסמכי גילוי על בעלי השליטה בחברה רק מכוח היותם בעלי שליטה. דיני החברות המודרניים מבוססים על הקונספט של הפרדה בין הבעלות לניהול<sup>121</sup>, על כך שמנהלים מומחים ולא בעלי הזכויות הקנייניות בחברה הם אשר אמונים על פעילותה השוטפת. אם כך, הרי שספק בעינינו אם יש מקום להטיל על בעלי שליטה, אשר אינם משמשים כנושאי משרה בחברה, אחריות לתוכנם של מסמכים המפורסמים על ידה. ברור, כי בעלי שליטה חבים לחברה חובת אמונים, המכונה בחוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן: חוק החברות) "חובת הגינות". בפרשת קוסוי<sup>122</sup> הכיר בית-המשפט בקיומה של חובת אמונים של בעל שליטה בעת מכירת מניות השליטה שבידיו. סעיף 193 לחוק החברות מטיל חובה כללית על בעל שליטה לפעול בהגינות כלפי החברה ומחיל על הפרת חובת הגינות את הדין החל על הפרת חובת אמונים של נושא משרה<sup>123</sup>. ברור, כי בעלי שליטה אינם יכולים להתעלם או לעצום עיניים לנוכח המתרחש בחברה ולהצטדק בטענה כי בחברות הציבוריות, המודרניות, האחריות לניהול השוטף מוטלת על כתפי המנהלים בלבד. ברם, בין קביעת עקרון כללי המכיר בחובות של בעלי שליטה לקביעת הוראה קזואיסטית המטילה עליהם אחריות לתוכנם של מסמכים שאין בעלי השליטה מעורבים בכתבתם, המרחק גדול. הקושי בולט עוד יותר כאשר מדובר בבעל שליטה שהינו תאגיד, להבדיל מבעל שליטה בשר ודם, ועל אחת וכמה כשמדובר בבעל שליטה שהוא חברת החזקות. הטלת אחריות על חברת אם בקונצרן, לתוכן מסמכי הגילוי של כל אחת מחברות הבת שלה, תחייב אותה, אם לא ליטול חלק פעיל בהכנתם, לפחות ליחד כוח אדם אשר יקרא אותם ויבצע בדיקת נאותות שלהם, דבר אשר יהיה כרוך בעלויות לא מבוטלות. האם לא תהיה בכך החטאה של עצם הרעיון של התאגדות כקונצרן – האפשרות להפריד בין הפעילות של החברות השונות ובין האחריות לפעילויות אלו?!

## (2) האחריות הפלילית לגילוי

גם בתחום האחריות הפלילית ניכרת החמרה עם נאשמים בעבירות שעניינן אי-גילוי. הוראות סעיפי המשנה של סעיף 53 לחוק ניירות-ערך קובעות, כי אי גילוי בהתאם לנדרש על-פי הוראות חוק ניירות-ערך הינו עבירה פלילית:

"53(א) מי שעשה אחד מאלה, דינו – מאסר שלוש שנים או קנס פי ארבעה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(3) לחוק העונשין, התשל"ז–1977 (להלן – חוק העונשין):

- בדו"ח או באישור, הכל לפי הענין וכי האמין בתום לב שאכן אין פרט כזה, ומילא חובתו לפי סעיף 25(ד)". בדיקות הנאותות מתבצעות על-מנת לעמוד בתנאי סעיף זה. לניתוח משמעות "כל האמצעים הנאותים" ראו: ת"א (ת"א) 2189/85 אילין נ' רוטנברג, פ"מ נה (3) 23, 35–36 וכן צ' כהן, בעלי מניות בחברה – זכויות תביעה ותרופות (תשנ"א) 406–409.
- 121 ראו A.A. Berle & G.C. Means *The Modern Corporation and Private Property* (1932).
- 122 ע"א 827/79 קוסוי נ' בנק פויכטונגר בע"מ פ"ד לח (3) 253.
- 123 סעיף 256 לחוק החברות קובע, כי על הפרת חובת אמונים של נושא משרה כלפי החברה יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים.



(1) הפר את הוראות סעיף 15(א) כדי להטעות משקיע סביר; לענין זה, מי שהציע ניירות ערך לציבור בלא תשקיף שהרשות התירה פרסומו, עליו הראיה שלא עשה כן כדי להטעות משקיע סביר;

(2) הפר את הוראות סעיף 16(ב) ולא הוכיח שלא עשה כן כדי להטעות משקיע סביר; ...;

(4) לא קיים הוראה מהוראות סעיף 35כד', הוראה מהוראות סעיף 36, הוראה של הרשות לפי סעיף 36א, הוראה החלה עליו מכוח סעיף 36ב או הוראה מהוראות סעיף 37, או תקנות לפי הסעיפים האמורים, או גרם לכך שבדו"ח או בהודעה או במסמך רישום לפי חוק זה או תקנות לפיו שנמסרו לרשות או לבורסה יהיה פרט מטעה, והכל כדי להטעות משקיע סביר... (ההדגשות שלי – ל'פ')

בית-המשפט פירש את הוראות הסעיפים הללו באופן המקל על הרשעתם של נאשמים בעבירות של אי-גילוי בדיני ניירות-ערך. על-מנת להרשיע בעבירה פלילית, יש צורך להוכיח שני יסודות: יסוד עובדתי – פיזי, המבטא את ההתרחשות האובייקטיבית במציאות (actus reus); ויסוד נפשי, המבטא את העמדה הנפשית הסובייקטיבית של העבריין כלפי ההתרחשות (mens rea)<sup>124</sup>. יסוד עובדתי יכול לכלול שלושה רכיבים: (א) רכיב התנהגותי – מעשה או מחדל המבטא את התרומה הגופנית של עושה העבירה להתהוותה; (ב) רכיב נסיבתי – מערכת נתונים עובדתיים שבקיומם בשעת ההתנהגות מותנית העבירה; (ג) רכיב תוצאתי – הפגיעה שההתנהגות גרמה לאובייקט הפיזי של העבירה. לכל עבירה יש רכיב התנהגותי, אך לא לכל העבירות נדרשים הרכיב הנסיבתי או התוצאתי. עבירה אשר לא נדרש בה רכיב תוצאתי נקראת "עבירת התנהגות". בית-המשפט בחר לפרש את עבירת אי-הגילוי הקבועה בסעיף 53(א) הנזכר כעבירה התנהגותית אשר כוללת רכיב התנהגותי ונסיבתי אך לא רכיב תוצאתי<sup>125</sup>. משמעות הדבר היא, כי על-מנת להרשיע נאשם בעבירה שעניינה אי-גילוי, די בעצם ההתנהגות הפסולה ואין צורך להראות שאכן הייתה הטעיה בפועל של משקיעים. כך, למשל, בפרשת פולק, הורשעו החברה ומנהליה בעבירה של אי-גילוי, שכן לא פרסמו מידע מסוים בדו"ח מיידי. ההרשעה נקבעה, אף על-פי שהמידע שהיה חסר בדו"ח המיידי התפרסם באמצעי התקשורת, כך שקרוב לוודאי שהיה ידוע לציבור וספק אם המשקיעים הוטעו מכך שהדברים לא נכתבו במפורש בדו"ח מיידי של החברה<sup>126</sup>. יסוד

124 י' לוי, א' לדרמן, עיקרים באחריות פלילית (תשמ"א) 53–58; י' קדמי על הדין בפלילים (תשנ"ד, חלק א') 22–70; ג' הלוי עבירות בניירות-ערך (תשס"ב) 70–88, 261–266.

125 עניין פולק, לעיל הערה 21, בע' 106–107.

126 הנשיא ברק הסביר את ההרשעה בכך ש: "לא ניתן לגזור גזירה שווה, בעיני המשקיע הסביר, בין ידיעה מהתקשורת לבין ידיעה מכוח החובה שבדין למסור דו"ח לרשות ני"ע ולבורסה. מן המפורסמות הוא, כי ההסתמכות על מידע נגזרת לא רק מתוכנו, אלא גם ממקורו... לא הרי שמועה כהרי דוח ברור וגלוי: לא הרי שברי מידע מעורפלים וסותרים כהרי דיווח הנדרש על פי

נפשי בעבירה יכול להיות אחד משני אלה: מחשבה פלילית או רשלנות. תיתכנה מספר רמות של מחשבה פלילית: מודעות, כוונה או פזיזות. מודעות — משמעה יחס של הכרה כלפי היסודות העובדתיים שבעבירה והיא מתייחסת לטיב ההתנהגות לקיום הנסיבות, ובעבירת תוצאה — לאפשרות הגרימה של התוצאה; כוונה — משמעותה יחס נפשי של רצון כלפי גרימת התוצאה שבעבירה. פזיזות — עניינה אדישות לגרימת התוצאה או קלות דעת באשר לאפשרות גרימתה. מאחר שכוונה או פזיזות מתייחסות לתוצאה, ברור כי בעבירה התנהגותית אין להן מקום. יוצא, אפוא, שפרשנות בית-המשפט הקובעת כי עבירת אי-הגילוי הינה עבירה התנהגותית מכתובה כי היסוד הנפשי אשר ידרש לעבירה הינו יסוד נפשי של מודעות לרכיב ההתנהגותי והנסיבותי, קרי: די בכך שהעושה מודע לזה שגרם לכך שבדו"ח או בהודעה שנמסרו לרשות או לבורסה מצוי פרט מטעה. על הקושי הנוצר משום שהוראות החוק הרלבנטיות דורשות להוכיח כי ההתנהגות נעשתה "כדי להטעות משקיע סביר", התגבר בית המשפט באומרו:

"אכן, במספר עבירות התנהגותיות מופיעה, כאחת ממרכיבי המחשבה הפלילית, הדרישה כי העבירה תבוצע במטרה להשיג יעדים מסוימים. זוהי התכלית אשר המבצע מעמיד לנגד עיניו שעה שהוא מבצע את העבירה. זוהי המטרה אליה הוא שואף... קיומה של מטרה מעין זו, אינו הופך את העבירה לעבירה תוצאתית. העבירה ממשיכה להיות עבירה התנהגותית, בעלת מאפיין מחשבתי מיוחד במינו... הדרישה כי העבירה לפי סעיף 53(א)(4) לחוק נ"ע תבוצע "כדי להטעות משקיע סביר" מהווה מחשבה פלילית מיוחדת. בצד המודעות לטיב ההתנהגות ולקיום הנסיבות, הוספה הדרישה כי העושה פעל "כדי להטעות משקיע סביר". זוהי מחשבה פלילית מסוג "מטרה", מבלי שנדרש, כיסוד תוצאתי, כי המשקיע הסביר הוטעה, הלכה למעשה"<sup>127</sup>.

המטרה תוכח בעזרת "הלכת הצפיות", שלפיה המודעות להתממשות הטעיה של משקיע סביר כאפשרות קרובה לודאי שקולה כנגד המטרה להטעות משקיע סביר. גם כאן, בית-המשפט, מפי הנשיא ברק, קובע כי החלת הלכת הצפיות אינה מטילה נטל כבד מדי על התאגיד ומנהליו, שכן היא מתבקשת מתכלית חוק ניירות-ערך — הענקה הגנה נאותה לשוק ההון<sup>128</sup>.

חוק: לא הרי ידיעה בעיתון כהרי ידיעה בדו"ח סטטוטורי: לא הרי מידע עיתונאי הבא וחולף כחדשות של יום אתמול כהרי מידע הנכלל באופן קבוע בדו"ח לרשות רשמית... הנה הרי כי כן, עצם הפרסום בתקשורת של מידע שלא נמסר במסגרת חובת הגילוי הסטטוטורית, אינו משחרר, כשלעצמו, את החברה מחובת הגילוי המוטלת עליה" (ראו עניין פולק, לעיל הערה 21, בע' 107).

127 ראו עניין פולק, לעיל הערה 21 לעיל, בע' 109.

128 ראו עניין פולק, לעיל הערה 21, בעמ' 110. בית-המשפט העליון אימץ את הלכת פולק בע"פ 5640/97 רי"ך נ' מדינת ישראל, פ"ד נד (2) 433. בקשה לקיום דיון נוסף בפרשת רי"ך נדחתה (ראו דנ"פ 2243/99 (לא פורסם)).

שימוש באמת המידה המחמירה של הלכת הצפיות נעשה לאחרונה בפרשת דסק"ש<sup>129</sup>. חברת השקעות דיסקונט בע"מ ובכרייה הואשמו בכך שלא צירפו לדוחות הכספיים של החברה אשר נשלחו לבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ את הדוחות הכספיים של החברות הכלולות, ביניהן ישקר בע"מ, כמתחייב על פי הדין<sup>130</sup>. בית המשפט דחה את גישת פרקליטי הנאשמים לפיה יש לזכותם, שכן התביעה לא העידה מטעמה ולו אחד שבא בנעליו של "המשקיע הסביר" שטעה בשיקוליו נוכח פועלה של דסק"ש. השופט רוזן, שנתן את פסק-הדין, לא שוכנע על-ידי מנכ"ל דסק"ש, דאז, מר תדמור, אשר העיד כי:

"דסקש שולחת את דוחותיה הכספיים אל כ-1,700 אנשים אישית, לבעלי מניות, לגופים, ולפי דרישת הבורסה. [תדמור] מעולם לא נשאל על ידי אנליסט כלשהו אודות חברת ישקר. מעולם לא פנה אליו מנהל תיקים או אדם אחר בטענה, כי חסרים לו דוחות ישקר"<sup>131</sup>.

לא עזרו גם הסברי הנאשמים שלפיהם אי צירוף הדוחות הכספיים למסמכים שנשלחו לבורסה לא נבע מרצון להטעות את המשקיעים, כי אם מרצון להימנע מעימות עם בעלי השליטה בישקר, אשר לא הסכימו לחשיפה פומבית של הדוחות הכספיים של החברה.

השופט רוזן מדגיש, כי הביטוי "כדי להטעות משקיע סביר" משמעו הלכת הצפיות. תמציתה של הלכה זו היא, שראייה מראש של תוצאת המעשה יכולה להחליף את מקומה של כוונה מיוחדת, כך שגם אם טענת הנאשמים נכונה, הרצון למנוע "משבר" עם בעלי השליטה בישקר מסביר את הסיבה שהמריצה אותם לפעול כפי שפעלו. המניע, כשלעצמו, אינו שולל כי התנהגותם נעשתה תוך קיומה של ציפייה והסתברות ברמה גבוהה וקרובה לוודאי, כי שיטת ההסתרה תגרום במישרין להטעיית ציבור המשקיעים בכלל, והמשקיע הסביר בפרט.

129 ת"פ ת.א. 5672/99 מ"י נ' חברת השקעות דיסקונט ואח' (לא פורסם) דינים שלום כרך יח' 489 (להלן – "פרשת דסק"ש"). פסק-הדין ניתן ביום 10.2.2002.

130 סעיף 36 לחוק ניירות ערך קובע: "תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף חייב להגיש לרשות ולרשם דוחות או הודעות לפי פרק זה כל עוד ניירות הערך שלו נמצאים בידי הציבור; תאגיד שניירות ערך שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר חייב להגיש דוחות או הודעות לפי פרק זה לרשות, לרשם ולבורסה". חוק ניירות ערך (תיקון מס' 22), התשס"ג-2002 ("חוק הדיווח האלקטרוני") אשר פורסם ברשומות ביום 20.11.2002 קובע כי התאגידים ידווחו לרשות ניירות-ערך בלבד והרשות תעביר לבורסה כל מסמך שיש להגישו גם לבורסה. תיקון 22 יכנס לתוקף במועד שיקבע שר האוצר בהודעה שתפורסם ברשומות, לפי הצעת הרשות ובלבד שמועד זה לא יקדם למועד תחילתן של תקנות הדיווח האלקטרוני. נכון למועד כתיבת מאמר זה, התיקון טרם נכנס לתוקפו.

131 ראו פרשת דסק"ש, ה"ש 129 לעיל. לביקורת של ד"ר ע' ידלין על תוצאת פסק-הדין ראו מ' בר-כוכבא, "פסק הדין בעניין דב תדמור הוא הגזמה", גלובס 14.5.2002-13.

ד. הסדרת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך

ועדת ידין אשר הניחה את הבסיס לחוק ניירות-ערך סברה, כי אין צורך בהקמת מנגנוני פיקוח ובקרה מרכזיים על איכות התאגידים המנפיקים וניירות הערך שהם מציעים לציבור<sup>132</sup>. עם זאת, היא המליצה על הקמת גוף מרכזי אשר יבטיח את שמירת חוק ניירות-ערך והתקנות שהותקנו מכוחו. גוף זה הינו רשות ניירות-ערך, אשר כפי שראינו, ההוראה האופרטיבית הראשונה של חוק ניירות-ערך היא ההוראה על הקמתה. במסגרת מאמצי המחוקק להרחיב את ההגנה המוענקת למשקיעים, לא נפקד גם מקומה של הרשות. בסוף שנת 2001 הופצה על-ידי משרד האוצר טיוטת תזכיר בנושא סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך (להלן – "תזכיר סמכויות האכיפה"). תזכיר סמכויות האכיפה מוסיף לחוק ניירות-ערך הקיים פרק שלם שעניינו סמכויות אכיפה. התיקון, מעניק לרשות לניירות-ערך סמכויות אכיפה נרחבות בכל העבירות הקשורות בחקירות בנושאי ניירות ערך, לרבות עבירות לפי חוק העונשין ועבירות הנוגעות לשיבוש עשיית משפט; הוא מאפשר ליו"ר רשות ניירות-ערך למנות חוקרים ומעניק להם סמכויות חיפוש ותפיסה, חקירה, מעצר ושחרור. עם תיקון החוק, צפוי להתחזק מעמדה של רשות ניירות-ערך כגוף מפקח. ראשית – רשות ניירות-ערך לא תהא עוד כפופה לקבלת הסמכות של שר המשפטים או של השר לביטחון פנים, כפי שהדבר נעשה כיום<sup>133</sup>, אלא תוכל לפעול בצורה עצמאית. שנית – קביעת כללים בדין ספציפי מאפשרת התאמת הדין הכללי לצרכים המיוחדים של אותו תחום. במקרה זה, תזכיר החוק מציין, כי עבירות וחקירות בתחום ניירות-ערך הינן בעלות טיב מיוחד המאופיין במספר רב של חשודים ושל עדים שיש לחקור, במורכבות החקירה ובהיקף עצום של מסמכים הכרוכים בחקירה, ועל-כן מן הראוי לקבוע להן דין מיוחד<sup>134</sup>.

132 "אחת השאלות הקשות שבהן התלבטה הועדה היא השאלה אם פיקוח זה חייב להצטמצם בהבטחת שמירת החוק והתקנות מבחינה פורמלית-טכנית או שעליו להתפשט גם על שיקולים משקיים ומסחריים כגון טיבם של ניירות ערך, אופיים הספקולטיבי של מפעלים, וכדומה. הועדה הגיעה לכלל דעה – אם כי היתה בנידון זה גם דעה חולקת של מעוט מבין חבריה – שאין זה מתפקידי הפיקוח להכנס לאספקטים משקיים או מסחריים, ושהערכת הנייר והמפעל מבחינת טיבו, סיכורו וסיכוריו צריכה להיות נתונה למשקיע, ליועציו ולדעת הציבור בלבד" (דו"ח ועדת ידין, לעיל הערה 3, בע' 4). באמצעה את שיטת "הגילוי הנאות" חרגה ועדת ידין מן הגישה שהיתה מקובלת עד אז אשר דגלה במעורבות ממשלתית מאסיבית בשוק ההון. ראה מ' סרנת וג' דילבסקי, התפתחות הפיקוח על שוק ההון בישראל, מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות (1991) 4.

133 סעיף 39 לחוק סדר הדין הפלילי (סמכויות אכיפה – מעצרים), התשנ"ו-1996.

134 כאן מן הראוי להפנות ליוזמה יוצאת דופן של רשות ניירות-ערך אשר יצאה ביום 2 במרץ 2003 ב"קול קורא" לציבור להציע רעיונות לעידוד הפעילות בשוק ההון ולשיפור האכיפה.

ה. חינוך המשקיעים להגן על עצמם

תוך כדי כתיבת מאמר זה נתקלנו בפרסום של רשות ניירות-ערך אשר, לדעתנו, לא זכה לתהודה הראויה לו – עלון הסברה למשקיעים. נושא המדריך הינו "השקעה באמצעות יועץ השקעות או מנהל תיקי השקעות" והוא נוגע במגוון עניינים הקשורים להשקעה באמצעות יועצים פיננסים – כיצד לבחור את היועץ המתאים, כיצד להתאים את השירות לצורכי הלקוח, הנושאים שחייבים להופיע בהסכם ייעוץ או ניהול, איך לעקוב אחר הפעילות בתיק וכו'. רשות ניירות-ערך בחרה לפרסם את המדריך בשלב ראשון באתר האינטרנט שלה, תוך שהיא מציינת כי עם הזמן, לאחר שיירכש ניסיון, היא תבחן את האפשרות להדפיס את המדריך כתוכנית שתופץ בציבור הרחב.<sup>135</sup> לדעתנו, יש מקום להרחיב פרסום ראשוני זה של רשות ניירות-ערך ולפעול באופן מקיף לחינוכו של ציבור המשקיעים בעניינים שונים נוספים הנוגעים לשוק ההון. יש מקום להנחות את הציבור כיצד יש לבצע החלטות השקעה באופן עצמאי, ממה יש להיזהר וכיצד להגן על ההשקעות. הצורך בכך מתחזק לאור הסיכונים הרבים הכרוכים באינטרנט. הפעלת מערכת ה"מגנא" וכן החלת כללי "העברית הבהירה" נועדו להרחיב את מעגל המשקיעים ולהפוך את "המשקיע הפשוט" ממיתוס למציאות<sup>136</sup>. על כן, יש לחנך את המשקיעים לבל יוטעו שעה שהם עושים שימוש באינטרנט, במיוחד בעת החלפת מסרים עם גולשים אחרים:

"התחושה של חופש מוחלט, כביכול, מכבלים של חוק וסדר, והאווירה של מציאות מדומה – מוכרים לכל גולש באינטרנט. תחושה זו של חוסר רצינות, לעתים שובבות במובן הרע של המילה, מביאה לא פעם להתנהגות פרועה, מתוך תפישה מוטעית של מציאות וירטואלית, אשר ניזונה במקרים רבים גם מן האנונימיות של הגולשים, אשר מסתתרים על-פי רוב מאחורי כינוי או שם בדוי. האמת היא שהאינטרנט הוא כלי הרבה יותר ממשי ומוחשי מכפי שהוא מצטייר בעיני גולשים רבים..."<sup>137</sup>

בארה"ב, הקימה ה-SEC מחלקה מיוחדת הממונה על חינוך המשקיעים (Office

135 המדריך פורסם בחודש ספטמבר 2002. ראו הודעת רשות מיום 15.9.2002, "רשות ניירות-ערך מפרסמת מדריך הסברה למשקיעים".

136 מחקרים היסטוריים הראו כי בפועל, המשקיע ה"פשוט" כלל אינו מעונין לקבל את מסמכי הגילוי, לא כל שכן לקרוא אותם, אלא מסתמך בקבלת החלטות השקעה על מקצועני השוק. ראו פסרמן לעיל הערה 16, סעיף 1 בחלק השלישי של העבודה. מכאן נבעה הטענה כי "המשקיע הפשוט" הינו מיתוס שאינו קיים במציאות (ראו H. Kripke "The Myth of the Informed Layman" 28 Business Lawyer (1973) 631). לניתוח מקיף של שאלת "מיהו המשקיע הסביר ראו ג', קשי המשקיע הסביר בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 [עבודה לקבלת תואר מוסמך במשפטים (אוניברסיטת תל-אביב, ינואר 2002)].

137 ת"פ (ת"א) 10334/00 מדינת ישראל נ' פודים (טרם פורסם).

(of Investor Education and Assistance (OIEA). המחלקה עונה על שאלות משקיעים, כותבת ומפיצה ללא תשלום חומר לימוד הכתוב בלשון עממית ומסביר כיצד פועל שוק ההון, כיצד להשקיע בתכונה ולהימנע מתרמיות ולמי לפנות לעזרה; מארגנת הרצאות פומביות בנושאים הקשורים לשוק ההון; פועלת בשיתוף פעולה עם התקשורת הלאומית והאזורית על-מנת להבטיח שקהל רחב ככל האפשר ישמע על תכנית "חינוך המשקיעים" וידע כיצד ליצור קשר עם המחלקה; מקבלת תלונות של משקיעים על תרמיות או שימוש שלא כדין הנעשה בכספים על-ידי מנהלי תיקים וכו'.<sup>138</sup> מעניין להדגיש כי בארה"ב, חינוך המשקיעים מתחיל כבר בגיל צעיר, כפי שמעיד קיומן של תכניות לימוד המנחות מורים והורים כיצד ללמד את בני הנוער על חיסכון והשקעות<sup>139</sup>. ייתכן כי יש מקום לשקול הקמתה של מחלקה דומה גם ברשות ניירות-ערך הישראלית, שכן — "An educated investor provides the best defense... and offense... against securities fraud"<sup>140</sup>.

לדעתנו, אם אכן תוקם מחלקה כזו, מן הראוי כי טיפולה לא יצטמצם לנושא חינוך הציבור בנושא ניהול תיק ההשקעות שלו, אלא יתרחב לחינוך הציבור בכל הנוגע למשמעות היותו בעל מניות בחברה ציבורית. כיום, בעלי מניות מקרב הציבור, הינם בדרך כלל, קהל אדיש אשר אינו מוצא לנכון להיות מעורב בהליכים המתרחשים בחברות הציבוריות<sup>141</sup>. במקרים שבהם אין הוא מרוצה מהמתרחש בתאגיד מסוים הוא בוחר בשיטה המסורתית של Wall Street Walk, שפירושה מכירת המניות המוחזקות על-ידי<sup>142</sup>. חינוך המשקיעים צריך לפעול להפיכת בעלי המניות מקרב הציבור מצרכנים פאסיביים של מכשירים פיננסים לבעלי רכוש האחראים לרכושם. המחוקק כבר נקט בצעדים הראשונים הנדרשים לשם כך. דוגמא אחת לכך היא הוראות סימן ז' לחוק החברות, שעניינן הצבעה בכתב והודעות עמדה. הוראות אלו, אשר הינן חידוש לעומת הדין שהיה קיים לפני חקיקת חוק החברות, קובעות כי בעלי מניות בחברה ציבורית רשאים להצביע באסיפה כללית באמצעות כתב הצבעה, דהיינו: על-ידי משלוח הודעה בכתב על אופן הצבעתם, מבלי שיהיה עליהם להיות נוכחים

138 ראו הרצאה שנשאה Commissioner Unger, אשר כיהנה ב-SEC — "Empowering Investors in an Electronic Age" IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia. May 17, 2000

(<http://www.sec.gov/news/speech/spch380.htm>. visited 6/2/2003)

139 ראו <http://www.sec.gov/investor/students.shtml> (visited 6/2/03)

140 מתוך נאומה של Commissioner Unger, לעיל הערה 138 לעיל.

141 תופעה בולטת הינה אי השתתפותם של בעלי מניות מקרב הציבור באסיפות כלליות של החברה שאת מניותיהם הם מחזיקים. לתופעה זו הקרויה "בעיית ההצבעה הקולקטיבית", שני הסברים עיקריים: (1) אדישות רציונלית; (2) "טפילות" (free riding). לניתוח התופעה ראו R.C. Clark, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Corporate Law* (1986) 389–394

*Structure of Corporate Law* (Cambridge, 1991) 63–70

142 ראו M. M. Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance For The Twenty-First Century* (Washington, D.C., 1995) 35

באסיפה<sup>143</sup>. משקיימת האפשרות לחסוך מן הציבור את הטרחה הכרוכה בהגעה פיזית להצבעה, חינוך המשקיעים צריך לפעול לעידוד בעלי מניות לממש את הזכות הבסיסית הנתונה להם, זכות ההצבעה<sup>144</sup>. כמו-כן, מן הראוי ללמד את המשקיעים מהן נורמות ההתנהגות הראויות במשטר התאגידי. סיבה מצוינת לכך הנה קיום מנגנון התובענה הייצוגית והתובענה הנגזרת, אשר נועדו לספק תמריצים לתובעים יחידים לתבוע בשם קבוצה של משקיעים, או בשם החברה עצמה, בהתאמה, ועל-ידי כך להגביר את הפיקוח על השוק<sup>145</sup>. תנאי הכרחי לכך שמשקיע יוכל להגיש תביעה כאמור, הוא שידע לזהות הפרה של חובה הקבועה בדין<sup>146</sup>. חינוך מתאים יוכל להעניק לו את הכלים הדרושים לשם כך.

### 3. המגמה החדשנית – מאזן האינטרסים

בחינה של ההתפתחויות האחרונות בדיני ניירות-ערך מעלה, כי בצד המגמה הצפויה של הרחבת החובות המוטלות על מנפיקים לשם חיזוק ההגנה המוענקת למשקיעים, מסתמנת גם מגמה הפוכה – קביעת כללים המקלים על המנפיקים, גם אם בא הדבר על חשבון ההגנה המוענקת למשקיעים. חוקי ניירות-ערך אינם פועלים בחלל ריק. עליהם להתאים לשוקי ההון אשר בסביבתם הם מצויים. מאחר ששוקי ההון הינם שווקים דינמיים, המושפעים מהצרכים המשתנים של המדינות שבהן הם פועלים ומתמורות בחיי הכלכלה העולמיים, חוקי ניירות-ערך צריכים בהכרח להשתנות על-מנת להתאים עצמם לצרכים

143 סעיף 89 לחוק החברות קובע, כי שר המשפטים, בהתייעצות עם שר האוצר ועם רשות ניירות-ערך רשאי לקבוע הוראות לעניין כתב הצבעה והודעת עמדה. התקנות אמורות לכלול, בין היתר, הוראות שעניינן אופן המצאת כתבי הצבעה לבעלי המניות ואופן המשלוח של כתבי ההצבעה לחברה, מתכונת לנוסח של כתב הצבעה והודעת עמדה וכו'. סעיף 377 לחוק החברות קובע, כי סעיפים 87 עד 89 ייכנסו לתוקף לאחר פרסום התקנות לביצוען, במועד אשר ייקבע באותן תקנות. למיטב ידיעתנו, עד מועד כתיבת מאמר זה, טרם הותקנו התקנות המתאימות ועל כן, ההוראות לעניין כתב הצבעה והודעת העמדה עדיין לא נכנסו לתוקף.

144 מן הראוי לציין, כי הצעד הראשון שבו נקט המחוקק על-מנת להתגבר על בעיית האדישות של בעלי המניות היה קביעת חובה על מנהלי קרנות נאמנות להשתתף ולהצביע באסיפות כלליות של תאגידים אשר ניירות הערך שלהם מוחזקים בידי הקרן, אם יש בהצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית משום פגיעה אפשרית בעניינם של בעלי היחידות (ראו סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 שהוסף בשנת תשנ"ו במסגרת תיקון מס' 11 לחוק השקעות משותפות בנאמנות). אנו סבורים כי במסגרת חינוך המשקיעים, יש לעודד גם משקיעים מקרב הציבור, ולא רק "משקיעים מקצועיים" ליטול חלק פעיל בפעילות החברה.

145 ראו נ' שר, "דיני ניירות-ערך – מגמות מרכזיות", עיוני משפט כב 265, 275-276; ס' גולדשטיין וי' עפרון, "מנגנוני התובענה הייצוגית והתביעה הנגזרת בחוק החברות החדש" משפטים לב(2) (תשס"ב) 461; ס' גולדשטיין וי' עפרון "התפתחות התובענה הייצוגית בישראל" עלי משפט (תש"ס) 27.

146 ראו י' צ' שטרן, רכישת חברות (תשנ"ו) 49.

משתנים אלה. בארה"ב, חוקי ניירות-ערך נחקקו בתחילת שנות ה-30, בעקבות המפולת הגדולה של שנת 1929 אשר גרמה לבתי-אב רבים להפסיד את כל כספם. בישראל, חוקי הגילוי נחקקו כשהמדינה הייתה בחיתוליה<sup>147</sup>. בשני המקרים, הייתה חשיבות עליונה להביא את המשקיעים לשוק ההון. לשם כך היה צורך לרכוש את אמונם בשוק ומכאן הרגולציה הרחבה שהדגש בה הוא על ההגנה על המשקיעים. במשך הזמן, עם התבססות שוקי ההון<sup>148</sup>, חדרה גם ההכרה כי, לעתים, לצורך השגת יעדים משקיים חשובים אין מנוס מנקיטת אמצעים שעיקר הדגש שלהם הינו עידוד המנפיקים להציע את ניירות-הערך שלהם לציבור, גם אם משמעות הדבר הינה פגיעה בהגנה המוענקת למשקיעים<sup>149</sup>. שתי דוגמאות בולטות להליכי דה-רגולציה אשר חלו בארה"ב הן הקלה בכללי הגילוי החלים על תאגידים קטנים והקלה בכללי הגילוי החלים על תאגידים זרים, אשר ניירות הערך שלהם נסחרים בארה"ב. במסגרת יוזמה הידועה כ-"Small Business Initiative" נחקקו בארה"ב בשנת 1992 הוראות חוק המקלות בגילוי הנדרש בהנפקות של תאגידים קטנים לעומת הגילוי הנדרש בהנפקות "מסורתיות"<sup>150</sup>. הוראות אלו מקלות הן בהיקף המידע אותו נדרשים התאגידים הקטנים לגלות והן באחריות לגילוי. ברור, כי הפחתת הגילוי הנדרש, לא כל שכן רמת האחריות לגילוי, אינה עולה בקנה אחד, עם המטרה של ההגנה על המשקיעים. ההפך הוא הנכון – ההשקעה בתאגידים קטנים נחשבת דווקא מסוכנת יותר, היינו – כזו שבאופן תיאורטי המשקיעים בה היו זקוקים להגנת יתר. לכן, הקלות עלולות דווקא לפגוע במשקיעים. אולם, הרצון לעודד יצירת הון (Capital Formation) גבר על הצורך להגן על המשקיעים. בדברי ההסבר לכללים ציינה ה-SEC, כי בין השנים 1988–1990 העסיקו תאגידים קטנים למעלה ממחצית מכוח העבודה במשק. הם יצרו הרבה מקומות עבודה חדשים ותפוקתם היוותה קרוב למחצית מהתוצר הלאומי. הגישה להון הינה גורם מכריע באפשרותם של תאגידים קטנים לשרוד. מכאן החשיבות של הקלה על גיוס הון על-ידי תאגידים אלה, גם אם תוצאת ההקלה הינה, לכאורה, פגיעה בהגנה על המשקיעים.

הקלה משמעותית נוספת בכללי הגילוי הנהוגים בארה"ב הינה ההקלה בגילוי

147 בהקשר זה, מעניינת הארתו של פרופ' Banner, היסטוריון של דיני ניירות ערך, הכותב, כי למעשה, מה שגרם לרגולציה בניירות ערך לא היו התפתחויות בשוק ההון כי אם מפולות. החוק הראשון הנוגע לניירות-ערך אשר נחקק באנגליה במאה ה-18 בא מיד לאחר ירידה דרסטית במחירי ניירות ערך; החקיקה המשמעותית הראשונה בארה"ב הייתה בניו-יורק בשנת 1792 בעקבות מפולת גדולה שארעה באותה שנה ("The Big Crash"); החוקים הפדרליים שנחקקו בארה"ב בראשית שנות ה-30, באו כמובן, בעקבות המפולת הגדולה של שנת 1929. ראו S. Banner, "What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence" 75 Wash. U. L. Q (1997) 849, 850

148 למקורות בהם ניתן למצוא נתונים בדבר היקפי המסחר בארה"ב ובישראל ראו לעיל הערות 26 ו-27.

149 ראו פסרמן לעיל הערה 16, סעיף 11 בחלק הראשון של העבודה.

150 לדיון בעניין הגילוי הנדרש בארה"ב מתאגידים קטנים ראו פסרמן, לעיל הערה 16, סעיף 4.5 בחלק השלישי של העבודה.



הנדרש מתאגידים זרים אשר ניירות הערך שלהם נסחרים בארה"ב, לעומת הגילוי הנדרש מחברות נסחרות אמריקניות<sup>151</sup>. קביעת מדיניות גילוי שונה לתאגידים זרים לעומת תאגידים אמריקנים יותר מאשר מרמזת על בקיעים בסיסמא של "הגנה על המשקיעים"<sup>152</sup>. מאחר שבשני המקרים מדובר בתאגידים אשר ניירות-הערך שלהם נסחרים בארה"ב, מטבע הדברים קהל המשקיעים זהה. אם מידע תאגידי מסוים נחשב למידע חשוב למשקיע, הרי שבמידה שבה הוא חשוב כשמדובר בתאגידי אמריקני, כך הוא חשוב כשמדובר בתאגידי זר. אם גילוי אינו חשוב כשמדובר בתאגידי זר מדוע לדרוש אותו כשמדובר בתאגידי אמריקני<sup>153</sup>?! התשובה לכך הנה, כי לא הדאגה למשקיע היא שגרמה למתן הקלות בגילוי לתאגידים זרים, כי אם הרצון לעודד תאגידים אלה להנפיק את ניירות הערך שלהם בארה"ב והחשש כי דרישה לשוויון בגילוי תגרום למנפיקים הזרים להנפיק במקומות אחרים (Offshore), ובעקבותיהם למשקיעים האמריקנים להשקיע בשווקים אחרים<sup>154</sup>. מגמה דומה, של צמצום הגילוי הנדרש על-פי דין במקום שבו הדבר דרוש לשם השגת מטרות משקיות, מסתמנת גם בישראל:

א. חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000

חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000 (להלן – "תיקון מס' 20")<sup>155</sup> כולל סדרה של הקלות בדרישות לפרסום תשקיף<sup>156</sup>. חוק זה נולד כתוצאה מן ההכרה כי הצורך של המשק הישראלי ביצירת הון (Capital Formation) מצדיק, אם לא מחייב,

- 151 תאגידים אלה מגישים דיווחים בטפסים מיוחדים (אשר ניתן לזהותם על פי האות F הכלולה בשמם ואשר באה לציין את היותם זרים (Foreign)). לגבי מספר נושאים, כגון: חלוקה לפי ענפים (סגמנטציה), שכר מנהלים, עסקאות מהותיות וכו', תאגידים זרים אינם נדרשים לדיווח נרחב כנדרש מתאגידים אמריקנים. חשוב מכך, הם אינם נדרשים לערוך את דו"חותיהם הכספיים על פי כללי החשבונאות האמריקנים (US GAAP) אלא רשאים להכין את הדו"חות הכספיים שלהם בהתאם לכללי החשבונאות הנהוגים בארצם ולצרף הסבר בדבר השוני בין כללים אלה לכללים הנהוגים בארה"ב וכו'. (ראו J. A. Fanto & R. S. Karmel, "A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a US Listing" 3 *Stan J. L. Bus. & Fin.* (1997) 51, 56-57).
- 152 ראו A. R. Palmiter, "Towards Disclosure Choice in Securities Offerings" *Colum. Bus. L. Rev.* (1999) 1, 48-51
- 153 ראו L. Lowenstein, "Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What you Measure" 96 *Colum. L. Rev.* (1996) 1335, 1341
- 154 ראו U. Geiger, "The Case For The Harmonization of Securities Disclosure Rules in The Global Market" *Colum. Bus. Law Rev.* (1997) 241
- 155 ראו J.D. Cox "The Fundamentals of an Electronically-Based Federal Securities Act" 57 *Wash U.L.Q.* (1997) 857, n. 42 at pp. 868-869
- 156 ס"ח 161. ההקלות מסווגות על פי הפירוט הבא: פעולות שלא יראו הצעה לציבור; ניצעים שלא יספרו במנין המשקיעים המהווים ציבור; הצעות לציבור שאינן טעונות תשקיף ופטור מפרסום תשקיף (ראו דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ה"ח 220, 221).

הקלה בכללי הגילוי. ח"כ לנגנטל, אשר הציג את החוק בפני חברי הכנסת אמר זאת במפורש:

"תיקון חוק ניירות ערך מספר 20 בא להתאים את דרישות החוק לתנאים המשתנים ויש בו סדרה של הקלות בדרישות לגבי פרסום תשקיפים שנועדו לשפר ולהקל על גיוס הון של חברות בארץ ובחו"ל ובמיוחד להקל על סיווג חברות הידוע כהיי-טק....אני חושב שיש פה הקלה משמעותית מאוד בכל הנושא של גיוס בשוק ההון. אני לא משוכנע שהדבר יגרום לפריחה עצומה בשוק ההון, אבל זה אולי קצת יעודד את המשקיעים ואת האנשים שכרגע רוצים לגייס הון דרך הבורסה"<sup>157</sup>.

דוגמא בולטת של שינוי אשר התקבל במסגרת תיקון מספר 20 ואשר יש בו פגיעה במשקיעים היא הענקת פטור מפרסום תשקיף בהנפקה לעובדים. הפטור ניתן בעיקר משום שהמציאות הראתה שעצם הדרישה לפרסום תשקיף כתנאי להענקת ניירות-ערך לעובדים, מניאה חברות מלבצע הקצאות כאמור. לא היה חולק על כך שעובדים הם ציבור הזקוק להגנה. רשות ניירות-ערך עצמה ציינה כי:

"כשביקשנו לבחון האם העובדים הינם ציבור שיש להגן עליו, נדרשנו למבחן הנגישות והצורך ומצאנו כי העובדים הינם ציבור שיש להגן עליו, כיוון שאין להם הנגישות למידע שווה ערך למידע תשקיפי ואין בידיהם יכולת מוכחת לעשות שימוש מושכל במידע זה"<sup>158</sup>.

עם זאת, רשות ניירות-ערך המליצה להקל על הדרישות המוטלות על חברות המנפיקות ניירות-ערך לעובדים:

"למרות המסקנה שהעובדים מהווים ציבור, מדובר בסיטואציה מיוחדת שדורשת איזון בין האינטרסים, מחד, להגן על העובדים (באמצעות התשקיף), ובין האינטרס המשותף של העובד והתאגיד לתת הטבה לעובד וליצור זיקה ביניהם, זיקה הנקשרת מן המערכת המתקיימת ביניהם, הנובעת מיחסי עובד ומעביד, מאידך. כך או כך אנו משווים לנגד עינינו את טובת העובד. בתהליך האיזון סברנו כי בשל משקלו הסגולי של האינטרס השני (מתן הטבה לעובד) מתחייבת מידה מסוימת של ריכוך, אותו מעטה של הגנה תשקיפית"<sup>159</sup>.

כך, בניגוד לגישה המסורתית, הרואה לנגד עיניה אך ורק את ההגנה על המשקיעים,

157 ראו ד"כ כ"ה (תש"ס) 7219.

158 רשות ניירות-ערך, הצעה לתיקון סעיף 15 בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 — מצע לדיון (נובמבר 1996) 20 (להלן: "מצע לדיון לתיקון ס' 15").

159 ראו מצע לדיון לתיקון ס' 15, לעיל הערה 158.

לקסיקון דיני ניירות-הערך זכה במונח חדש, "איזון אינטרסים", שהוסיף לצד אינטרס ההגנה על המשקיעים, אינטרס לגיטימי חדש שניתן להתחשב בו.

ב. חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000

הקלות נרחבות עוד יותר ניתן למצוא בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000<sup>160</sup>, הידוע בכינוי "חוק הרישום הכפול" (להלן – "חוק הרישום הכפול") ובתקנות אשר הותקנו על-פיו<sup>161</sup>. הפעם, ה"גלובליזציה" מופיעה במפורש כגורם לחקיקה. בהצעת החוק נכתב, כי תהליכי הגלובליזציה המשפיעים על שוקי ההון בעולם לא פסחו גם על החברות הישראליות<sup>162</sup>. חברות, בעיקר מתחום הטכנולוגיה, מרביתן מתחום ההיי-טק, פנו במספר גדול והולך לגייס הון בחו"ל, בעיקר בארה"ב. תופעה של רישום ניירות-ערך של חברות למסחר במספר שווקים הינה תופעה מקובלת. בדרך כלל, רישום ראשוני של ניירות-הערך למסחר נעשה על-ידי חברה בארץ המוצא שלה. רישום נוסף בחו"ל נעשה במקביל או בשלב מאוחר יותר. בישראל, קיימת תופעה ייחודית של חברות מקומיות אשר ביצעו גיוס הון ורישום למסחר של ניירות-ערך שלהם בבורסות בחו"ל בלבד (כאמור, בעיקר בארה"ב שנהנתה מפריחה מתמשכת ואשר בה שוכן חלק גדול מקהל היעד הצרכני של חברות הטכנולוגיה הישראליות) ופסחו על שלב הרישום למסחר בבורסה המקומית בתל-אביב. מצב זה שבו חברות ישראליות נרשמו למסחר בחו"ל ונמנעו מהרישום למסחר בארץ, הינו מצב בלתי רגיל<sup>163</sup>. בעקבות החברות הישראליות, אשר נדדו לשווקים הזרים, גברה היציאה לאותם שווקים גם מצד המשקיעים המקומיים, שביצעו השקעות בהיקפים ניכרים באותן חברות בבורסות בהן הן נסחרות בחו"ל. נדידת סקטורים שלמים של חברות היי-טק וחברות רווחיות ומבוססות מתחומים אחרים מישראל אל הבורסות בחו"ל הותירה למשקיעים המקומיים שוק מצומצם מאוד בגודלו, מאופיין בסחירות נמוכה ובמיעוט מניות עתירות סחירות המהוות את עמוד השדרה של בורסה בריאה. בורסה כזו אינה יכולה למלא ביעילות את תפקידה כמכשיר לגיוס הון והיא מוגבלת ביכולתה להתחרות בתנאי השוק העולמי. שוק הון כזה אינו אטרקטיבי למשקיעי חוץ והיתרונות העשויים לנבוע מהשקעות זרות נמנעים מן השוק כולו<sup>164</sup>. חוק הרישום הכפול נועד לפתור מצב זה ולעודד חברות

160 ס"ח 252.

161 תקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנה וצורתו), התש"ס-2000 (להלן – "תקנות מסמך רישום"), תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים של תאגיד חוץ), התש"ס-2000 (להלן – "תקנות דיווח תאגיד חוץ") ותקנות ניירות ערך (קביעת תקופת רישום למסחר בבורסה בחו"ל), התשס"א-2000.

162 ראו הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) (רישום כפול), התש"ס-2000, ח"ח 440.

163 ראו דו"ח הועדה לרישום כפול של ניירות ערך, ירושלים, ספטמבר 1998 3-5 (להלן – "דו"ח ועדת ברודט").

164 שם, בע' 6-7.

ישראליות אשר ניירות-הערך שלהן רשומים למסחר בחו"ל בלבד (להלן – "תאגידי חוץ") לרשום את ניירות-הערך שלהן למסחר גם בבורסה התל-אביבית. וועדת ברודט, אשר המלצותיה היוו בסיס לחוק הרישום הכפול, כתבה כי:

"קצרה היריעה מלתאר את היתרונות העשויים לנבוע לשוק המקומי מהרישום למסחר של החברות הרשומות בחו"ל גם פה. אם לא תצליח העצירה של המגמה בשוק ההון המקומי – קיים סיכון המאיים על השוק כולו. חלק חשוב בעצירת המגמה הינו הבאה לבורסה בארץ של אותן חברות ישראליות הרשומות רק בחו"ל"<sup>165</sup>.

הוועדה מציינת, כי הכלכלה הישראלית וגם תעשיית ניירות-הערך בישראל זקוקות לשוק בעל היקפי מסחר גדולים המהווה מוקד משיכה גם למשקיעים זרים וגם לחברות המבקשות לבצע גיוסי הון; הרישום הכפול יגדיל את מספר החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב והגדלת היקפי המסחר בחברות הנסחרות גם בחו"ל עשויה להביא למשיכת משקיעים נוספים להשקיע גם בניירות-הערך של חברות אחרות בשוק המקומי, ולהגדיל את הסחירות והנזילות של ניירות-הערך הנסחרים בבורסה בכלל וכו'. עידוד תאגידי החוץ להירשם למסחר בישראל נעשה על-ידי מתן הקלות לתאגידי אלה הן בשלב הרישום למסחר והן בשלב הדיווח השוטף. בשלב הראשון, חוק הרישום הכפול הוחל על תאגידי אשר ניירות-הערך שלהם נסחרים בבורסות המרכזיות בארה"ב בלבד<sup>166</sup>. הרעיון המרכזי הינו כי תאגידי חוץ, שהחוק חל עליהם, יוכלו להירשם למסחר בישראל בהתבסס על מסמכי גילוי כפי שפורסמו במקור בארה"ב בשפה האנגלית מבלי שיהיה עליהם לקבל היתר של רשות ניירות-ערך למסמך<sup>167</sup>. גם הדיווח השוטף יהיה בעיקרו מסמכי הדיווח כפי שמפרסם אותם התאגיד על-פי הדין האמריקני<sup>168</sup>. ברור, כי הקלות אלו מסייעות רבות לתאגידי חוץ. כפי שהצעת

165 שם, בע' 11.

166 ה-AMEX, NYSE, NASDAQ-NM. (כשנת 1998 החליטו ה-NASDAQ וה-AMEX להתמזג כך שה-AMEX תהפוך לחברה בת של NASDAQ. (לקוח מתוך מ' בן-חורין לעיל הערה 50, בע' 148-150 ולוי, סמיט וסרנת, לעיל הערה 50, בע' 439).

167 מסמך הרישום יכול שני חלקים. החלק הראשון יכול פרטים בדבר התאגיד וניירות הערך שלו (ראו פירוט בתקנות 7-11 לתקנות מסמך הרישום). החלק השני יכול את הדיווח לתקופה של שנה (להלן – "הדו"ח התקופתי") האחרון שפרסם או הגיש התאגיד או שהיה חייב לפרסם; מסמך ששימש להצעת ניירות ערך של התאגיד אם פרסם או הוגש במהלך השנה הקודמת לשנת הדו"ח התקופתי וכל דו"ח או הודעה אחרים שפרסם או הגיש התאגיד או שהיה חייב לפרסם או להגיש לפי הדין הזר (ראו תקנה 3 לתקנות מסמך הרישום).

168 הדיווח השוטף יכול את הדו"ח התקופתי או את הדו"ח לתקופה של רבעון שבפרסומו או הגשתו חייב התאגיד על פי הדין הזר וכן כל דו"ח או הודעה או מסמך אחר שהוא חייב בהגשתו או בפרסומו על פי הדין הזר או שהגיש או פרסם למשקיעים בניירות הערך שלו הרשומים למסחר בחו"ל. ראו תקנות דיווח תאגיד חוץ. לעניין זה הדין הזר שהינו הדין האמריקני כולל הן את החוקים הפדרליים והן את כללי הבורסה בה רשומים למסחר ניירות הערך של התאגיד.

החוק מציינת במפורש, גילוי הדומה במהותו ובמתכונתו לגילוי הנדרש בבורסה בחו"ל חוסך לתאגידי החוץ עלויות ישירות ועקיפות הכרוכות בהכנת מסמכים ודיווחים לפי שתי מערכות דינים שונות<sup>169</sup>. באותה מידה ברור, כי בחוק הרישום הכפול יש משום פגיעה במשקיעים. דוגמא הזועקת לשמים היא העובדה, כי במסגרת הרישום הכפול, חברות חוץ יכולות לפרסם בישראל מסמכי גילוי בשפה האנגלית, ללא צורך בתרגום. ברור, כי פרסום מסמכים בשפה זרה פוגע ביכולת של המשקיעים המקומיים לקרוא אותם ולהביןם<sup>170</sup>. חריגותו של הצעד המתיר פרסום מסמכי גילוי בשפה זרה מתחדדת עוד יותר לאור העובדה כי באירופה, על אף השאיפה ליצירת חוקים אחידים לכל מדינות השוק המשותף, לא הרחיקו לכת כפי שעשו בישראל, והמדינות השונות לא ויתרו על זכותן להוסיף למסמכי רישום אשר קיבלו היתר במדינה אחרת את הדברים הבסיסיים הדרושים להגנה על המשקיעים המקומיים, כגון תרגום המסמך לשפה המקומית<sup>171</sup>.

169 הרצון למשוך את תאגידי החוץ לבורסה התל-אביבית גרם לכך שהמחוקק לא הסתפק בהקלה על הגילוי אלא קבע הוראות נוספות שמטרתן לעודד את הרישום למסחר של תאגידי חוץ בישראל. במסגרת הקלות אלו ניתן למנות הוראה שעניינה הקלה במחיקה מן המסחר. בעוד שחברות ישראליות הרוצות להימחק מן המסחר נאלצות, בדרך כלל, לעבור תהליך של רכישת ניירות הערך אשר הוצעו לציבור, סעיף 35כז לחוק ניירות ערך קובע כי כל עוד ניירות הערך של תאגידי החוץ ימשיכו להיסחר בבורסה הזרה, התאגידיים יוכלו להמחק מן המסחר בישראל על ידי מתן הודעה בלבד. האפשרות ל"התחרט" ולהימחק מהמסחר בקלות נועדה להפיג את החשש של תאגידי החוץ מתוצאות הרישום למסחר בישראל ובעקב מהכפפתם לחוק ניירות-ערך הישראלי. הוראה נוספת הינה הוראת סעיף 35כו' לחוק המאפשרת עיכוב הליכים בתובענה אשר הוגשה בישראל בעילה הנובעת מזיקה לניירות הערך של תאגידי חוץ אם תביעה בשל אותה עילה הוגשה בבית משפט מחוץ לישראל וזאת עד למתן פסק דין שאינו ניתן עוד לערעור באותה תביעה. הדבר נועד להפיג את החשש של תאגידי חוץ כי יאלצו להתמודד עם מספר תביעות במדינות שונות בגין אותה עילה.

170 מחקר אשר נערך לאחרונה בדק, בין היתר, את מידת השליטה של עורכי דין ישראליים בשפה האנגלית המשפטית. אנגלית משפטית הינה קורס חובה בפקולטות למשפטים בישראל ועורכי-דין ישראלים נתקלים בחומר משפטי בשפה האנגלית הן במהלך לימודיהם והן במהלך עבודתם השוטפת. עם זאת, תוצאות המחקר הראו כי מקרב עורכי הדין הישראליים אשר רכשו את השכלתם המשפטית בישראל, להבדיל מעורכי דין אשר למדו ו/או שהו בחו"ל תקופות ארוכות, כ-69.4% אינם נעזרים באחרים לצורך קריאת מסמכים משפטיים ואילו היתר זקוקים לסיוע בקריאה באנגלית. לאור כך, ניתן להניח ברמה גבוהה של ודאות כי שיעור הישראליים שאינם משפטנים אשר מסוגלים לקרוא לבדם חומר משפטי נמוך הרבה יותר. מכאן, שמשקיעים רבים אינם מסוגלים לקרוא בכוחות עצמם מסמכי גילוי בשפה האנגלית. לתיאור המחקר ראו: Y. Deutch, "Theory and 'METHODICS' in English For Specific Purposes and Their Relevance for the Development of Competence in Legal English", Ph.D. Thesis (Bar-Ilan University, 2000) 223–230

171 בדירקטיבה בה נקבע כי מנפיק ממדינה חברה יכול להציע ניירות ערך לציבור במדינה חברה אחרת תוך שימוש במסמכי רישום שקבלו היתר במדינת המוצא שלו (דהיינו – מדינות החברות בשוק המשותף צריכות להכיר במסמכי רישום אשר קבלו היתר של רשות מוסמכת במדינה חברה אחרת), נכתב במפורש כי המדינות השונות רשאיות לדרוש תרגום של מסמך הרישום אשר קיבל היתר במדינה חברה אחרת ללשון המקומית וכן הוספה של מידע המיוחד למדינה המקומית

יתרה מכך, כפי שכבר הבהרנו, על-מנת לעודד תאגידים זרים להירשם למסחר בארה"ב, העניקה ה-SEC הקלות בגילוי הנדרש מתאגידים זרים הנסחרים בארה"ב. מכאן, שמסמכי הגילוי אשר מתפרסמים על-ידי תאגידים ישראלים הרשומים למסחר בארה"ב אינם מסמכי הגילוי הכוללים את כל המידע אשר לדעת המחוקקים האמריקנים יש לפרסם על-מנת להגן על המשקיעים, אלא מסמכי גילוי אשר כבר כוללים בתוכם הקלות, שנועדו להשיג מטרות משקיות אמריקניות. חוק הרישום הכפול אשר מאפשר לתאגידי חוץ להסתפק בגילוי אשר נעשה על ידיהם בארה"ב יוצר, לפיכך, מצב מוזר שבו תאגידים ישראלים פטורים מגילוי על-פי כללי הגילוי בישראל, שכן חל עליהם הדין הזר, אלא שהדין הזר עצמו הינו דין מקל בשל היותם של תאגידי החוץ תאגידים זרים בארה"ב. בנקודה זו סטה חוק הרישום הכפול מהמלצות ועדת ברודט אשר היוו, כאמור, את הבסיס לחוק. ועדת ברודט הציעה לקבל בארץ רק דיווח אשר יעשה, על-פי המתכונת והדרישות המחייבות חברה אמריקנית הרשומה למסחר בארה"ב וכן הציעה שלא לקבל דיווח הכולל הקלות מהן נהנית חברה ישראלית בחו"ל מכוח היותה שם חברה זרה<sup>172</sup>. המלצה זו נדחתה, כאמור, בשל החשש, כי כל דרישה נוספת מעבר למה שתאגידי החוץ מדווחים בארה"ב תדיר את רגליהם מהבורסה התל-אביבית<sup>173</sup>. דהיינו – הצורך המשקי והרצון העז להגן על הבורסה התל-אביבית גברו על אינטרס ההגנה על המשקיעים<sup>174</sup>.

### ג. ועדת "בכר"

בינואר 2003 הוקמה ועדה מיוחדת שתפקידה לבחון את היקף המידע שיש לכלול בתשקיפי ניירות-ערך מסחריים ואגרות-חוב שאינן ניתנות להמרה במניות (להלן

כגון מידע בנוגע למיסוי, דרך מסירת הודעות לבעלי מניות וכו'. (ראו סעיף 21, פסקה 1 של ה-EEC Council Directive (POP Directive) (EEC 89/ 298/EEC Council Directive of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public (O. J. 1989, No. L. 124/8)). באיטליה למשל, החוק המקומי הוסיף דרישה לתרגם את מסמך הרישום אשר קיבל היתר במדינה אחרת לאיטלקית וכן להוסיף מידע בדבר המיסוי של ניירות הערך (ראו M. I. Steinberg, *International Securities Law – A Contemporary and Comparative Analysis* (1999) n. 120 at p. 17).

172 דו"ח ועדת ברודט, לעיל הערה 163 בע' 21.  
173 הח"מ ייצגה את לשכת עורכי-הדין בדיונים בכנסת לאישור חוק הרישום הכפול. בדיונים אלה הדגיש מנכ"ל הבורסה, מר שאול ברונפלד, כי בשיחות שקיים עם ראשי תאגידים ישראלים אשר ניירות-הערך שלהם רשומים למסחר בארה"ב, אמור לו הללו כי כל דבר נוסף אשר ידרש מהם מעבר לגילוי אשר לו הם נדרשים בארה"ב יביא לכך שלא ירשמו את ניירות הערך שלהם בבורסה בתל-אביב.

174 לניתוח מעמיק של חוק הרישום הכפול ראו ע' ליכט, "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים לב(3) תשס"ב 561.

— "ועדת בכר". סעיף 15 לחוק ניירות-ערך קובע, כי כל הצעה של ניירות-ערך לציבור מחייבת פרסום תשקיף. תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), תשכ"ט-1969, אשר קובעות מהם הפרטים אותם יש לכלול בתשקיף, קובעות דין אחד להנפקות של כל סוגי ניירות-הערך. גם תקנות התשקיף החדשות אשר מיישמות את המלצות ועדת ברנע, אינן מבחינות בין סוגי ניירות-הערך המונפקים. ועדת בכר נקראה להציע מתכונת נפרדת מן המתכונת הרגילה לתשקיף ניירות-ערך מסחריים ואגרות-חוב שאינן ניתנות להמרה. אנו סבורים כי ההבחנה בין סוגי התשקיפים הינה הבחנה ראויה שכן ישנו הבדל מהותי בין המחזיקים של ניירות-הערך השונים. מחזיקים של ניירות-ערך מסחריים ושל אגרות-חוב אשר אינן ניתנות להמרה הינם נושים של החברה, בעלי זכות חוזית לקבלת תשלום בסכום ובמועד קבוע מראש. בעלי מניות הינם, לעומת זאת, "הבעלים" של החברה. אין להם זכות קנויה לקבלת כספים מן החברה. זכויותיהם הינן זכויות שיוריות, דהיינו — זכויות לקבל את מה שנותר בחברה לאחר ביצוע כל התשלומים החוזיים<sup>175</sup>. הבדל יסודי זה מצדיק הבחנה בין היקף המידע הדרוש לניצעים ככל אחד מסוגי ההנפקות על-מנת לקבל החלטות השקעה מושכלות.

יו"ר רשות ניירות-ערך והממונה על הביטוח ושוק ההון במשרד האוצר, אשר יזמו יחד את הקמת הוועדה, הסבירו במכתב המינוי של הוועדה כי:

"על-מנת לחזק את שוק ההון בכלל, ואת שוק ההון הסחיר בפרט, המשמשים מקור לגיוס אשראי ותורמים לחידוש הצמיחה במשק, יש לבחון האם קיימים בשוק הראשוני חסמים המקשים על תהליך גיוס האשראי בידי תאגידים"<sup>176</sup>.

אנו רואים, אם כן, שוב, כי למען האינטרס החשוב של עידוד הצמיחה במשק, נשקלת אפשרות הקלה בהיקף הגילוי הנדרש מן המנפיקים.

#### ד. הסדרים עם מחזיקי אגרות-חוב

מגמת "איזון האינטרסים" באה לידי ביטוי גם בסוגיה משפטית אשר בשנת תשס"ב היוותה סלע מחלוקת בין רשות ניירות-ערך לבין המנפיקים. המצב הכלכלי הקשה במשק הישראלי גרם לכך שמספר חברות ציבוריות נקלעו לקשיים שכתוצאה מהם לא יכלו לעמוד בפירעון אגרות-החוב אשר הנפיקו לציבור במועדים ובסכומים שנקבעו בתנאים המקוריים של אותן אגרות-חוב. עמדתה הראשונית של רשות ניירות-ערך הייתה כי חברות אשר חפצות להגיע עם מחזיקי אגרות חוב להסדר בדבר שינוי

175 ראו א' פלמן, דיני חברות בישראל להלכה ולמעשה (מהדורה רביעית בעריכת ה' בר-מור, כרך שני, תשנ"ד) 915 וכן א' פרוקצ'יה, "הבעלות על הפירמה וסייגיה — נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני החברות" משפטים כב (תשנ"ג) 301, 304.

176 "משה טרי ואייל בן שלוש הקימו ועדה לבדיקת היקף המידע שיש לכלול בתשקיפי ניירות ערך מסחריים ואג"ח שאינן ניתנות להמרה במניות", הודעת רשות ניירות ערך מיום 6 בינואר 2003.

תנאי אגרות-החוב (להלן – "הסדר אג"חים"), חייבות בפרסום תשקיף לפני כינוס אסיפה כללית של מחזיקי אגרות החוב אשר על סדר יומה אישור הסדר האג"חים המבוקש. דרישה זו נומקה בנימוק הקלאסי של הגנה על המשקיעים, שעניינו הצורך שלהם בקבלת מידע:

"שינוי בתנאי אגרות-חוב שהוצעו לציבור ואשר עניינו דחיית מועדי תשלום לבעלי אגרות-חוב או ויתור שלהם על חלק מהתשלומים המגיעים להם בהתאם לתנאי אגרות-החוב, מהווה שינוי באחד מהתנאים הבסיסיים של אגרות-החוב היוצרים את נייר הערך ומחייבים קבלתה של החלטת השקעה חדשה מצד מחזיקי אגרות-החוב. השינויים האמורים בתנאי אגרות-החוב אין בהם כדי להטיב עם בעלי אגרות-החוב. במקרה של דחיית מועד התשלום לבעלי אגרות-החוב ניתנת למעשה "הלוואה חדשה" לחברה המחייבת את מחזיקי אגרות-החוב להעריך את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויות שהיא נוטלת על עצמה ולפיכך קיימת הצדקה מיוחדת לפרסום תשקיף כאמור בסעיף 15א(א)(3) לחוק. במקרים אלה קיים צורך במתן מלוא המידע אודות עסקי החברה והמתכונת המיוחדת הקיימת לשם כך נמצאת בתשקיף, בהתאם להוראות החוק והתקנות על-פיו. מידע זה חיוני למחזיקי אגרות החוב על-מנת שיעריכו את מצבה של החברה ואת הסיכויים לפירעון אגרות-החוב על-פי התנאים החדשים ובהתאם לכך יחליטו אם לקבל את ההסדר המוצע בידי החברה בדבר התנאים החדשים של אגרות-החוב או לדחותו"<sup>177</sup>.

דהיינו, הנימוק הקלאסי של הגנה על המשקיעים, שעניינו הצורך שלהם בקבלת מידע. בסופו של דבר, חזרה בה רשות ניירות-ערך מעמדתה הדווקנית הדורשת פרסום תשקיף וקבעה, כי ניתן יהיה להגיע להסדר אג"חים על-ידי פרסום דו"ח מיידי ובו התייחסות לשורת נושאים המפורטים בהחלטתה<sup>178</sup>.

השינוי בעמדת רשות ניירות-ערך התאפשר כתוצאה מהפעלת "מאזן האינטרסים":

"... בנסיבות אלה נראה שמושג האיזון הנכון בין ההגנה על ציבור המשקיעים לבין הימנעות מהכבדה עודפת על חברות הנמצאות בקשיים. פרסום תשקיף אינו מטרה בפני עצמה. אם ניתן להבטיח את מתן המידע לציבור בנסיבות מיוחדות אלה – מה טוב".

177 ראו "החלטות הרשות בנושא שינוי תנאי כתבי אופציה ואג"ח" מיום 15.5.2002.

178 החלטת רשות ניירות ערך מיום 14 באוגוסט 2002 קבעה כי הפטור מפרסום תשקיף לשם אישור הסדרי אג"חים יחול רק לגבי הסדרים אשר החברות מבקשות לאשרם בבית-המשפט בהליך לפי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. בהחלטה מיום 4 בדצמבר 2002 קבעה רשות ניירות-ערך כי הפטור יחול גם על חברות שאינן נוקטות הליך במסגרת סעיף 350 לחוק החברות.



חשוב לציין, כי גם בית-המשפט לא חשש לעשות שימוש ב"מאזן האינטרסים" כסוגיה זאת<sup>179</sup>. אחת החברות אשר נקלעה לקשיים ולא היה ביכולתה לפרוע את אגרות-החוב בהתאם לתנאים המקוריים שלה, הייתה חברת אלרוד ייזום ונדל"ן בע"מ (להלן – "אלרוד"). אלרוד הגיעה עם מחזיקי אגרות-החוב שלה להסדר אג"חים אשר אושר ברוב מיוחד באסיפה כללית של מחזיקי אגרות החוב והגישה אותו לאישור בית-המשפט במסגרת הליך לפי סעיף 350 לחוק החברות. עוד לפני שרשות ניירות-ערך חזרה בה מהחלטתה הראשונית, ביקשה אלרוד מבית-המשפט לדחות את עמדת רשות ניירות-ערך שלפיה אישור ההסדר מחייב תשקיף<sup>180</sup>. אחת השאלות שעלתה לדיון היא שאלת פרשנותו של סעיף 15א(א)(3) לחוק ניירות ערך הקובע, כי:

15א (א) לא יראו כהצעה לציבור<sup>181</sup> –

... (3) ... הקצאה או העברה של ניירות ערך על-פי החלטה שניתנה בהליך לפי סעיף 350 או 351 לחוק החברות, והכל לאחר שניתנה לרשות הזדמנות להתייצב בהליך ולהשמיע את עמדתה לענין הצורך בפרסום תשקיף על-מנת להבטיח את ענינו של ציבור הניצעים המיועד".

רשות ניירות-ערך טענה, כי כוונת המחוקק בסעיף זה הייתה שיעשה בו שימוש רק במקרים המיוחדים שבהם, על-פי סעיף 15 לחוק, יש מקום לפרסם תשקיף, אך למעשה אין בפרסום התשקיף כל טעם בנסיבות מסוימות. השופט גורן לא קיבל פרשנות זו. לדבריו, מקום שבו מוגשת לבית-המשפט בקשה לאישור הסדר פשרה או הבראה בהתאם לסעיף 350 לחוק החברות, והתוצאה של ההסדר הינה "הקצאתם או העברתם של ניירות-ערך" כי אז, ככלל, אין לראות באותה הקצאה או העברה של ניירות-ערך משום הצעה לציבור המחייבת פרסום תשקיף, אלא אם כן עלה בידי רשות ניירות-ערך לשכנע את בית-המשפט – והוא אשר קובע בעניין זה – כי חרף האמור, הצורך בהבטחת ענינו של ציבור הניצעים מצדיק בכל זאת פרסומו של תשקיף בנסיבות המקרה<sup>182</sup>. מלבד ההסתמכות על לשון החוק, מדגיש כב' השופט גורן:

"טעמו של הכלל שנקבע בסעיף 15א(א)(3) לחוק ניירות-ערך, הוא ברור והגיוני עמו: אלמלא מה שנקבע בסעיף 15א(א)(3) הנ"ל, אין חולק כי הסדר הבראה

179 למיטב ידיעתנו, זו הפעם הראשונה שבה עשה בית-המשפט שימוש ב"מאזן האינטרסים" בהחלטה בדיני ניירות-ערך.

180 בש"א 19229/2001 (טרם פורסם) דינים מחוזי, כרך לג(5) 837. הח"מ יחד עם עורכי-הדין אהרון מיכאלי וגולן קשי ממשרד מ. זליגמן ייצגו את אלרוד בהליכים המשפטיים.

181 סעיף 15 לחוק ניירות-ערך קובע: "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שרשות ניירות-ערך התירה את פרסומו". מכאן, שקביעה כי לא יראו פעולה מסוימת כהצעה לציבור, פוטרת אותה מפרסום תשקיף.

182 ראו פרשת אלרוד, לעיל הערה 180.

של חברה בקשיים, הכולל הקצאתם של ניירות-ערך לציבור כזה או אחר, היה עלול לחייב את החברה בפרסום תשקיף. בהקשר זה אין צורך לומר, כי הוצאות הכנתו ופרסומו של תשקיף הן הוצאות כבדות ונכבדות – כבדות ונכבדות שבעתיים שעה שמדובר בחברה בקשיים כלכליים – וההליך אף אורך זמן רב, ואילו הסדר נושים שבו עוסק סעיף 350 לחוק החברות נועד לא פעם להציל חברה, פשוטו כמשמעו, כאשר העיתוי והיקף ההוצאות הכספיות הכרוכות בהסדר הם קריטיים עבורו ולא פחות מכך – עבור נושיה. התניית אישור הסדר נושים או הסדר הבראה על-פי סעיף 350 לחוק החברות בהוצאות העצומות הכרוכות בפרסום תשקיף וכלוח הזמנים המסורבל הנגזר מכך, כאשר מראש אין זה כלל בטוח שבית-המשפט יראה לנכון לאשר את אותו הסדר בסופו של יום – סותרת מיניה וביה את הבסיס הרעיוני העומד מאחורי סעיף 350 לחוק החברות, ובמקום שתסייע לחברה בהליכי הבראתה, היא עלולה להאיץ דווקא את הידרדרותה, וכפועל יוצא מכך גם לפגוע באינטרס של נושיה” (ההדגשות במקור – ל’פ’).

וכן –

“ אכן, סעיף 350 הוא כיום האכסניה המרכזית שמעמיד הדין הישראלי להסדרי הבראה... צורך הוא ולעתים אף הכרח שמענה זה יינתן בדחיפות, ככל שהדבר אפשרי בנסיבות המקרה, ולא זו בלבד אלא שהוא ייעשה תוך התחשבות במצבה הכספי הבעייתי של החברה, המחייב – שוב, עד כמה שהדבר ניתן – חסכון בהוצאותיה. ואם כך הדבר ככלל, על אחת כמה וכמה בשעה כה קשה למשק כשעה בה מצויים אנו עתה”.

מול הצורך של המשקיעים בקבלת מידע, מעמיד כב’ השופט גורן על כף המאזניים אינטרס אחר של המשק – הצלתן של חברות בקשיים. זהו אינטרס חשוב לא פחות ועל-כן מאחר שהצלחת הליך ההבראה דורשת פעולה מהירה וחסכון באמצעים, הכלל צריך להיות ויתור על תשקיף.

#### 4. סיכום ומסקנות

בדיקת ההתפתחויות האחרונות בדיני ניירות-ערך מצביעה על שתי מגמות עיקריות: המגמה האחת, אשר נגזרת מן התכלית המסורתית של חוק ניירות-ערך הינה חיזוק ההגנה המוענקה למשקיעים. בעניין זה דומה, כי בשנתיים האחרונות התחוללה רפורמה של ממש, המתבטאת בהליכי חקיקה שעניינם הרחבת היקף הגילוי הנדרש מן המנפיקים; בהרחבת היקף האחריות לגילוי, הן האחריות האזרחית והן האחריות

הפילילית, ובהסדרת סמכויות האכיפה של רשות ניירות-ערך בחוק ניירות-ערך עצמו. אנו ממליצים, כי בצד הצעדים הצפויים, של הרחבת הדרישות החלות על מנפיקים והידוק טבעת הפיקוח עליהם, תינקט גם יוזמה חדשה של חינוך המשקיעים לדאוג לעצמם. בעניין זה אנו סבורים, כי על-מנת לעודד את המשקיעים לזנוח את האדישות המאפיינת אותם לטובת פעילות אקטיבית בתאגידים שאת ניירות-הערך שלהם הם מחזיקים, מן הראוי שנושאי הלימוד של המשקיעים יכללו, בנוסף לעניינים הנוגעים לאופן ניהול השקעות בשוק ההון, גם נושאים הנוגעים למשטר התאגידי.

המגמה האחרת המסתמנת הינה מגמה של דה-רגולציה – הקלה בחובות המוטלות על התאגידים הנסחרים שעה שהדבר מתבקש לשם השגת יעדים משקיים חשובים, גם אם יש בכך משום פגיעה במשקיעים. בארה"ב, ההכרה בכך שבעולם משתנה יש צורך להתחשב באינטרסים נוספים מעבר להגנה על המשקיעים הפכה לתפיסת יסוד. במסגרת The National Securities Market Improvement Act אשר נחקק בשנת 1996, נקבעו הוראות מפורשות שלפיהן בעת קביעת כללים חדשים בדיני ניירות-ערך, על ה-SEC להתחשב, בנוסף להגנה על המשקיעים, גם בשיקולים שעניינם יעילות, תחרותיות ויצירת הון<sup>183</sup>. בישראל, איזון האינטרסים אינו מעוגן בהוראת חוק מפורשת. עם זאת, בשל חשיבות שוק ההון, שצמיחתו תלויה לא רק במשקיעים, אלא גם במנפיקים, אנו סבורים שחידרת המונח "איזון אינטרסים" לשיח בדיני ניירות-ערך מתבקשת ונכונה. מן הראוי, כי הן המחוקק והן בתי-המשפט יראו לנגד עיניהם, בנוסף לאינטרסים הצרים של המשקיעים, גם את אלו של שוק ההון בכללותו.

183 לסעיף 2 של ה- Securities Act משנת 1993 הוסף סעיף (b) הקובע כי: "Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation".

ל- Securities Exchange Act משנת 1934 הוספה הוראה זהה בסעיף 3(f).

