

הפיקוח על שוק ניירות הערך: האם די ב"גילוי נאות"?

מאת

מאיר חת*

א. מבוא. ב. הפילוסופיה של גילוי נאות. ג. הוויכוח על "Merit Regulation".
ד. גישת הגילוי הנאות: יתרונות וחולשות. ה. הניסיון הישראלי ביישומה של
גישת הגילוי הנאות. ו. יעילותה של גישת הגילוי הנאות בישראל. ז. מדוע
פיקוח מתערב? ח. חיתום ניירות ערך. ט. הנפקה של אגרות חוב ותפקיד הנאמן.
י. סוף דבר.

א. מבוא

סיבות רבות הביאו למשבר הגדול בשווקים הפיננסיים, משבר שהחל במחצית
השנייה של שנת 2007 והוא עדיין בעיצומו. יש הסכמה רחבה שאחד מאבות המשבר
הוא כישלון הפיקוח על השווקים. הכישלון היה בולט במיוחד דווקא במדינות בעלות
השווקים המפותחים ביותר. במדינות אלה לא השכילו רשויות הפיקוח לרסן הנפקה של
מכשירים פיננסיים מתוחכמים ומסוכנים, ורבים מהמוסדות שהשקיעו בהם ספגו
הפסדים כבדים; ללא סיוע מסיבי של הממשלות רבים ממוסדות אלה היו קורסים. לדעת
מומחים רבים יש צורך בבדק בית ובעקבותיו לשינויים שימנעו במידת האפשר את
הטעויות שגרמו למשבר הנוכחי.

בישראל החלו לעסוק כבר לפני כמה וכמה שנים בשאלת המבנה הרצוי של מערכת
הפיקוח על השווקים הפיננסיים. הצורך בבחינת המבנה הרצוי של מערכת הפיקוח

* הכותב היה בעבר המפקח על הבנקים ויו"ר דירקטוריון הבורסה לניירות ערך בתל-אביב,
וכיהן עד לאחרונה כפרופסור בבית הספר למשפטים של המסלול האקדמי של המכללה
למנהל.

התעצם בעקבות שינוי מבנה השווקים עם יישום המלצותיה של ועדת בכר¹. חמש רשויות עוסקות כיום בפיקוח על שווקים פיננסיים שונים: הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, הממונה על שוק ההון והחסכון והמפקח על הביטוח במשרד האוצר, רשות ניירות ערך והממונה על ההגבלים העסקיים (האחרון עוסק בהגנה על התחרות בכל השווקים). חלק מהמוסדות הפיננסיים עוסקים בתחומי פעילות הכפופים ליותר מרשות פיקוח אחת. הבנקים היו מעורבים בפעילויות הכפופות לפיקוח על הבנקים, לממונה על שוק ההון והחסכון ולרשות ניירות ערך. בדומה לכך אין מפקח יחיד על פעילותן של חברות הביטוח ועל בתי ההשקעות הפועלים בשוק ניירות הערך. הצורך בתיאום בין המפקחים הוא ברור, לכאורה, אך מימושו נתקל במכשולים.

בשנת 2002, לאחר קריסת הבנק למסחר, הודיע שר האוצר דאז סילבן שלום על כוונתו לאחד שלוש רשויות פיקוח: הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על שוק ההון והביטוח ורשות ניירות ערך². הוקמה ועדה לקידום ההצעה, אך היא לא השיגה את היעד שהציב בפניה שר האוצר³. נושא שילוב רשויות הפיקוח היה אמור לעלות לדיון במסגרת ועדת אריאב, שנועדה להמשיך ולהשלים את פועלה של ועדת בכר שלא עסקה בנושא זה, אך הנושא לא נכלל בכתב המינוי של ועדת אריאב⁴ בשל התנגדותו של בנק ישראל. ועדת אריאב לא השלימה את דיוניה כאשר התעצם המשבר בשווקים⁵.

הפיקוח על שוק ההון היה נושא למחקר שנערך במכון הישראלי לדמוקרטיה ופורסם לאחרונה בספר שערך פרופ' אבי בן-בסט⁶. בפרק הראשון הבהיר העורך את חשיבותם של השילוב או התיאום בין רשויות הפיקוח:

“אף שהרשויות הללו מפקחות על פעילויות דומות הן נבדלות זו מזו במאפיינים רבים, כמו פילוסופיית הפיקוח, מידת העצמאות, הסמכויות, כלי הפיקוח, יכולת האכיפה והמשאבים העומדים לרשותן”⁷.

- 1 דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ספטמבר 2004) (להלן – דוח ועדת בכר).
- 2 'גרינשטיין' שלום מגבש רשות פיקוח עליונה" מעריב (27.5.02).
- 3 ס' פרץ "מסכימים על העקרון, מתקשים לוותר על סמכויות" הארץ (28.5.02); ב' זילברפרב "התיאום בין רשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל" רבעון לבנקאות 153 (2004) 48.
- 4 ועדת אריאב להמשך הרפורמה בשוק ההון.
- 5 ס' קורין ליבר "חברים, הגיע הזמן להתפזר" גלובס (23-24.7.08).
- 6 א' בן בסט (עורך) הפיקוח על שוק ההון (בהשתתפות ש' בליי וא' בלס, הספרייה לדמוקרטיה, תשס"ח).
- 7 שם, עמ' 21.

בהתייחס לשילוב בין רשויות הפיקוח או אף לאיחודן המלא, כפי שנעשה במדינות מסוימות⁸, יש חשיבות רבה לשאלת הפילוסופיה של הפיקוח. האם ניתן לאחד רשויות פיקוח הנבדלות זו מזו בפילוסופיה של הפיקוח או שמא תיאום בפילוסופיה הוא תנאי לאיחוד? בביטוי "הפילוסופיה של הפיקוח" אני מכוון בעיקר לגישה בדבר מידת ההתערבות של המפקח בניהול עסקיו של המפוקח ובדבר שיטות הפיקוח המופעלות על-ידיו.

במאמר זה אני מתכוון לעסוק בשאלת הפילוסופיה של הפיקוח רק בשוק ניירות ערך, אך הדיון יבהיר את הסוגיות העקרוניות הקשורות באימוץ גישה זו או אחרת למדיניות הפיקוחית המופעלת. בדיקת הפילוסופיה הפיקוחית היא רלוונטית בהקשר למשבר בשווקים הפיננסיים. שנות השבעים והשמונים של המאה הקודמת היו תקופה של הסרת פיקוחים בשווקים הפיננסיים (Deregulation) במרבית מדינות המערב. הוסרו רבות מן המחיצות שהיו בין עסקי ניירות ערך לעסקי הבנקאות. בלטו במיוחד ה"מפץ הגדול" בשוק הלונדוני וביטול הוראותיו של חוק גלס סטיגל האמריקני, שהפריד את עסקי בנקאות הפיקדונות מעסקי בנקאות ההשקעות מאז המשבר הגדול של שנות השלושים⁹. האם גישה פיקוחית שונה הייתה עשויה למנוע את המשבר או להפחית את חומרת הפגיעה במשתתפים בשוק?

ב. הפילוסופיה של גילוי נאות

חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968¹⁰ מבוסס על המלצות הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (ועדת ידן), שהוגשו לממשלה ביוני 1963. בפני הוועדה הופיעו עדים מומחים וביניהם מנואל כהן, שהיה יושב-ראש רשות ניירות הערך האמריקנית (S.E.C). הוועדה אכן החליטה לאמץ את פילוסופיית הפיקוח של החקיקה הפדרלית האמריקנית, המבוססת על גישת הגילוי הנאות¹¹. כך נאמר בדו"ח הוועדה:

- 8 ב-26 מדינות פועלת רשות פיקוח מאוחדת ראו M. Cihak, R. Podpiera "How many Watchdogs do you need?" 11 *The Financial Regulator* (2006) 42
- 9 M. Reid *All Change in the City, the Revolution in Britain's Financial Sector* (1988); P. Briery "Beyond Glass – Steagall: Regulatory Change in the U.S." 2 *Financial Stability Review* (1997); C.H. Horn, B.W. Smith "Financial Modernization in the New Millenium: Implementation of the Gramm-Leach-Bailey Act" 116 *Banking Law Journal* 689
- 10 ס"ח 541.
- 11 ה-1933 Securities Act וה-1934 Securities Exchange Act.

"הועדה התלבטה הרבה ושמעה עדויות שונות בבעית המבחנים שלפיהם תוסמך רשות ניירות הערך להפעיל את סמכויותיה ביחס לפרוספקט. מצד אחד ברור שעל רשות זו לעמוד על כך שהפרוספקט יתאים, בצורתו ובתכנו, לדרישות החוק והתקנות, וכל מה שנוגע לכך, בלי ספק שהוא מבחן כשר לדרישות הרשות. [כך!] מצד שני משוכנעים אנחנו שלא יהיה זה מתפקידי הרשות להכנס לשאלות מסחריות, עסקיות או משקיות.

גדר הספק הוא בין שני קצוות אלה. האם יש להסמיך את הרשות להשפיע על תנאי ההצעה או על הזכויות המוקנות לנייר הערך המוצע? האם מותר לה להציג למנפיק דרישות בנוגע ליחס שבין ההון העצמי לבין ההון המלוה של החברה? [...] בנוגע למניעת זכות הצבעה של בעל מניות או הגבלתה? [...] בנוגע לשיעור דמי העמילות שהחברה משלמת למבטיחי החתימות? בנוגע לערך השעבודים הניתנים להבטחתן של אגרות חוב?

אחרי שיקול רב הגיעה הועדה לכלל דעה שיש להסמיך את הרשות למה שדרוש להבטיח שהפרוספקט יתן גלוי מלא (Full Disclosure) של כל העובדות הרלבנטיות, ולא יכיל פרטים בלתי נכונים או פרטים העלולים להטעות את הציבור [...]

מסגרת רחבה יותר של סמכויות תטיל, לדעת הועדה, על הרשות, ועל הממשלה אחריות יתרה ותגביל יתר על המידה את היוזמה המשקית [...]”¹².

גישה דומה של הימנעות ממעורבות יתיר נקטה ועדת ידין גם בשאלה אם יש להתיר או לאסור הוצאתן של מניות רגילות (equity shares) ללא זכות הצבעה או בזכות הצבעה נחותה. אף שאחד המומחים האמריקניים שהופיעו בפני הועדה, פרופ' לואיס לוס (Loss), המליץ לקבע הוראה בדבר חלוקה צודקת של זכות הצבעה במידה שהדבר נוגע למניות רגילות, נמנעה הועדה מהצעות בעניין זה. רוב חברי הועדה סברו "ששאלת הקנייה של זכות הצבעה, הגבלתה או שלילתה – אף לגבי מניות רגילות – אינה צריכה להיות בין המבחנים לרישום של מניה בבורסה". בדומה לגישה שנקטה הועדה באשר לתנאים להנפקת ניירות ערך, היא קבעה כי "האמצעי החוקי היחיד שאנו ממליצים עליו הוא האמצעי של גלוי מלא והוגן"¹³.

12 דין וחשבון הועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (יוני 1963), פס' 88-91, עמ' 22-23.

13 שם, פס' 238-242, עמ' 48.

כאמור לעיל, החקיקה הפדרלית האמריקנית מבוססת על הפילוסופיה של גילוי נאות, אולם הפיקוח על שוק ניירות הערך בארצות-הברית החל לפני חקיקה זו והיה מבוסס על חוקי המדינות השונות. כמה מן המדינות אימצו חוקי ניירות ערך בשנים הראשונות של המאה העשרים. המקיף שבהם נחקק בקנזס בשנת 1911¹⁴. החוק בקנזס התנה מכירה של ניירות ערך בקבלת היתר מן המפקח על הבנקים, וחייב את המנפיקים בהגשת דו"חות חצי שנתיים ובניהול ספרי חשבונות שהיו כפופים לביקורת של המפקח על הבנקים. הפרת ההוראות הוגדרה כעבירה פלילית. הקריטריונים למתן היתר למכירת ניירות ערך בקנזס היו כדלקמן:

"If said bank Commissioner finds that such articles of incorporation or association, charter, constitution or by – laws, plan of business or proposed contract contain any provision that is unfair, unjust, inequitable or oppressive to any class of contributors, or if he decides from his examination of its affairs that said investment company is not solvent and does not intend to do a fair and honest business and in his judgment does not promise a fair return on the stocks, bonds or other securities by it offered for sale, then he shall notify such investment company in writing of his findings and it shall be unlawful for such company to do any further business in this state"¹⁵.

כמעט כל המדינות בארצות-הברית הלכו בעקבות קנזס, אף כי לא כולן הרחיקו לכת כמו קנזס בהענקת שיקול דעת כה נרחב לרשות המפקחת. ערעורים שהוגשו בטענה שחקיקה מסוג זה נוגדת את החוקה נדחו על-ידי בית-המשפט העליון, שקבע כי אין הם פוגעים יתר על המידה במסחר שבין המדינות¹⁶. חוקי המדינות נודעו בכינוי Blue Sky Laws – כינוי שהסביר השופט מק'קנה (McKenna) בראשון מפסקי-הדין הנזכרים בהערה 16:

"The name that is given to the law indicates the evil at which it is aimed, that is, to use the language of a cited case, 'speculative schemes which have no more basis than so many feet of 'blue sky''; or as stated

- L. Loss, J. Seligman *Securities Regulation* (3rd ed., 1989), vol. 1 – State Regulation of Securities, pp. 34-35 14
 שם, עמ' 34-35. 15
Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539 (1917); *Merrick v. N.W. Halsey & co.*, 242 U.S. 568 (1917). 16

by counsel in another case, 'to stop the sale of stock in fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines and other like fraudulent exploitations'¹⁷.

הפיקוח המתערב נוסח קנזס, הידוע בכינוי "Merit Regulation", היה שנוי במחלוקת בקרב משפטנים ואנשי שוק ההון במשך שנים רבות. משמעותו המעשית מעטה מאוד מאז חקיקתו של National Securities Markets Improvement Act (NSMIA) משנת 1996, שפטר מנפיקים שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בבורסות העיקריות מכפיות לכללי הרישום של המדינות¹⁸. עם זאת יש עניין לבחון את תוצאות יישומו בשנים שקדמו לחקיקה משנת 1996.

ג. הוויכוח על "Merit Regulation"

אין חולק כי שוק ניירות הערך חשוף למעשי מרמה יותר ממרבית שוקי הסחורות, הן בשל אופייה הערטיילאי של הסחורה המוצעת בו לקונים והן בשל הפיתוי להתעשר שרבים אינם עומדים בפניו. כמו כן יש הסכמה בדבר הצורך להפעיל חוקים למניעה של מעשי מרמה ולפיקוח כלשהו על הגופים הפועלים בשוק ניירות הערך.

המחלוקת מתמקדת בדרכי הפיקוח על טיב הסחורה המוצעת למשקיעים על-ידי יזמים ובעלי עסקים המבקשים לגייס כספים מן הציבור. חסידי הפיקוח המתערב, נוסח החוק של קנזס ושל מדינות נוספות, טוענים כי גילוי נאות הוא תנאי הכרחי, אך לא מספיק להגנה על המשקיע. לדעתם הנפקה צריכה לעמוד בקריטריונים של הוגנות באשר לכמה עניינים (שאינם זהים בהכרח במדינות השונות):

1. על היזמים להשקיע מינימום מסוים מהון המניות שהם מבקשים לגייס (בטקסט המינימום היה 10% מן ההשקעה¹⁹);
2. שלילה או הגבלה של זכויות הצבעה הן פסולות, אלא אם מוכח שהסדר הוא זמני או שהמשקיע מקבל פיצוי תמורת האפליה בזכויות הצבעה (למשל עדיפות בקבלת דיבידנד)²⁰;

17. *Hall v. Geiger-Jones Co.*, שם.

18. סעיף 18 ל-1933 Securities Act.

19. E.W. Walker, B.B. Hadaway "Merit Standards Revisited: An Empirical Analysis of the Efficacy of Texas Merit Standards" 7 *J. Corp. L.* (1982) 651, 686; C.G. Goodkind, "Blue Sky Law: Is there Merit in the Merit Requirements?" *Wis. L. Rev.* (1976) 79, 103-115.

20. Walker & Hadaway, שם, עמ' 687.

3. אם יש ניגודי עניינים בין המשקיעים להנהלת החברה המנפיקה, ההנפקה אינה עומדת במבחן ההוגנות²¹;
4. אין להסכים לכך שהמחיר שישלמו היזמים יהיה נמוך בהרבה ממחיר ההנפקה לציבור. במקרים מסוימים יתאפשר פער מחירים אם מניות היזמים או חלקן ייחסמו לתקופת זמן מוסכמת²²;
5. יש להגביל את כמות האופציות המוענקות ליזמים ולקבוע להן מחיר מימוש סביר²³;
6. יש להגביל את ההוצאות של שיווק ההנפקה (בטקסס התקרה הייתה 20% מהסכום המגויס²⁴);
7. יש להבטיח כיסוי בתזרים המזומנים של המנפיקה לתשלומי הריבית והדיבידנד שהתחייבה עליהם במסגרת התשקיף²⁵.
- מבקרי פילוסופיית ה־ Merit Regulation התנגדו כי יינתן לרשות המפקחת שיקול דעת לקבוע אם ההנפקה שאישורה מתבקש עומדת במבחן ה־ Fair, Just and Equitable מבלי שהקריטריונים למבחן הוגדרו במדויק. הם אף ניסו להראות שלא ניתן להצביע על יתרון ברור להנפקות שאושרו על פני אלה שנדחו²⁶. תומכי הגישה המתערבת לאישור הנפקה של ניירות ערך סבורים כי בתקופות של גאות בשוק ניירות הערך קל מאוד לגייס כסף לתכניות מפוקפקות שמשקיעים חסרי ניסיון מתפתים להן ויוצאים כשידיהם על ראשם²⁷.
- כאמור לעיל, בארצות־הברית כבר אין משמעות לגישת ה־ Merit regulation בשוק ההנפקות. עם זאת עדיין נותר עניין בהשוואתה לגישת הגילוי הנאות, שאותה העדיף הקונגרס בחוקי ניירות הערך הפדרליים שנחקקו בשנים 1933-1934.

- 21 שם, עמ' 686.
- 22 שם, עמ' 683-684; Goodkind (לעיל, הערה 19), עמ' 90-95.
- 23 Walker & Hadaway (לעיל, הערה 19), עמ' 684-686; Goodkind (לעיל, הערה 19), עמ' 101-98.
- 24 Walker & Hadaway (לעיל, הערה 19), עמ' 687; Goodkind (לעיל, הערה 19), עמ' 90-87.
- 25 שם, עמ' 101-103.
- 26 J.F. Mofsky, R.D. Tollison "Demerit in Merit Regulation" 60 *Marq. L. Rev.* (1977) 367.
- 27 M.G. Warren III "Legitimacy in the Securities Industry: The Role of Merit Regulation" 53 *Brook. L. Rev.* (1987) 129; H.H. Makens "Who Speaks for the Investor? An Evaluation of the Assault on Merit Regulation" 13 *U. Balt. L. Rev.* (1984) 435.

ד. גישת הגילוי הנאות: יתרונות וחולשות

לחקיקה המיועדת להסדיר את שוק ניירות הערך הייתה חשיבות רבה בעיניהם של הנשיא רוזוולט ועוזריו. אף שהיה ברור כי נדרשת חקיקה פדרלית היו מחלוקות בשאלת היקפה, ובלשון אחרת: מה תהיה הפילוסופיה של הפיקוח. היו בעלי אינטרסים שרצו לצמצם במידת האפשר את היקף החקיקה הפדרלית ולהסתפק בחוק שיטפל במעשי מרמה (Antifraud bill). לעומתם ביקשו עוזרי הנשיא חוק שיעסוק גם בתנאים להנפקת ניירות ערך לציבור וגם בפיקוח על פעילי שוק ההון – סוחרי ניירות ערך ויועצים²⁸. בסופו של דבר הכריע הנשיא רוזוולט שהחוק לא יהיה צר, אך מנגנון הטיפול בהנפקה של ניירות ערך יהיה מבוסס על גישת הגילוי הנאות. על החלטתו של הנשיא השפיעו ככל הנראה יועצים חיצוניים דוגמת פליקס פרנקפורטר ושופט בית-המשפט העליון לואי ברנדייס²⁹. בשנת 1914 פורסם ספרו של השופט ברנדייס *Other People's Money*, שבו תקף ברנדייס את עצמתם של בעלי ההון (Money Trust). במשפט ידוע מספרו זה ברנדייס סיכם למעשה את פילוסופיית הגילוי הנאות:

“Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”.

את העמדה שאימץ ביטא הנשיא בהודעה לקונגרס עם הגשתה של הצעת חוק ניירות הערך ב־29.3.1933, זמן קצר לאחר כניסתו לבית הלבן:

“In spite of many State Statutes, the public in the past has sustained losses through practices, neither ethical nor honest, on the part of many persons and corporations selling securities.

Of course, the Federal Government cannot and should not take any action that might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit.

There is however an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information.

28 Loss & Seligman (לעיל, הערה 14), עמ' 171-224. The Battle of the Philosophies—
 29 J. Seligman *The Transformation of Wall Street*, Houghton Mifflin (1982), ch. 2, Frankfurter's Turn.

The proposal adds to the ancient rule of 'caveat emptor', the further doctrine "let the seller also beware" [...]

The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference with honest business"³⁰.

היתרונות שמנה רוזוולט בגישת החקיקה שהגיש ברורים:

1. המשקיעים יוכלו לבסס את החלטת ההשקעה שלהם על מידע מקיף ומהימן;
 2. אישור ההנפקה על-ידי הרשות המפקחת שהוקמה (S.E.C.) אינו אישור לטיב נייר הערך המוצע ואין הוא מסיר מעל המשקיע את האחריות להחלטת ההשקעה;
 3. הפיקוח אינו פוגע בחופש ניהול העסקים פגיעה בעלת משמעות.
- במדרג פילוסופיות הפיקוח, גישת הגילוי הנאות היא גישת הביניים בין התומכים בחקיקה המיועדת להתמקד במעשי מרמה בלבד לבין אלה הדוגלים בהתערבות שתמנע הנפקה של ניירות ערך שאינם עומדים במבחן ההוגנות.
- לצד יתרונותיה של גישת הביניים אין להתעלם ממגבלותיה. השאלה המרכזית שהיא מעוררת היא אם "המשקיע הקטן", שלהגנתו נועד הגילוי הנאות, מסוגל להפיק תועלת מן המידע שתשקיף ההנפקה מעמיד לרשותו. ספק בעניין זה העלה ויליאם דאגלס, מי שהיה מאוחר יותר יו"ר ה-S.E.C. ושופט בית-המשפט העליון:

"Those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts of compilation of other data revealed in the registration statement. They either lack the training or the intelligence to assimilate them or are so concerned with a speculative profit as to consider them relevant"³¹.

דאגלס נמנה עם אלה שסברו שהחוק היה צריך להיות רדיקלי ומתערב יותר כדי לטפל בחוליים של המערכת הכלכלית האמריקנית. באותו מאמר אמר דאגלס גם את הדברים הבאים:

"[...] there is nothing in the Act which controls the power of the self-perpetuating management group which has risen to a position of dominance in our industrial organization. There is nothing in the Act which purports to deal with the protection of the rights of minorities.

30 Loss & Seligman (לעיל, הערה 14), עמ' 178-179.

31 W.O. Douglas "Protecting the Investor" 23 *Yale Rev.* (1933) 528

There is nothing in the Act which concerns the problem of capital structure, its soundness or unsoundness [...] and finally there is nothing which deals with the fundamental problem of the increment of power and profit inherent in our present forms of organization"³².

דאגלס שינה את עמדתו לאחר שמונה לעמוד בראש הרשות שיישמה את החקיקה שביקר בעודו פרופסור צעיר באוניברסיטת ייל. הביקורת על יעילותה של שיטת הגילוי הנאות נמשכה עוד שנים רבות. שני כלכלנים רבי מוניטין – ג'ורג' סטיגלר וג'ורג' בנסטון – טענו כי מחקרים סטטיסטיים שערכו מלמדים כי אכיפה של גילוי נאות מכוח החוק לא סייעה למיין טוב יותר של חברות שהציעו מניותיהן לציבור לאחר חקיקת החוק בהשוואה למצב ששרר לפני³³. כחסידי אסכולת שיקגו סברו שניהם כי הפיקוח על שוק ניירות הערך הוא מיותר: חברות תפרסמנה נתונים – גם ללא חובה חוקית – בהתאם לצרכים של אלה שיבקשו ניירות ערך שלהן. כלכלן אחר, אירוויין פרינד, כתב כמה מאמרים המבקרים גישה זו, בהם הפריך את המתודולוגיה שבה השתמשו סטיגלר ובנסטון. פרינד טען כי חוקי ניירות הערך המחייבים גילוי נאות תרמו לתפקודו היעיל של השוק³⁴.

ביקורת מסוג אחר השמיע החשבונאי הומר קריפקה. הוא בחן את דרישות הגילוי מנקודת הראות של משמעות האינפורמציה שהדו"חות הכספיים מספקים למשקיע; הנתונים החשבונאיים הם מרכיב מרכזי בתשקיף. קריפקה טען ב-1975 כי שתי הנחות בסיסיות שעליהן נשענת החשבונאות המקובלת אינן תופסות: נתוני העבר אינם בסיס טוב להערכת התפתחות צפויה בעתיד – וזו חשובה למשקיע הרבה יותר מנתונים היסטוריים. כמו כן טען קריפקה כי החשבונאות המבוססת על המוסכמה של העלות ההיסטורית אינה מספקת מידע מהימן על מצבו של העסק משום שערך השוק של נכסי החברה המדווחת עשוי להיות שונה מאוד מערכם המדווח³⁵. בהמשך נחזור לטיעונים אלה בהקשר ליישומה של גישת הגילוי הנאות בישראל.

ש.ם. 32

G.J. Stigler "Regulation of the Securities Markets" 37 *J. Business* (1964) 117; G.J. Benston "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934" 63 *Am. Econ. Rev.* (1973) 132

I. Friend "Economic and Equity aspects of Securities Regulation" *Management Under Government Intervention: A View from Mount Scopus* (Research in Finance, 1984), supp. I, 31

H. Kripke "Can the S.E.C. Make Disclosure Policy Meaningful?" *The Journal of Portfolio Management* (1976) 32

ה. הניסיון הישראלי ביישומה של גישת הגילוי הנאות

ראינו לעיל כי ועדת ידין החליטה לבסס את הפיקוח על הנפקת ניירות ערך על גישת הגילוי הנאות. מגבלותיה של גישה זו נחשפו בכל חומרתן בתקופת האינפלציה המהירה שהחלה ב-1974 והלכה והואצה עד 1985. בתנאי אינפלציה של עשרות אחוזים ויותר אין כל משמעות לנתונים חשבונאיים המבוססים על המוסכמה של העלות ההיסטורית. תיקון חלקי לקושי זה ניתן בגילוי דעת מס' 23 של לשכת רואי חשבון, שקבע כללים למידע שיש לתת בדו"חות הכספיים על השפעת השינויים בכוח הקנייה של השקל על נתוני המאזן ודו"ח הרווח וההפסד³⁶ (לזכותה של ועדת ידין ייאמר כי בעת שנכתב הדו"ח, בשנת 1962, עדיין היו שיעורי האינפלציה בישראל מתונים למדי).

בתקופה שבה הייתה האינפלציה בעיצומה, בשנת 1976, חל מפנה בשוק ניירות הערך והחלה התרחבות שראשיתה עליות שערים בבורסה והמשכה בגיוס הון מניות בשוק הראשוני בהיקף ללא תקדים. מספר החברות שמניותיהן היו רשומות למסחר גדל מ-87 בסוף 1976 ל-213 בסוף 1982; מספר ההנפקות של מניות וניירות ערך המירים בשנים 1977 עד 1982 הגיע ל-337!³⁷ כל ההנפקות הללו בוצעו על בסיס תשקיפים שנתונים היו למעשה חסרי ערך, והחלטות ההשקעה של המשקיעים היו מבוססות, כפי שאמר השופט דאגלס, על להיטותם לעשות רווחים ספקולטיביים³⁸.

לקראת סוף שנת 1980 – שהייתה שנה של עליות שערים מסחררות בבורסה (45% בערכים ריאליים; שיעור האינפלציה השנתי היה 130% בערך), ומספר גדול של הנפקות חדשות של מניות וניירות ערך המירים – ניכר צורך לרסן את ההשתוללות. חברות רבות רצו לנצל את חלון ההזדמנויות ולרשום עסקים בעייתיים למסחר. בסוף נובמבר החליטה הבורסה לקדם אישור של תנאים לרישום ניירות ערך למסחר, שחרגו מדרישות הגילוי הנאות והתייחסו לכמה נושאים:

36 ראו א' כהן "דוחו"ת כספיים בעת אינפלציה וגילוי דעת מס' 23 של לשכת רואי חשבון בישראל" רבעון לבנקאות 83 (אוגוסט 1982) 5.

37 המקור: דו"חות שנתיים של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ינואר 1981-מרס 1982, ינואר 1982-מרס 1983.

38 על חוסר התועלת שבנתונים הכספיים שפרסמו הבנקים ניתן ללמוד מרשימתו של א' ברנע "הערכת רווחיות הבנקים בשנת 1980 מנקודת ראותו של המשקיע במניות הבנקים" רבעון לבנקאות 80 (ספטמבר 1981) 17. זו מסקנתו: "מטרת בעבודה זו היא להראות שעקב שיעורי האינפלציה הגבוהים וטכניקת מדידת הרווח, אין משמעות לנתוני הרווח למניה ולנתוני הרווח הנקי כמודדים לרמת ביצועיו של בנק בשנת 1980 יחסית לבנקים אחרים, או את רמת ביצועיו יחסית לשנים קודמות. לא ניתן להשתמש ברווח למניה לצורך אמידת שיעור הצמיחה המיוחל ולהעריך את מנית הבנק".

1. בדרך כלל יירשמו למסחר ניירות ערך של חברה שהשלימה תקופת מינימום של פעילות עסקית ושתוצאות פעילותה מצביעות על רווחיות קיימת או על סיכויים טובים לרווחיות בעתיד. הבורסה לא תהיה מנועה מלהסכים לרשום למסחר ניירות ערך של חברה שאינה עומדת בתנאים אלה, אם מטרתה, תכנית הפעולה שלה וניסיונם של יזמיה ומנהליה ייראו לדיקטוריון הבורסה כבסיס נאות לגיוס הון מן הציבור.
 2. חברה המבקשת לגייס הון מן הציבור תידרש לפרט את תכניתה לשימוש בכספים ולדווח לבעלי המניות על מימוש התכנית. יוצאים מן הכלל מקרים שבהם אופי פעילותה של החברה מצדיק גיוס הון למטרות הכלליות של העסק (למשל בנק).
 3. הבורסה לא תראה בעין יפה גיוס הון על-ידי חברה שרכושה לפני ההנפקה היה נכס מקרקעין אחד או חבילת נכסי מקרקעין שאינם נושאים הכנסה.
 4. בבואה לשקול רישום למסחר של ניירות ערך תביא הבורסה בחשבון קיומם של ניגודי עניינים בין החברה לבין גופים עסקיים הנמצאים בשליטתם של מנהלים או בעלי מניות עיקריים של החברה, ותבקש מן החברה להסירם³⁹.
- אף שהתנאים שביקשה הבורסה להנהיג היו מתונים למדי, הם עוררו התנגדות קולנית שאלה נרתמו כמה מחברי הכנסת וחלק מן העיתונאים⁴⁰. למרות זאת אושרו הכללים, אך השפעתם הייתה מועטה מאחר ששנת 1981 הייתה שנה של האטה בפעילות הבורסה. שנת 1982 הייתה שוב שנת שיא בפעילות הבורסאית ובהיקף ההנפקות החדשות. כדי לבלום את המשך הגאות אישרה הבורסה בראשית 1983 החמרות מסוימות בכללים⁴¹. אלה התייחסו בעיקר להגדרת סף של היקף מכירות מזערי ושל רווח מינימלי של חברות המבקשות לרשום את מניותיהן למסחר, תוך הבחנה בין חברות תעשייה, חברות נכסים וחברות מענפי משק אחרים. כמו כן הוגדרה כמות מזערית החייבת להירשם למסחר כדי להבטיח מסחר סדיר. גם כללים חדשים אלה עוררו מהומה תקשורתית לא קטנה⁴².

39 ראו מ' חת "סייג להנפקות חדשות" כספים (24.11.80) 26; הודעה לעיתונות משיבת ועדת הכספים של הכנסת מיום 9.12.80.

40 א' לביא "ביקורת חריפה על הצעת ד"ר חת להגביל חברות בגיוס הון בבורסה" הארץ (17.11.80); ד' גנחובסקי "האם תנעל הבורסה שעריה בפני חברות חדשות?" ידיעות אחרונות (27.11.80); ד' מרגלית "ביקורת חסרת תקדים מפי ח"כים של המערך והליכוד נגד הנהלת הבורסה" הארץ (4.12.80).

41 חוזר 0037 לחברי הבורסה מיום 14.1.83, שפירט את ההחלטות של דיקטוריון הבורסה ביחס להנפקות חדשות ולנושאים אחרים.

42 ראו למשל ב' ברק "צפויים שינויים נוספים בקריטריונים לאישור הנפקות חדשות בבורסה – הקריטריונים שאושרו בשבוע שעבר, לפי דרישת יו"ר הבורסה ד"ר מאיר חת, ימנעו גיוס הון מחברות חדשות למחקר ופיתוח" ידיעות אחרונות (19.1.83).

בעוד שהשפעתם המיידית של הכללים החדשים הייתה מוגבלת למדי בשל משבר שוק המניות שהחל בשנת 1983 ונמשך כמה שנים, התעוררה התנגדות להם מכיוון אחר. רשות ניירות ערך חיוותה דעתה כי הבורסה לא הייתה מוסמכת להוציאם ולהפעילם כהחלטות דירקטוריון מבלי לתקן את תקנונה. הבורסה טענה כי חוק ניירות ערך מסמך אותה לקבוע תנאים לרישום ניירות ערך למסחר מכוח סעיף 46(ב), שלפיו:

"תקנון הבורסה יבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה ויסדיר בין השאר –

[...]

(4) תנאים ונוהל לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה".

עם זאת ברור שהדרך הנכונה לקביעת הכללים הייתה באמצעות תיקון התקנון. פרטי ההתדיינות בין הבורסה לרשות וליועץ המשפטי לממשלה אינם חשובים לענייננו. בסופו של דבר הוסכם שהחוק יתוקן בדרך שתעגן את סמכות הבורסה לכלול בתקנונה כללים לרישום ניירות ערך למסחר החורגים מתחום הגילוי הנאות.

סעיף 46(א)(2) המתוקן קבע כי כללי הרישום שתקבע הבורסה יכולים להתייחס, בין היתר, לעניינים הבאים:

1. אפיוני חברה שניתן לרישום ניירות ערך שלה למסחר מבחינת תקופת פעילותה, היקף פעילותה ותוצאותיה העסקיות, שווי נכסיה והתחייבויותיה ועוד;
2. אפיוני ניירות הערך שניתן לרשום למסחר מבחינת סוגם, שוויים המזערי בעת הרישום ועוד;
3. היחס בין מחירם של ניירות ערך בהנפקה לבין מחירם של ניירות הערך של החברה בבורסה;
4. חיוב החברה כי הנפקת ניירות ערך תיעשה בתנאים, במחיר ובדרך השווים לכול;
5. רישום למסחר של ניירות ערך שהוקצו על-פי הצעה שלא לציבור;
6. מניעה של כל עסקה או פעולה בניירות ערך בידי מחזיק או סוג מחזיקים לתקופה שתיקבע;
7. חיוב חברה כי כל המניות בהון המוצא שלה יהיו מניות שנפרעו במלואן;
8. חיוב החברה כי כל המניות בהון המוצא שלה יירשמו למסחר.

חריגה נוספת מגישת הגילוי הנאות נעשתה בתיקון החוק משנת 1990, שקבע בסעיף 46ב כי הבורסה לא תרשום למסחר מניות חברה חדשה שאינן מקנות זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. חברות שמניותיהן רשומות למסחר ויש להן מניות שאינן שוות זכויות הצבעה תוכלנה להנפיק מניות חדשות רק מן הסוג העדיף בזכויות הצבעה. התיקון אפשר הנפקה של מניות בכורה שהגדרתן "מניות המקנות זכות עדיפה

לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה". עד כה לא הונפקו מניות בכורה בשוק הישראלי⁴³.

ו. יעילותה של גישת הגילוי הנאות בישראל

עמדנו על כך שבתקופת האינפלציה הדוהרת לא הייתה כל משמעות לגילוי הנאות כמכשיר להגנת המשקיע בניירות ערך. כבר יותר מעשור ששיעורי עליית המחירים בישראל ירדו לרמות שאפשרו נטישה של החשבונאות מתואמת האינפלציה בשנת 2003. האם לאחר הסרת מכשול האינפלציה גישת הגילוי הנאות היא מכשיר יעיל להגנת המשקיע? ספק רב. כבר לפני שנים רבות הוכרה העובדה שאין די בדו"חות הכספיים כדי לספק למשקיע מידע על התנהלותם של עסקי החברה שבה השקיע את ממונו. בשנת 1991 הוגש לרשות ניירות ערך דו"ח ועדה שהמליצה על מבנהו ותוכנו של דו"ח מנהלי החברה, המהווה השלמה חיונית לדוחות הכספיים⁴⁴. במבוא לדו"ח ציינה הוועדה:

"מטרת דו"ח המנהלים להעמיד לרשות המחזיקים בניירות הערך של התאגיד והמשקיעים בכח, מידע שהוא חשוב לצורך קבלת החלטות השקעה. הדו"ח נועד להציג ניתוח של מצבו הכספי של התאגיד, תוצאות פעילותו העסקית, נזילותו ומקורות המימון שלו. בכלל זה יוצגו הגורמים לשינויים שחלו בהם וכן הסברים וכל מידע מהותי נוסף, שלהערכת ההנהלה עשוי לתרום להבנת המשקיעים בנושאים אלו. הדו"ח ישמש מסגרת משלימה למידע הכספי המוצג בדוחות הכספיים ובו יידונו

43 עד שנת 1978 היו בבורסה בתל-אביב מניות משוללות זכויות הצבעה. בשנת 1978 החליטה הבורסה כי לא תירשמה עוד מניות ללא זכות הצבעה, וכי שיעור האפליה המותר בזכויות ההצבעה לא יעלה על חמש לאחד. לאחר תיקון החוק ב-1990 העדיפו רבות מהחברות שהיו להן שני סוגי מניות בהונן לאחד את שני הסוגים תוך מתן פיצוי לבעלי המניות המועדפות שזכויות ההצבעה שלהן דוללו. לעניין חשיבותן של זכויות ההצבעה ראו א' חביב-סגל "זכויות ההצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" עיוני משפט טו (תש"ן) 509; ע' גלבוץ, ג' בנימין "מניות בעלות זכויות הצבעה שונות, יכולת ההשתלטות על חברות והשפעתה על פרמיית השליטה" רבעון לבנקאות 111 (מרס 1990) 84; א' פרוקציה "הפיקוח על חלוקת זכויות ההצבעה בחברות" משפטים יג (תשמ"ג) 357.

44 דו"ח הוועדה לדיווח לא-כספי של תאגידים שניירות ערך שלהם הוצעו לציבור (ועדת מאור) (רשות ניירות ערך, ירושלים, ספטמבר 1991).

וינתחו סעיפים משמעותיים של הדוחות הכספיים והשינויים בהם. כמו כן יוצגו הערכות מבוססות של ההנהלה לגבי עתיד עסקי התאגיד⁴⁵.

עניין אחרון זה הוא רב-חשיבות. בתקופה של עליות המחירים המהירות לא היה בסיס של ממש לתחזיות. המצב החל להשתנות בתקופת עבודתה של הוועדה, והיה מקום לבחון את שאלת פרסומם של תחזיות ו"מידע רך" אחר⁴⁶. הזכרתי לעיל את עמדתו של קריפקה על מגבלות ההסתמכות על נתונים היסטוריים. במאמר מוקדם יותר כתב קריפקה:

"Projections are the ultimate purpose of all disclosure, including particularly financial disclosure"⁴⁷.

הבעיה המרכזית שבה התחבטה הוועדה הייתה השאלה בדבר אחריות החברה ומנהליה לאי-התממשות תחזיות. הנושא נדון באריכות בחוות דעת שהגיש חבר הוועדה עורך-דין אפרים אברמזון⁴⁸. המלצת הוועדה הייתה לחייב פרסום תחזיות לגבי השפעה של אירועים שהתרחשו ושל מגמות, מחויבויות ואי-ודאויות ידועים, שלהערכת ההנהלה צפוי שתהיה להם השפעה מהותית על המצב הכספי של התאגיד, על תוצאות פעילותו או על נזילותו בעתיד. כמו כן המליצה הוועדה שהתאגיד, הדירקטורים שלו ומי שהכין את התחזית או אישר אותה לא ישאו בתוצאות בשל אי-התממשותה, אלא אם הוכח שלתחזית לא היה בסיס סביר או שניתנה שלא בתום לב⁴⁹.

רוב המלצות הוועדה לעניין דו"ח הדירקטוריון התקבלו ושולבו בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970, אך ההמלצה לעניין פרסום תחזיות לא שולבה בתקנות. נושא זה חזר ועלה על שולחן הדיונים לאחר עשור בדו"ח של ועדה ציבורית נוספת שעסקה במודל הדיווח על עסקי החברה, הן במסגרת התקופה והן

45 שם, עמ' 7.

46 המונח "מידע רך" מתייחס למידע שאיננו ניתן לאימות בדרך אובייקטיבית, אלא הליך ייצורו מחייב ניתוח והערכה מצד נתן המידע. מידע כזה כולל הערכות בדבר פלח השוק של החברה המדווחת, צבר ההזמנות שלה וכן חוות דעת של מומחים, הערכות שמאים וכו'.

47 H. Kripke "The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities" 45 N.Y. U. L. Rev. (1970) 1151, 1197.

48 א' אברמזון "גילוי תחזיות ו'מידע רך' אחר בחברה הציבורית: החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב (תשנ"ג) 55.

49 דו"ח הוועדה, עמ' 8-9. הוועדה הציגה גם אלטרנטיבה מצומצמת של תחזית שתתייחס לגורמים אליהם מתייחסת ההמלצה הראשונה רק אם יש סבירות גבוהה שתהיה להם השפעה מהותית על מצבו הכספי של התאגיד, על תוצאות פעילותו או על נזילותו בעתיד.

במסגרת הדיווחים התקופתיים⁵⁰. ועדת ברנע עדכנה והרחיבה את מסגרת הנתונים שיש לכלול בתשקיף, והמליצה שהדו"חות התקופתיים יכללו את כל הנתונים שנכללו בתשקיף ויעדכנו אותם⁵¹. בדיווח הנדרש נכללים נושאים רבים בעלי חשיבות שחברות לא נדרשו להתייחס אליהם בעבר דוגמת מוצרים חדשים, לקוחות, תחרות, עונתיות, כושר ייצור, הון אנושי, חומרי גלם וספקים, איכות הסביבה, יעדים ואסטרטגיה עסקית ועוד. יש גם התייחסות לנושא התחזיות: ביוצאים מן הכלל מסוימים יש חובה לדווח על תכניות החורגות ממהלך העסקים הרגיל שהתאגיד החליט לבצען בשנה הקרובה, אם עשויה להיות להן השלכה מהותית על מצב העסקים ותוצאות הפעולות⁵².

פרסום תחזיות אחרות והערכות לגבי עסקי התאגיד, וכן מידע צופה פני עתיד מכל סוג שהוא שלא נדרש במפורש, אינו חובה; אני מניח שרוב החברות אינן "מתנדבות" לפרסמו למרות תיקון חוק ניירות ערך בעניין אחריות למידע צופה פני עתיד. לפי סעיף 32א, בהתקיים תנאים מסוימים לא תקום האחריות לנזק בשל אי-התממשותו של מידע צופה פני עתיד. אלה התנאים:

1. צוין במפורש לצד המידע בתשקיף או בדו"ח כי הוא מידע צופה פני עתיד;
 2. פורטו לצד המידע הנתונים ששימשו בסיס למידע;
 3. הודגשו הגורמים שעשויים להביא לכך שהמידע הצופה פני עתיד לא יתממש.
- גם ללא פרסום תחזיות אין ספק כי המידע הנדרש בתקנות שהותקנו על-פי ההמלצות של ועדת ברנע עולה בכמותו ובאיכותו בהרבה על מה שנדרש בעבר⁵³. האם הגילוי הנאות בגרסה זו יכול להיחשב הגנה מספקת למשקיע? לי נראה כי עבור המשקיע הקטן הדיווח המפורש אינו מסייע בהחלטת ההשקעה. מי שיכול להפיק ממנו תועלת הוא המקצוען – האנליסט, יועץ ההשקעות ומנהל ההשקעות של גופים מוסדיים גדולים. להגנת המשקיע הקטן נדרש פיקוח מתערב על גופי שוק ההון.

50 דו"ח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו (ועדת ברנע) (רשות ניירות ערך, ירושלים, מרס 2001).

51 הפרטים שיינתנו על עסקי התאגיד – 38. נושאים בעלי משקל – מפורטים בתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנה וצורתו), תשכ"ט-1969.

52 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תשל"ל-1970, התוספת הראשונה, ס' 34. התאגיד רשאי להימנע מדיווח אם זה עלול למנוע השלמת פעולה של התאגיד או עסקה שהתאגיד צד לה, או להרע במידה ניכרת את תנאיה או את מצב התאגיד.

53 יש הסבורים שדרישות הדיווח שעליהן המליצה ועדת ברנע והחלתה של חובת הדיווח המקיפה של התשקיף גם על הדו"ח התקופתי, הן הכבדה מוגזמת על התאגיד המדווח גם מבחינת עלותו הכספית וגם מבחינת זמן ההנהלה שהוא צורך; ראו ר' עדיני דיני ניירות ערך (2004), 281-283.

ז. מדוע פיקוח מתערב?

המשבר בשווקים הפיננסיים בישראל הושפע לא מעט מן התהפוכות בשוקי העולם, אך במידה לא מבוטלת הוא תוצאה של התנהלות לא זהירה ולעתים גם לא מקצועית של גופים הפועלים בשוק ניירות הערך, במיוחד חתמים ומנהלי גופים מוסדיים, דוגמת קופות תגמולים, קרנות פנסיה, חברות ביטוח וקרנות נאמנות. אעסוק בכל אחת מקבוצות אלה בהמשך הדברים, אך ברצוני להבהיר כבר כעת מדוע כישלונם של אלה הוא גם כישלון הפיקוח. שוק המניות בישראל היה לא יציב ותנודתי מראשיתו. אופיו הספקולטיבי, המושפע משיקולי הטווח הקצר, נותר בעינו גם לאחר ששוק ניירות הערך כולו עלה מדרגה בהיקף, במגוון המכשירים הפיננסיים ובתחכום. את המפולת בשוק המניות קשה לזקוף לחובת הפיקוח. שונה המצב ביחס לשוק אגרות החוב הקונצרניות. שוק זה נעשה זירת פעילות מרכזית לאחר הרפורמה בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה והפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מן הבנקים. את הקריסה של שוק אגרות החוב הקונצרניות ניתן לזקוף לחובת הגופים שאפשרו הנפקה של אגרות חוב ללא ביטחונות של חברות ממונפות ולחובת הגופים שהיו מוכנים לרכוש אגרות חוב מסוכנות כאלה. היה ניתן למנוע לא מעט מהנפקות אלה ולחסוך הפסדים מרוכשיהן אם היו רשויות הפיקוח קובעות כללים מחייבים למניעת הנפקות מפוקפקות, להבטחת האיכות של ניירות הערך שגופי החיסכון רשאים לרכוש ולחיזוק מעמדם של הנאמנים לניירות הערך המונפקים.

לפני שאעבור להתייחס לכל אחד מתחומים אלה בנפרד, אדגיש תופעה שאולי יש בה כדי להפתיע. אנו נוהגים לראות את התחרות בשווקים בחיוב, ובצדק, אולם התחרות שאמורה לשפר את תפקוד השווקים ולהפחית מחירים עלולה לפגוע באיכות. נכונותם של חתמים לסייע בהנפקה של אגרות חוב בעייתיות הייתה תוצאת התחרות בשוק החיתום, שהוא רווחי ביותר. רכישה של אגרות חוב ללא ביטחונות של חברות ממונפות, על-ידי משקיעים מוסדיים בשל התשואה הגבוהה מעט יותר שהן מבטיחות, מוסברת בתחרות ביניהם על השגת תשואות גבוהות יותר לשם משיכת משקיעים. התחרות גורמת גם לכך שהריבית שנקבעה לאגרות חוב בעלות סיכון גבוה – אלה שנהוג לכנותן "אגרות זבל" (Junk bonds) – הייתה נמוכה מדי משום שפרמיית הסיכון שנדרשה לא הייתה גבוהה דיה. ראייה לכך שפרמיית הסיכון שנדרשו היו נמוכות מדי אפשר למצוא בשניים: ראשית, הפערים במרווח הריבית בין אגרות חוב ממשלתיות ל"אגרות זבל" בארצות-הברית היו גבוהים במידה ניכרת מאלה שהיו בשוק הישראלי בשנות ההתרחבות המהירה של שוק אגרות החוב הקונצרניות; שנית, לאחר תחילת המשבר נוצר פער עצום בין התשואות לפדיון של האגרות שהנפיקו חברות מבוססות לבין התשואות של חברות שנחשבו בעלות סיכון גבוה.

מקרה נוסף של תחרות שתוצאותיה בעייתיות הוא זה של שכר הנאמנים. שכר הנאמנים משתלם על-ידי המנפיקים המעוניינים ששכר זה יהיה נמוך ככל האפשר. התחרות בין הנאמנים הביאה במקרים רבים להפחתת שכרם עד לרמה שלא אפשרה להם להקדיש תשומת לב מספקת לאגרות חוב של חברות שמצבן הדרדר. הפסיביות של מרבית הנאמנים, שאינם מנסים ליזום הסדרים שיארגנו מחדש התחייבויות של חברות שיכולתן לעמוד בתשלומי ריבית או קרן במועדם מוטלת בספק, מצביעה על הירידה במעמד הנאמנים כמגני הזכויות של מחזיקי אגרות החוב. אינני מציע למנוע תחרות בין פעילי שוק ההון ולאפשר קרטליזציה, אך ניתן לקבוע כללים שיתחמו את גבולות התחרות וימנעו תחרות בהורדת איכות.

ח. חיתום ניירות ערך

תפקיד החתמים הוא כפול: ראשית, הם מבטחים את ההנפקה, כלומר: מבטיחים למנפיק לרכוש את ההנפקה בין שיקנה הציבור את ניירות הערך המונפקים ובין שלא יקנה; שנית, הם בוחנים את טיב ההנפקה משום שהם בין החותמים על תשקיף ההנפקה והם עלולים להיתבע על נזק העלול להיגרם למשקיעים בשל פרט מטעה בתשקיף, כפי שנקבע בסעיף 31 לחוק ניירות ערך⁵⁴ (תפקיד זה אינו מפורש בחוק אך הוא נובע מכך שכדי לפטור את עצמו מאחריות לפרט מטעה חייב מי שחתם על תשקיף להוכיח "שנקט כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף").

בדיקת החברה המנפיקה ותשקיף ההנפקה אמורים להבטיח לא רק שאין פרט מטעה בתשקיף אלא גם שההנפקה ראויה להשקעה. יש לזכור דבר שחתמים לא תמיד מסכימים לו: לקוחות החתם אינם רק החברה המנפיקה אלא גם הקונים של ניירות הערך המונפקים. מטעם זה יש חשיבות לבדיקת נאותות (Due diligence) שבמסגרתה נבדקים החברה המנפיקה וניירות הערך המונפקים – בדיקה שעליה מסתמכים גם רוכשים של ניירות ערך מקרב הציבור. על ההתייחסות בארצות-הברית לתפקיד החתם בעריכה של בדיקת נאותות ניתן ללמוד מדבריהם של שני מומחים בבנקאות השקעות:

"Underwriters have always interpreted the statute – as well as the concept of due diligence – to embody a public policy calling for mandatory rather than discretionary investigation [...] The argument

54 לפי סעיף 31(א)(1) לחוק, מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 (והחתם הוא בין החותמים) אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך מן המציע, וכן כלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם בשל פרט מטעה שהיה בתשקיף.

that the banker's reasonable investigation is only diligent enough to entitle him to the statutory defense against a lawsuit is not supported by established practice. The investment banker has made the 1933 Act a very effective method of self regulation"⁵⁵.

תיקון 24 לחוק ניירות ערך הוסיף לחוק את המונח "חתם מתמחר", שהוגדר כ"חתם אשר נוטל חלק בקביעת המחיר שבו יוצעו ניירות הערך על פי התשקיף". מעבר לכך לא נאמר מאומה על מהות תפקידו של החתם המתמחר, מה גם שעל-פי שיטת המכרז – המשמשת לקביעתם של מחירי ההנפקה בישראל – אסור לקבוע להנפקה מחיר מרבי: מחיר ההנפקה אינו נקבע על-ידי החתם אלא על-פי תוצאות המכרז. התיקון קובע גם כי "בהצעה המובטחת בהתחייבות חיתומית יהיה לפחות חתם מתמחר אחד" (סעיף 17ה). אני מניח כי מי שהגדיר את תפקיד החתם המתמחר כאמור לעיל ראה כמובן מאליו שלא ניתן לקבוע מחיר ללא עריכת בדיקת נאותות. דבר זה לא נאמר במפורש; בחוק ובתקנות אין הגדרה כלשהי ל"בדיקת נאותות". מעניין לציין כי אף שבארצות-הברית יש מסורת רבת שנים שהגדירה את תוכנה של בדיקת הנאותות⁵⁶, רשות ניירות ערך האמריקנית הייתה סבורה שיש מקום לניסוחן של הוראות מחייבות בעניין זה. בדו"ח שפורסם לאחר בדיקה שהתקיימה בשנת 1972, שבה נחשפו תופעות פסולות בתקופת הגאות שקדמה לעריכת הבדיקה, נאמר, בין היתר⁵⁷:

"By associating himself with a proposed offering an underwriter impliedly represents that he made such investigation in accordance with professional standards [...] The Commission has previously suggested that the NASD formulate and establish standards relating to conduct by its members of a due diligence investigation. The Commission is reaffirming this suggestion [...]".

בעקבות המלצת ה-SEC פרסם ה-NASD, שהוא ארגון הברוקרים שיש לו סמכויות פיקוח עצמית, הצעת כללים מחייבים לדרך פעולתם של חתמים בעריכת בדיקות נאותות. שתי הצעות, האחת ב-1973 והשנייה ב-1975, לא התקבלו על דעתם של חברי

J. Auerbach, S.L. Hayes III *Investment Banking and Diligence – What Price Deregulation?* (1986), 5, 82

56 שם, פרק 4.

57 SEC Proposed Hot Issues Controls, Special Report, Federal Securities Law Reports, 26.7.72, (Securities Act Release No. 5274)5, 4 של ניירות ערך בישראל" המשפט א (1993) 171, 178.

הארגון ונדרחו⁵⁸. ניתן לטעון כי בארצות-הברית יש מסורת רבת שנים של הדרך הראויה לעריכת בדיקת נאותות, אך בישראל לא הייתה מסורת כזו בתקופה של שיטפון ההנפקות בשנים 1980 ו-1982. הבורסה בתל-אביב ניסתה להסדיר נושא זה על-ידי הפרדה בין תפקידו הביטוחי של החתם לתפקידו כמבצע של בדיקת הנאותות. בהנחיות שפורסמו בשנת 1985 הוגדרו תפקידיו של ה"אחראי להנפקה": "מי שאחראי לביצוע הבדיקות הקשורות באישור התשקיף ורישום ניירות הערך למסחר על פי דרישות הבורסה"⁵⁹. האחראי להנפקה יכול להיות החתם או ראש קבוצת החתמים ויכול להיות גם מי שאינו חתם, אך יש להכפיפו לדרישות החוק לעניין האחראיות לנוזקי משקיעים בשל פרט מטעה בתשקיף.

על-פי ההנחיות שקבעה הבורסה אמור היה האחראי להנפקה לדווח לבורסה בכתב, עם הגשת הבקשה לרישום ניירות ערך למסחר, כדלקמן:

1. כי לדעתו ההנפקה תואמת את הכללים שקבעה הבורסה לעניין רישום ניירות ערך למסחר;
2. כי בדק את הנתונים הכלכליים המופיעים בתשקיף, וכי לדעתו נתקבלו ממקורות מהימנים והם נראים סבירים;
3. כי ניתן פירוט מספיק לייעוד ההנפקה, וכי לדעתו יש בסיס סביר לתכניות ההשקעה שכספי ההנפקה אמורים לממן, במלואן או בחלקן;
4. כי לדעתו ניהול החברה בשנתיים שקדמו להנפקה עמד על רמה סבירה, וכי נעשו הסדרים להבטחת רציפות הניהול;
5. כי הערכות הנכסים הכלולות בגוף התשקיף נראות לו סבירות, ולחלופין כי הוא מינה את המומחה שערך אותן;
6. כי על-פי בדיקתו אין ניגודי אינטרסים בין החברה לבין מנהלים ובעלי עניין או גופים בשליטתם. אם יש חשש לניגודי אינטרסים יודיע על כך לבורסה וימסור אם נעשו הסדרים להסרתם;
7. כי תשלום של דמי ניהול על-ידי החברה, אם בכלל, נעשה רק לאנשים או לגופים הנותנים לחברה שירותי ניהול פעילים, וכי שיעורם של דמי הניהול סביר ותואם את הנחיות הבורסה;

E.E. Greene "Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System" 56 *The Notre Dame Lawyer* (1981) 755, 794-807

59 הנחיות הבורסה לעניין תפקידו של החתם והאחראי להנפקה בהנפקת ניירות הערך הנרשמים למסחר מיום 23.8.1985.

8. כי נכלל בתשקיף תיאור נאות של הבסיס לחישוב מחירם של ניירות הערך המוצעים, וכי הנתונים הכספיים והתפעוליים הכלולים בתשקיף מאפשרים הערכה סבירה של מחיר זה;

9. כי נבדקו חישובי הרווח למניה בתשקיף בהתאם לקריטריונים המקובלים;

10. כי נבדקו כל ההקצאות של מניות החברה שבוצעו לאחר מועד הדו"חות הכספיים ולפני מועד ההנפקה, וכי פרטים עליהן נמסרו לבורסה ו\או פורטו בתשקיף;

11. כי נעשו ההסדרים הדרושים כדי להבטיח את הסדרי החסימה של ניירות ערך הקיימים בהון החברה על-פי הנחיות הבורסה.

ההנחיות לא מומשו הלכה למעשה בשל התנגדותם של חברי בורסה ובשל הסתייגות של רשות ניירות ערך, ובוטלו בחודש אפריל 1987. בתזכיר שהגשתי לרשות בשנת 1990 המלצתי להגדיר בחוק ניירות ערך תפקיד של אחראי להנפקה במתכונת המוצעת לעיל⁶⁰. ההמלצה לא התקבלה, ומוסד ה"אחראי להנפקה" לא נכלל בתקנות ניירות ערך (חיתום), תשנ"ג-1993⁶¹ ואף לא בתיקון 24 לחוק ניירות ערך משנת 2004, שבו שולב המוסד של "חיתום מתמחר". נשארתי בדעתי שאימוץ מוסד זה בחוק, מבלי שיהיה חתם, בהכרח, יבטיח שכל הנפקה – בין שיש לה חיתום ובין שלא – תהיה מלווה בחוות דעת של אחראי להנפקה במתכונת דומה לזו שהציעה הבורסה בשנת 1985.

עריכה של בדיקת נאותות על-ידי אחראי להנפקה – שאין לו קשר לחברה המנפיקה, לחתמים או לבנקים שנתנו לה אשראי – היא פתרון טוב יותר מהפתרון המוצע בחוק לניגוד עניינים אפשרי של החתם. גם אם חלקם בחיתום של חתמים נגועים בניגודי עניינים אינו עולה על 15% מכלל ההתחייבויות החיתומיות, כפי שמחייבות תקנות ניירות ערך (חיתום) תשס"ז-2007, אין בכך כדי להבטיח שמבצע של בדיקת נאותות לא יהיה נגוע בניגוד עניינים⁶².

להפרדה של בדיקת הנאותות מהחיתום חשיבות רבה משום שהנפקות רבות מתבצעות ללא חיתום. הנחיות הבורסה אפשרו (עד שבוטלו בשנת 2007), להקצות למשקיעים מוסדיים עד 95% מן הכמות המונפקת בהנפקות שסכומן עולה על מיליארד ש"ח (ועד 80% בהנפקות שסכומן נמוך מ-300 מיליון ש"ח)⁶³. כאשר חלק כה גדול מן ההנפקה מובטח בהתחייבויות מוקדמות, אין זה מפתיע שמנפיקים לא מעטים מעדיפים לוותר על חיתום ולחסוך בהוצאות. הנפקות רבות מתבצעות אפוא בלי שהן מלוות

60 חיתום ניירות ערך בישראל – המצב הקיים והמלצות לחיקונים (לא פורסם). חלק מתוכנו של התזכיר פורסם במאמר המצוטט לעיל בהערה 54.

61 ק"ת 986. התקנות הותקנו מכוח סמכותו של שר האוצר לפי סעיף 56(ג) לחוק.

62 ראו סעיף 10 לתקנות ניירות ערך (חיתום), כפי שתוקנו בשנת תשס"ז-2007 (ק"ת 656).

63 מדריך לחברות, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, חלק שלישי, פרק ג' השתתפות משקיעים מוסדיים בהצעת ניירות ערך לציבור, סעיף 3 (הקצאה למשקיעים מוסדיים).

בהערכה מקצועית של טיב החברה המנפיקה ושל כושר הפירעון שלה. כמו כן אין חובה לפנות לחברת דירוג אשראי לשם קבלת דירוג לאגרות החוב המונפקות. קוני אגרות החוב – רובם משקיעים מוסדיים – רשאים כמובן להתנות רכישה של אגרות חוב בחוות דעת חיצונית על החברה המנפיקה, אך בתקופת הגאות בשוק הצליחו חברות רבות למכור אגרות חוב – ללא דירוג ובלי ביטחונות – בשערי ריבית שהיו רחוקים מלשקף את הסיכון למשקיעים.

קושי אחר בביצוע בדיקת נאותות מתעורר כשהנפקה נעשית במסגרת תשקיף מדף. הסדר זה, המתקיים בארצות-הברית מאז ראשית שנות השמונים⁶⁴, אומץ בישראל בתיקון 25 לחוק ניירות ערך: לפי התיקון ניתן להציע ניירות ערך לציבור כמה פעמים במשך 24 חודשים על-פי תשקיף אחד⁶⁵. יש למצוא דרך לעדכן את בדיקת הנאותות כשם שמעדכנים את התשקיף אף אם הדבר אינו פשוט.

ט. הנפקה של אגרות חוב ותפקיד הנאמן

עד לפני שנים לא רבות היה שוק אגרות החוב בישראל, רובו ככולו, שוק של אגרות חוב ממשלתיות (יצאו מכלל זה אגרות חוב הניתנות להמרה במניות, שהונפקו בכמויות ניכרות כבר בראשית שנות התשעים בתקופת השגשוג בשוק המניות). אחת המטרות שהגדיר לעצמו הצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון (ועדת בכר) הייתה פיתוח של שוק למימון חוץ-בנקאי. שוק כזה אכן התפתח בשנים האחרונות, בקצב מסחרר, כתוצאה משולבת של הרפורמה במערכת הפנסיה ושל ניתוק קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהמערכת הבנקאית. הממשלה הפסיקה להנפיק אגרות חוב מועדפות לקרנות הפנסיה ואילצה אותן לקנות אגרות חוב של גופים עסקיים. גיוס הון באמצעות אגרות חוב של חברות גדל מ-12.8 מיליארד ש"ח בשנת 2003 (מהם 7.3 מיליארד נרכשו על-ידי משקיעים מוסדיים) ל-49.1 מיליארד ש"ח בשנת 2005 (מהם 19.5 מיליארד ש"ח נרכשו על-ידי משקיעים מוסדיים), והגיע ל-92.6 מיליארד ש"ח בשנת 2007 (מהם 39.4 מיליארד ש"ח נרכשו על-ידי משקיעים מוסדיים)⁶⁶. כאשר החל המשבר הכלכלי העולמי בשנת 2008 התברר כי רבות מן החברות שמכרו אגרות חוב לציבור עלולות להתקשות בפירעון הסכומים שגייסו. או אז נחשפה העובדה – שלא קשה היה לעמוד עליה גם קודם לכן – שרבות מן החברות הלוות היו ממונפות, כלומר: הונן העצמי היה נמוך יחסית להתחייבויותיהן. רבות מאגרות החוב שהונפקו לא היו מובטחות כלל, כלומר:

64 Auerbach & Hayes (לעיל, הערה 55), פרקים 7-9.

65 ס"ח 492, סעיף 2 (הוספת סעיף 23א).

66 סקירה שנתי 2008 של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

לא רק שלא שועבדו נכסים להבטחת החבות, גם לא ננקטו אמצעי עזר מקובלים דוגמת שעבוד שלילי⁶⁷ או התחייבות לשמור על יחסים פיננסיים סבירים לאורך חייה של סדרת אגרות החוב. כמה מן החברות הגדולות במשק נמנו עם הלווים סכומי עתק, ואי-הביטחון בדבר כושר הפירעון שלהן העלה את התשואה לפדיון על סדרות רבות שהנפיקו לרמות של עשרות אחוזים ואף יותר. מצבם של רבים מן המנפיקים הקטנים היה חמור אף יותר.

חלק מהמצוקה שאליה נקלע שוק אגרות החוב היה תוצאה של פיקוח לקוי, חוסר זהירות ואולי גם חוסר מקצועיות. אפשר לבוא בטענות אל החברות המנפיקות על שמינפו את עצמן במידה מופרזת והשקיעו במיזמים מסוכנים, רבים מהם מחוץ לגבולות ישראל; קשה להאשים אותן בכך שלוו אם המלווים היו מוכנים להלוות להם סכומי עתק בתנאים נוחים. אני רואה שלושה גורמים עיקריים כשותפים עיקריים למחדל:

1. החתמים שאפשרו לחברות – ביניהן חברות רבות בעלות בסיס הון נמוך וניסיון מוגבל – ללוות סכומים גדולים ללא ביטחונות. כאמור לעיל, במקרים רבים גם לא נקבעו יחסים פיננסיים שעל הלווה לעמוד בהם והפרתם מהווה עילה לדרישת ביטחונות או לדרישת פירעון מוקדם. עמדתי לעיל על הצורך לשפר את המנגנון של בדיקת הנאותות כדי שניירות ערך מפוקפקים לא יוצעו לציבור. אחד הנכסים החשובים לחתם הוא שמו הטוב. לקראת גל ההנפקות הבא כדאי שהקונים הפוטנציאליים של אגרות חוב ייזהרו מאותם חתמים שאפשרו את ההנפקות הבעייתיות ביותר.

2. הנאמנים לאגרות החוב. חוק ניירות ערך מחייב למנות נאמן להנפקה של מה שמכונה "תעודות התחייבות". מעניין לציין כי אף על-פי שוועדת ידין המליצה לכלול בחוק חובת מינוי נאמן לאגרות חוב, לא שולב פרק זה בחוק עד תום עשרים שנה ממועד חקיקתו של החוק המקורי⁶⁸. הנאמן הוא לכאורה נציגם של בעלי אגרות החוב ועליו לפעול להגנת האינטרסים שלהם. סמכויות הנאמן נקבעות בשטר הנאמנות שנחתם בינו לבין החברה המנפיקה. מעמדו של הנאמן הוא בעייתי: החברה המנפיקה היא שממנה אותו והיא גם זו שמשלמת את שכרו. גם התנאים בשטר הנאמנות מושפעים מעמדת המנפיקה והחתם שלה – ולהם אין עניין מיוחד בהענקת סמכויות נרחבות לנאמן. הנאמן גם אינו רואה עצמו מוסמך להתערב בתנאי אגרות החוב, למשל בנושא הביטחונות. שכר הנאמנים אף הוא עניין בעייתי משום שהוא נקבע בתחרות בין הנאמנים – והמנפיק יעדיף להעסיק את הנאמן ה"זול"

67 שעבוד שלילי הוא התחייבות שלא לשעבד נכסים למלווים אחרים.

68 ראו מ' חת "נאמנים לאגרות-חוב בישראל – המצב הקיים והצעות לתיקון" המשפט ב (1994) 115.

ביותר. המאמץ המושקע בהגנה על עניינם של מחזיקי האגרות מושפע מן התגמול הצפוי, ולכן במקרים רבים תבוא התערבות הנאמן רק כשהחברה הלווה קרובה למצב של חדלות פירעון והמכשירים שמקנה לו שטר הנאמנות אינם מאפשרים את שיפור מצבם של מחזיקי האגרות. על הצורך לתקן את החוק בדרך שתחזק את מעמדו של הנאמן עמד לאחרונה פרופ' יוסף גרוס. גרוס הצביע על חולשתם של הנאמנים ואמר, בין היתר:

"נאמן חייב לקבוע מראש בשטר הנאמנות סמכויות פעולה נרחבות [...] בשלב זה נמליץ שהנאמן ימלא תפקיד מרכזי יותר בהגנה על המחזיקים, יבחן את ההצעות השונות לדרכי הפירעון ויודא שנושאי המשרה ובעלי השליטה בחברה, מנווטים את עסקיה תוך שהם שוקלים גם את טובת המחזיקים [...] עם חלוף הסערה יש למנות ועדה לבחינת תפקוד הנאמנים, שתגבש המלצות לשינוי בחקיקה"⁶⁹.

3. המשקיעים המוסדיים היו צריכים להיות גורם מרסן ומסנן בחגיגת אגרות החוב הגדולה. ציפייה זו מבוססת על שניים: הנחה שיש למשקיעים המוסדיים אנשי מקצוע, מנהלים בעלי כישורים מקצועיים וועדות השקעה מיומנות המסוגלים להבחין בטיבם של ניירות הערך המוצעים להם. לצד המקצוענות יש למשקיעים המוסדיים חובת נאמנות לאלה שאת כספם הם מנהלים, וזו מחייבת אותם להתנהלות זהירה. התברר שלא כל המנהלים נהגו בזהירות הראויה ורבים מהם נכשלו במבחן המקצועיות: הם נטלו על עצמם סיכונים גדולים תמורת הפרשי תשואה לא גדולים כדי להכות את יריביהם במבחן התשואות. כאן אנו נתקלים בתופעה מביכה – הגילוי הרצוף והתכוף של התשואות, העולה בקנה אחד עם עקרון הגילוי הנאות, גרם לכך שמשקיעים בנכסי חיסכון לטווח ארוך יכלו להגיב על פיגור בתשואות בהעברת כספם מקופה או מקרן לאחרות. החשש מפני "נדידת" כספים לקרנות ולקופות מתחרות דרבן את המנהלים להשתתף במרוץ התשואות לטווח קצר⁷⁰. יש לטפל בכשלים אלה בכמה דרכים:

(א) להגביל את רמת הסיכון שמנהלים של מוסדות חיסכון פנסיוני רשאים לחשוף את עצמם אליו. ראשית, להגביל את משקל הנכסים המסוכנים דוגמת מניות, נדל"ן וכו' בתיק הנכסים; שנית, לקבוע סף איכות של השקעה באגרות חוב

69 "גרוס" נאמנים לעצמם" גלובס (12-13.1.09).

70 דוגמה לתופעה של "נדידת" נכסים ולהשפעתה על התנהגותו של מנהל הייתה התכווצותה של חברת "פריזמה" והסתבכותה בהשקעות בנכסים מסוכנים של קופת "חרמון" שבניהולה.

שאסור יהיה לרדת ממנו. על מוסדות אלה להשקיע רק באגרות חוב מדורגות ברמה של A לפחות⁷¹.

(ב) לפזר את הסיכון על-ידי הגבלת הסכומים המושקעים בניירות ערך של תאגיד אחד יחסית לנכסי הגוף הפנסיוני, וכן ביחס לגדלו של הגוף שניירות הערך שלו מוחזקים – בדומה לפיזור הסיכונים שמחייב החוק להשקעות משותפות בנאמנות.

(ג) להבטיח שבדירקטוריונים של מוסדות החיסכון ובוועדות ההשקעה שלהם ישבו אנשים בעלי כישורים מתאימים, שרובם יהיו דירקטורים חיצוניים.

י. סוף דבר

הפילוסופיה של הגילוי הנאות היא פילוסופיה של מינימום התערבות בפעילות השווקים. הסברתי מדוע לדעתי אין היא מתאימה לפיקוח על הנפקת ניירות ערך והצגתי את ההיתר שניתן לבורסה להגביל את רישומן של חברות שאינן עומדות בקריטריונים כמותיים ואיכותיים כדוגמה לסטייה מהעיקרון של גילוי נאות כבסיס לאישור הנפקה לציבור (נראה כי הבורסה קבעה קריטריונים מתירניים מדי בשל שיקולי תחרות עם שווקים אחרים שחברות ישראליות יכולות לרשום בהם את מניותיהן למסחר). אני ממליץ על פילוסופיה של התערבות רבה יותר גם בפלחים אחרים של הפעילות בשוק ניירות הערך, משום שהמשבר בשוקי ניירות הערך חשף כישלון במדיניות ניהול הסיכונים של בנקים ושל מוסדות חיסכון וניהול נכסים, וכישלון במנגנוני סינון הסיכונים של העוסקים בחיתום ניירות ערך. הצעדים שאני מציע לנקוט הם:

1. הפעלת "אחראי להנפקה" בשוק החיתום כדי להבטיח בדיקות נאותות ראויות של ניירות ערך הנרשמים למסחר בבורסה;
2. חיזוק מעמדו של הנאמן לתעודות התחייבות על-ידי התערבות של רשות ניירות ערך בנוסח שטרי הנאמנות, כדי להבטיח שתיתנה לו סמכויות התערבות מספיקות. כמו כן יש מקום לקבוע תעריף מינימום לשעת עבודה של נאמן כדי שיהיה לו עניין להקדיש לטיפול בהנפקות שהוא משמש להן נאמן את מלוא תשומת הלב;
3. להגביל את רמות הסיכון שיהיו רשאים לקבל על עצמם מנהלי מוסדות לחיסכון פנסיוני, ולתגבר את ניסיונם המקצועי ואת הדירקטוריונים וועדות ההשקעה שלהם. הצידוק להגברת ההתערבות הוא כשל ההתנהלות של הגופים בשוק ניירות הערך למנוע משברים במשך תקופת זמן ארוכה. המשבר שאנו נתונים בו עתה הוא ככל הנראה

71 בארצות-הברית, אגרות חוב בדירוג של BBB נחשבות ראויות להשקעה (Investment Grade) על-ידי חברות ביטוח וקרנות פנסיה.

החריף ביותר, אך אינו ראשון. אין מקום להתנחם בכך שהמשבר הוא כלל עולמי, את השינויים הדרושים למערכת יש לבסס על הניסיון הישראלי ועל המאפיינים של המשק ושל התנהגות הציבור בניהול השקעותיו. אינני מציע לתת שיקול דעת בלתי מוגבל לרגולטורים; ההתערבות שאני מציע עשויה להיראות מרחיקה לכת, אך היא צריכה להיות מתוחמת בכללים ברורים.