

רשות ניירות ערך

פעולות ביקורת

נבדקו פעולות הרשות במסגרת הוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, תוך התייחסות למבנה הרשות ולמעמדה כלפי הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

רשות ניירות ערך

ריכוז ממצאים

על פי חוק ניירות ערך תפקידה של רשות ניירות ערך הוא שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך כנקבע באותו חוק. תחיקת ניירות הערך ותפקודה של הרשות היו זה כמה שנים, ובפרט לאחר משבר מניות הבנקים, נושא לבדיקה מצד ועדות אחדות, אשר הסתייגו מהיבטים שונים של האופן שבו הרשות ממלאת את תפקידה. לגבי חלק מהיבטים אלה גובשה גישה חדשה, המנסה לשפר את המצב הקיים ע"י תיקון חוק ניירות ערך (הצעת תיקון מס' 8).

עבודתה של הרשות מתרכזת במידה רבה בבדיקת התשקיפים לקראת הנפקות, וזאת על יסוד העיקרון של גילוי נאות המונח ביסוד החוק שקבע את סמכויות הרשות. על פי החוק, מוטל על הרשות לבדוק אם חשף מנפיק בתשקיף את כל העובדות, שעל משקיע לדעתן, לפני שיחליט על רכישת ניירות הערך המוצעים. אם מילא המנפיק אחר דרישות הרשות על פי החוק בעניין זה, עליה להתיר את פרסום התשקיף.

אין ברשות מערכת מידע ממוחשבת, שתסייע לה במילוי תפקידה. אין בה נוהל כיצד לטפל במידע המגיע לידה בדו"חות המידיים, בנסיבות המנויות בחוק לגבי תאגידים, שניירות הערך שלהם בידי הציבור.

הרשות אינה מפרסמת באופן שיטתי את ההחלטות שקיבלו מליאת הרשות או ועדותיה בעניינים שיש להם חשיבות עקרונית, ושהן בגדר השלמה להוראות החוק והתקנות. הרשות גם לא נוהגת לתת החלטות מקדמיות בשאלות המתעוררות בתהליך הכנת התשקיף ע"י מנפיק, כדי להדריך אותו ולחסוך ממנו טרחה והוצאות מיותרות.

אין לרשות סמכויות מוגדרות היטב באשר למעמדה כלפי הבורסה לניירות ערך. אשר לתקנון הבורסה, לא עשה האוצר שימוש בסמכות המוענקת בחוק לשר האוצר לשנות את התקנון. עד לאחרונה הקצתה הרשות כוח אדם מצומצם בלבד לנושא האכיפה של חוק ניירות ערך, וגם סמכויותיה בתחום זה היו מוגבלות.



ב-1963 מינה שר האוצר ועדה לעניין הנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (להלן – ועדת ידון), וזו המליצה בפניו על חקיקת חוק, ועל הקמת רשות ניירות ערך. בעקבות הגשת דו"ח הוועדה נחקק

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - חוק ניירות ערך), והוקמה רשות ניירות ערך (להלן - הרשות), אשר החלה לפעול בשנת 1969.

ממועד חקיקת החוק והקמת הרשות חלו שינויים גדולים בשוק ההון בארץ. עוד ב-1983 קבעה ועדה (ראה להלן - ועדת רבינוביץ), שהשינויים הכמותיים שחלו בשוק ההון היו גדולים עד כדי כך, שאפשר לתארם כשינוי איכותי: הבורסה עלתה בחשיבותה כאפיק להשקעת חסכונות של פרטים ושל חברות במשק ועלה המשקל היחסי של גיוס ההון באמצעות מניות וניירות ערך המירים. עוד ציינה הוועדה, שלפעילות בשוק ההון הצטרף ציבור גדול שאינו מומחה לניירות ערך.

אולם למרות שינויים אלו לא הוכנסו בתקופה שבין 1968 ל-1987 שינויים משמעותיים בסמכויות הרשות: המבנה שלה וגודלה מבחינת כוח אדם החלו להשתנות רק באחרונה. גם התפישה של הרשות לגבי תפקידה לא השתנתה באופן ממשי (ראה להלן).

על פי סעיף 2 לחוק ניירות ערך "מוקמת בזה רשות ניירות ערך (להלן - הרשות) שתפקידה יהיה שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה". על פי הסיפא של הסעיף סמכויות הרשות הן סמכויות מוגדרות ולא סמכויות כלליות.

סעיפי חוק ניירות ערך מתחלקים מבחינת הרשות ל-3 סוגים:

(א) סעיפים העוסקים בעבודת הרשות בנוגע לתשקפים ולדו"חות השוטפים שעל המנפיקים להגיש לרשות. סעיפים אלה נועדו להגן על המשקיעים על ידי פיקוח על הנפקת ניירות ערך.

(ב) סעיפים העוסקים בפיקוח על הבורסה. סעיפים אלו קשורים למסחר בניירות ערך, והרשות מוזכרת בהם כגוף ששר האוצר מתייעץ עמו לפני קבלת החלטות⁽¹⁾.

(ג) סעיפים העוסקים בנושאים מיוחדים הקשורים במסחר בניירות ערך: השימוש במידע פנים ועבירות של תרמית. אין תפקידי הפיקוח והאכיפה של ההרשות בנושאים אלה ברורים די צרכם.

חוק ניירות ערך והרשות אינם המרכיב הבלעדי במערכת המסדירה את פעולות שוק ההון ואת ההגנה על המשקיעים בניירות ערך. במישור החוקי מעניקים הגנה למשקיעים גם דיני החברות: במישור המוסדי מערך הפיקוח כולל גם את האוצר וגם את הבורסה, וכאשר מדובר באכיפת החוק ובמניעת עבירות, שותפות לענין גם רשויות אכיפת החוק הכלליות.

בעקבות הזעזועים שפקדו את שוק ההון, ובמיוחד לאחר משבר המניות החופשיות בתחילת 1983, ומשבר מניות הבנקים באוקטובר 1983, רווח חוסר שביעות רצון מתפקודם של שוק ההון ושל הגורמים המפקחים עליו, בכללם הרשות. אי-שביעות הרצון באה לידי ביטוי בהכנת מספר ניכר של תזכירים ודו"חות בנושא זה, ובהקמת שורה של ועדות שהציעו רפורמות בשוק ההון, בחוק ניירות ערך וברשות.

יו"ר הרשות מינה במאסר 1983 צוות מומחים (להלן - ועדת רבינוביץ) אשר עסק בבדיקת המבנה הארגוני ונהלי העבודה של הרשות. הצוות הגיש דו"ח באוגוסט של אותה שנה. בסוף דצמבר 1984 הגיש מבקר המדינה לוועדה לענייני ביקורת המדינה של הכנסת (להלן - הוועדה לענייני ביקורת) את "הדו"ח על מניות הבנקים - משבר אוקטובר 1983". בעקבות הגשת הדו"ח החליטה הוועדה להקים ועדת חקירה לענין ויסות מניות הבנקים ע"פ סעיף 14 (ב) לחוק מבקר המדינה. ועדת החקירה (להלן - ועדת בייסקי) מונתה על ידי נשיא בית המשפט העליון בינואר 1985, והגישה דין וחשבון באפריל 1986. באותו חודש מינה שר האוצר צוות מומחים מורכב מנציגי משרדי האוצר והמשפטים (להלן - ועדת מינטקביץ) עליו הוטל לסקור את המסקנות וההמלצות של ועדת בייסקי,

(1) פרט לסעיף 51 לחוק המאפשר לרשות להשיג מהבורסה מידע ומאפשר לנציג מטעמה להיות נוכח באסיפות הבורסה ובישיבות הנהלתה וועדותיה.

ולהמליץ על דרכים לבירורן וליישומן. הצוות הגיש דו"ח ביולי 1986. בסתיו 1986 קיימה הוועדה לענייני ביקורת, בהשתתפות הסגל הבכיר של הרשות ומומחים מבחוץ, דיונים מקיפים על החלקים בדו"ח ועדת בייסקי המתייחסים לרשות.

עוד יש להזכיר בהקשר של חוק ניירות ערך ועדת מומחים, לבדיקת הצעת תיקון לתקנון הבורסה, אשר מונתה על ידי היועץ המשפטי לממשלה בדצמבר 1984 והגישה דו"ח בדצמבר 1985 (להלן – ועדת פרוקצ'יה).

הוועדות מצאו כי התפישה של הרשות לגבי תפקידה ולגבי פעולתה למעשה, היתה בעלת אופי מצמצם, דבר שבא לידי ביטוי בעיקר בשניים:

(א) התרכזות בבדיקת תשקיפי הנפקת ניירות ערך, תוך כדי צמצום העיסוק בתפקידים אחרים, ובפרט הפיקוח על הבורסה והמסחר בה.

(ב) במסגרת בדיקת התשקיפים, שמה הרשות דגש בלעדי על גילוי נאות, דהיינו על הגנת המשקיעים באמצעות חשיפת כל העובדות המתייחסות לניירות הערך ולמנפיק. גישה אחרת גורסת התערבות פעילה: התייחסות מפורשת לאיכותו של נייר הערך או אף הגנת המשקיעים על ידי קביעת כללים מחייבים לגבי התנהגות המנפיקים – כללים לגבי המבנה הכספי, לגבי זכויות ההצבעה ועוד (בענין זה ראה להלן – הטיפול בתשקיפים).

הוועדות ייחסו את הגישה המצמצמת לתפיסה המונחת ביסוד חוק ניירות ערך, למיעוט הסמכויות שניתנו לרשות, ולמחסור בכוח אדם.

ועדת פרוקצ'יה ציינה, כי "ההיסטוריה החקיקתית של חוק ניירות ערך מצביעה אף היא על כוונה להגדיר בצמצום את סמכויות רשויות הפיקוח על שוק ההון...", וכי "תפיסת הוועדה (ועדת ידן) את סמכויות הרשות והבורסה היתה על דרך הצמצום וההגבלה, והיא היוותה בסיס לחוק ניירות ערך".

ועדת רבינוביץ ציינה כי כתוצאה ממחסור בכוח אדם – סגל הרשות לא גדל במקביל להתרחבות שוק ההון – הרשות נאלצה להתרכז בבדיקת תשקיפים, והזניחה את הפיקוח על השוק המשני (הבורסה) ואת הטיפול באכיפת סעיפי חוק ניירות ערך הנוגעים למידע פנים (סעיף 52 א' עד י', שהוכנסו לחוק ב-1981) ולמעשי תרמית בניירות ערך (סעיף 54).

ועדת בייסקי ציינה, כי "תחת הלחץ של ריבוי הנפקות, אולצה הרשות להקצות יותר ויותר משאביה המוגבלים לבדיקת תשקיפים ואישורם. כתוצאה מכך צומצמה פעולתה של הרשות בתחומים האחרים". בדיון שקיימה הוועדה לענייני ביקורת אמר משפטן בכיר של הרשות כי "אין סמכות מוכרת... לרשות... להיכנס לשאלות מהותיות ערכיות לגבי טיב ההנפקה... טיב נייר הערך... או להתערב בשאלות מהותיות... למשל מבנה הדירקטוריונים, שאלות של זכויות הצבעה".

ועדת מינטקביץ קבעה כי "סמכותה העיקרית של הרשות על פי החוק היא לפקח על הצעות ניירות ערך לציבור מבחינת עמידה בדרישות הגילוי הנאות". הוועדה הציעה ששר האוצר "יקים ועדה מקצועית שתבחן מחדש את תפיסת הפיקוח על המסחר בניירות ערך...".

מבין ההמלצות של הוועדות הנ"ל, הנוגעות להנפקת ניירות ערך, בוצעה עד גמר הביקורת רק המלצה אחת של ועדת בייסקי. הוועדה המליצה לבטל את סמכות שר האוצר, על פי סעיף 39 לחוק ניירות ערך, לאשר, או לסרב לאשר, הנפקה של מניות. הסעיף אמנם לא בוטל אולם ב-1987 הושעה למעשה תוקפו לגבי מניות המונפקות בארץ, פרט למניות למוכ"ז, ולגבי אגרות חוב. הדבר נעשה על ידי פרסום של היתר כללי על ידי הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, אשר הוסמך לעניין זה על ידי שר האוצר. לאוצר יש עדיין מידה של שליטה בענין הנפקות באמצעות מתן הטבות מס.

המלצות נוספות כלולות בהצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 8) התשמ"ז-1987 (להלן – הצעת תיקון 8), אשר הונחה על שולחן הכנסת ביולי 1987. הטיפול בנושא החל עוד בסוף שנת 1977

בתזכיר שהוכן על ידי ועדת משנה של הרשות; התזכיר להצעת התיקון הוכן בסוף 1982, הופץ באוגוסט 1984, ואושר בוועדת השרים לענייני חקיקה בקיץ 1986. ההצעה עברה את הקריאה הראשונה בכנסת ובעת סיום הביקורת היא נדונה בוועדת הכספים. מבחינת הרשות, חידושה העיקריים של ההצעה הם כדלקמן:

- (א) הרשות תפקח על ניהולה התקין וההוגן של הבורסה ועל קיום הוראות התקנון שלה.
- (ב) לרשות תינתן הסמכות לדרוש מכל אדם כל ידיעה ומסמך הדרושים לחקירות הנוגעות לביצוע חוק ניירות ערך או חוק השקעות משותפות בנאמנות.
- (ג) הרשות תוכל להורות לבורסה להפסיק את המסחר בניירות ערך של תאגיד אשר הפר הוראות דיווח מסוימות.
- (ד) בתנאים מסוימים יוכל משקיע לנקוט הליך של תביעה ייצוגית (ראה להלן).

בקיץ 1987 ערך משרד מבקר המדינה בדיקה של המבנה ודרכי הפעולה של רשות ניירות ערך, למעט הנושאים הקשורים בקרנות נאמנות. ביקורת ראשונה על הרשות נערכה ב-1972 והתייחסה להקמת הרשות (ראה דו"ח שנתי 22). מבקר המדינה התייחס לפעולות הרשות גם בדו"ח על משבר מניות הבנקים.

מבנה הרשות

1. על פי החוק, הרשות היא תאגיד שמספר חבריו לא יעלה על שלושה עשר והם מתמנים על ידי שר האוצר: קצתם מקרב הציבור וקצתם מקרב עובדי המדינה ואחד מהם עובד בנק ישראל. אין הם יכולים להיות חברים בבורסה או עוסקים במסחר בניירות ערך או מועסקים על ידי כאלה (פרט לעובד בנק ישראל) או אנשים ששר האוצר סבור שעיסוקיהם האחרים עלולים ליצור ניגוד עניינים עם תפקידם כחברי רשות.

בראש הרשות, שהיא בעיקרה גוף אקסקוטיבי, עומד אחד החברים שמונה להיות יושב ראש על ידי שר האוצר. הניהול השוטף של הרשות נתון בידיו, ואילו שאר חברי הרשות ממלאים תפקידים על ידי השתתפות בישיבות של מליאת הרשות (בדרך כלל פעמיים בחודש) או של ועדותיה. ועדת בייסוקי העירה, כי הרשות "נתונה להשפעה מופרזת מצד גופים אינטרסנטיים ואחרים" וכי "סגל הרשות ניסה לפעול, יותר ממליאת הרשות, למען הגנת המשקיע בתחומים השונים של המסחר בניירות ערך, כולל בתחום הויסות".

ועדת בייסוקי הציעה שיבוטל הנוהג לפיו מורכבת הרשות מאנשים הפועלים בהתנדבות, או על כפי חלקי או ייצוגי. כן המליצה לשנות את המבנה שלה כך שהמליאה של הרשות תהיה מורכבת, כפי שנהוג באר"ב, מ-3 - 5 חברים, כולם במשרה מלאה, אשר ימונו על ידי הממשלה. בדיון על דו"ח ועדת בייסוקי שהתקיים בוועדה לענייני ביקורת המדינה הציע מי שהיה אז יושב ראש הרשות, כי היושב ראש ימונה על ידי הממשלה, ואילו יתר החברים יכהנו כוועדה מיעצת. ועדת מינטקביץ העירה, כי יש לבחון הנהגת דרישות מוקדמות לגבי כהונה של חבר רשות, מבחינת כשירותו האישית והמקצועית.

2. הניהול השוטף של סגל העובדים של הרשות מופקד בידי יושב ראש הרשות. בחודש דצמבר 1987 מנה סגל הרשות 47 עובדים, לעומת 34 עובדים בדצמבר 1986, ו-33 עובדים בדצמבר 1985⁽²⁾. ברשות 4 מחלקות עיקריות, שתחומי פעילותן הם כדלקמן: דיווח וחשבונאות, השוק המשני, חקירות, ייעוץ משפטי⁽³⁾. מחלקת הדיווח והחשבונאות מטפלת בדו"חות השוטפים

(2) נתונים אלה כוללים מספר קטן של עובדים במשרות חלקיות.

(3) בעת הביקורת נמצאה בתהליך הקמה מחלקה לפיקוח על קרנות נאמנות: אולם כאמור לעיל אין הביקורת מתייחסת לנושא זה.

ובתשקיפים: מחלקת השוק המשני עוסקת בבורסה: מחלקת הייעוץ המשפטי אחראית לכל ההיבטים המשפטיים של פעולות הרשות.

3. תפקודה היעיל של הרשות תלוי במידה לא מועטה בהימצאותו של מערך מידע כלכלי-פיננסי במסגרתה. המידע הדרוש הוא מידע כללי על מגמות ושינויים בשוק ההון, כמשק כולו, ובעולם, ומידע ספציפי המתייחס לגורמים הפועלים בשוק ההון, ולעבירות וחריגות שונות. לתפקודה היעיל של הרשות דרושה גם עבודת מחקר לצורך גיבוש קונצפציות כלכליות ומשפטיות ולצורך העמקת ההבנה בענייני שוק ההון.

ועדת רבינוביץ ציינה כבר בקיץ 1983, כי הרשות הזניחה את הטיפול בנושאים עקרוניים ותחיקתיים ולא השכילה לעשות שימוש במאגרי מידע. כדוגמא מעשית ציינה הוועדה את האפשרות לשלב מידע השאוב מדו"חות מיידיים (ראה להלן) המתקבלים ברשות, במידע על פעילות חריגה בבורסה. הוועדה המליצה להקים מחלקה לתכנון וכלכלה, למכן את המידע המזורם לרשות בתוקף תפקידה ומידע ממקורות אחרים, וליצור שיתוף פעולה עם מערכת המידע של הבורסה. המלצות אלו לא בוצעו. ברשות אין מאגר מידע על החברות שבטיפול, אין ארכיון מסודר, אין ספריה מקצועית, וזמן רב היא כמעט שלא רכשה עתונות פיננסית, מקומית או בינלאומית. פגמים אלה נובעים בחלקם מתנאי הידור הקשים, בהם היא פועלת. הרשות מסרה למשרד מבקר המדינה, כי תנאים אלה ישופרו כאשר הרשות תעבור למשכן חדש באביב 1988.

על פי סעיף 51 (א) לחוק ניירות ערך "הבורסה תמסור לרשות דו"חות על פעולותיה במועדים ולפי הפרטים שקבעה הרשות, ותמסור לה, לפי דרישתה, ידיעות על ענייני הבורסה". הרשות לא יצקה תוכן לסעיף זה על ידי גיבוש דרישות למסירה מסודרת וקבועה של מידע על ידי הבורסה.

4. הכנסות הרשות נובעות מאגרות שהיא גובה ממנפיקים בגין בדיקת תשקיפים, ומאגרות שנתיות הנגבות מחברות, שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה. הכנסותיה גדולות מהוצאותיה, ועודפים שהצטברו מופקדים בפקדונות נושאי רבית. להלן פירוט הכנסות והוצאות הרשות בשלוש שנות הכספים האחרונות בשקלים חדשים:

הוצאה	הכנסה	עודף הכנסות על הוצאות
1984/5	261,784	70,097
1985/6	1,041,146	703,092
1986/7	1,300,270	1,464,290

ההכנסה כוללת רבית שהתקבלה מהפקדת כספי העודפים.

על פי הסעיפים 10 ו-11 לחוק ניירות ערך תקציב הרשות ותקן עובדיה טעונים אישור שר האוצר, וזה ניתן באמצעות אגף התקציבים. על פי סעיף 10, תנאי העסקת עובדי הרשות, ובכלל זה שכרם, הם כשל עובדי המדינה. ועדת רבינוביץ הציעה, בין השאר, לשקול מחדש אם יש מקום לתלות התקציבית של הרשות באוצר.

ועדת בייסקי, ועוד לפני ועדת רבינוביץ, ציינו שהרשות סובלת ממחסור בעובדים. במהלך הביקורת התברר כי הרשות נוקטת במיוחד לרואי חשבון, אולם היא מתקשה למשוך כאלה אל תוך שורותיה; לפיכך היא מעסיקה רואי חשבון חיצוניים על בסיס קבלני.

בדיקת התשקיפים

הטיפול של הרשות בניירות הערך מתחיל לפני הנפקתם לציבור, ונמשך כל עוד הם נמצאים בידי הציבור. הרשות עוקבת אחרי החברות שהנפיקו ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה, באמצעות דו"חות אותם היא דורשת מהמנפיקים: דו"חות תקופתיים סדירים ודו"חות מידיים שעליהם להגיש כאשר מתרחשים אירועים מיוחדים.

עד לאחרונה, עיקר עבודתה של הרשות התרכזה בבדיקת תשקיפים. על פי סעיף 15 לחוק ניירות ערך "לא יציע אדם ניירות ערך לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה פרסומו". מטרת פרסום התשקיף היא לספק למשקיע בכוח את כל המידע הדרוש לו כדי להחליט אם לרכוש את ניירות הערך המוצעים על ידי המנפיק. העקרון המונח ביסוד התשקיף הוא עקרון הגילוי הנאות: על פי עקרון זה ההגנה הטובה ביותר שאפשר להעניק למשקיעים היא גילוי ופרסום כל העובדות שעל פיהן נקבע ערכו של נייר הערך. עקרון זה נקבע באנגליה לגבי דיני החברות עוד ב-1844 (ועדת גלדסטון).

פרטי המידע אותם יש לכלול בתשקיף מפורטים בתקנות שהותקנו על פי חוק ניירות ערך⁽⁴⁾. התקנות הותקנו על פי סעיף 16 לחוק, הקובע כי "שר האוצר יתקין, לפי הצעת הרשות, או לאחר התייעצות עימה, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, תקנות בדבר הפרטים שיש לכלול בתשקיף ובדבר מבנה התשקיף וצורתו". הסעיף הזה מפרט גם כמה מהנושאים, שהתקנות צריכות להתייחס אליהם, ובין השאר, דו"חות כספיים של המנפיקים (אשר לגביהם הוצאו תקנות נפרדות)⁽⁵⁾, נתונים על מבנה ההון, ונתונים על בעלי העניין.

סעיפי חוק נוספים מפרטים נתונים שהרשות יכולה לדרוש ממגישי טיוטת התשקיף, וכן נקבע שכל המובא בתשקיף יתואר. בנאמנות ולא יכלול פרט מטעה. בסעיף 21 (ב) נאמר כי "אין בהיתר (המוצא על ידי הרשות) משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים".

בגלל המידע הרב המובא בהם, התשקיפים הם מסמכים התופסים לא אחת מאות עמודים, ובדיקתם על ידי הרשות, כולל תיקוני טיוטות ופגישות עם נציגי התאגיד המנפיק, נמשכת לעתים זמן רב. לרשות אין סמכות לסרב לתת היתר לפרסום תשקיף, אם המנפיק מלא אחר דרישותיה הנוגעות לגילוי הנאות.

בדיקת התשקיפים ואישורם הם תהליך מורכב שמעורבים בו אנשי הרשות ממחלקות שונות. ברשות קיים נוהל לבדיקת התשקיפים, המפרט את השלבים המינהליים של הפעולה. אין ברשות נוהל המפרט את הנקודות העיקריות שעל אנשי הסגל לבדוק ואת אופן הבדיקה. ועדת רבינוביץ הציעה שברשות תוכן רשימת נקודות לבדיקה, אשר תתווה את שלב המוצא של הבדיקה המקצועית.

עוד ב-1977 נכתב במסמך פנימי של הרשות כי יש להכין ולפרסם קובץ של החלטות עקרוניות שהתקבלו במליאת הרשות ובוועדותיה במהלך דיונים כלליים או בדיונים לגבי תשקיפים ודו"חות של מנפיקים. הנימוק שניתן היה, כי ברשות מתגבשת פרקטיקה בתחומים שבהם הוראות החוק והתקנות שהותקנו על פיו הן מעצם טיבן כלליות ביותר. הקובץ אמור היה לשרת את הרשות עצמה וגם את ציבור המנפיקים "כדי שידעו איך לכלכל צעדיהם בהנפקות עתידיות". ההחלטות מהסוג עליו מדובר מתפרסמות מפעם לפעם בעלון הידיעות של הרשות, אולם קובץ מלא ומסודר לפי נושאים לא נערך. עם סיום הביקורת הודיעה הרשות למשרד מבקר המדינה, שהיא החלה לעסוק בריכוז החלטותיה העקרוניות.

עוד מתברר, כי אין ברשות הסדר של מתן החלטות מוקדמות לגבי הנפקות מתוכננות, דבר שהיה חוסך ממנפיקים נקיטת צעדים מיותרים. הן הפרסום המסודר של החלטות עקרוניות והן מתן החלטות מוקדמות עשויים לחסוך למנפיקים זמן רב והוצאות כספיות ניכרות.

מידע המתייחס לעתיד

מאחר שמטרתן של הנפקות היא לגייס הון לצורך ביצוע תכניות בעתיד, התשקיף כולל גם הצהרות והתחייבויות לגבי תכניות המנפיק בעתיד. ברשות מניחים, שאם ההצהרות וההתחייבויות לא ימומשו, הדבר יבוא לידי ביטוי בדו"חות המידיים או בדו"חות התקופתיים. על פי תקנה 10א'

(4) תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969.

(5) תקנות ניירות ערך (ערכת דו"חות כספיים), התשכ"ט-1969.

לתקנות ניירות ערך (ד"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, אם חל שינוי לגבי יעדי תמורת ניירות הערך שהונפקו, בין שאפשרות זו נחזתה מראש בתשקיף, ובין שהוא התרחש שלא כצפוי, חובה לציין זאת בדו"חות התקופתיים ולפרט את הסיבות. גם קיימת ברשות הוראה פנימית לרואי החשבון החיצוניים הבודקים דו"חות, להשוות אותם לתשקיפים, אולם בדיקה זו היא מדגמית (ראה להלן). אין ברשות נהל לגבי המעקב אחרי אותן הצהרות והתחייבויות, שמימושן אינו תנאי לאישור התשקיף.

התערבות הרשות בענייני המנפיק

עקרון הגילוי הנאות נקוט בידי הרשות כמו מנחה יסודי, אולם ועדות שעסקו בנושא, מומחים שונים, ואף הסגל הבכיר של הרשות, העלו את השאלה, אם אין מקום להרחיב את סמכות הרשות מעבר לבדיקת הגילוי הנאות.

ההגנה על המשקיעים בדרך של הגילוי הנאות היא במהותה הגנה פסיבית, מאחר שהיא מתמצית בחשיפת מידע למשקיע, ואין היא מנסה להעריך מידע זה או לדרוש מהמנפיק ביצוע פעולות מסוימות, כאשר קיים חשש של סכנה למשקיעים. ההגנה הפסיבית מושתתת על ההנחה, שאם המשקיעים יצוידו בכל המידע הדרוש כדי לקבל החלטה שקולה, הם יבינו בעצמם אם כדאי לרכוש את ניירות הערך המונפקים, אם לא. נכונותה של ההנחה תלויה בכך שהתשקיפים מציגים את העובדות באופן בהיר, שהמשקיעים מסוגלים להבין את הכתוב בהם, ושהם אכן עושים זאת בפועל.

העקרון של גילוי נאות הוא דוגמה ספציפית של העקרון המשפטי הקלסי של "ייוזרה הקונה". תפיסות יותר חדישות מצדדות בהתערבות מצד רשות ממלכתית בענייניו של גוף עסקי, כאשר קיים חשש שהלקוחות של אותו גוף אינם מסוגלים להבין ולהעריך נכונה את העובדות. ההתערבות לטובת הלקוח מקובלת בתחומים רבים של המשק, כאשר המחוקק קובע תקנים של איכות ובין השאר בתחומים פיננסיים, כשהוא קובע כללים שמטרתם להבטיח יציבות פיננסית והתנהגות הוגנת. סמכות ההתערבות בהיבטים אלה באה לידי ביטוי בדיני החברות ובתחיקה הנוגעת לקרנות הנאמנות.

חובת הגילוי הנאות כשלעצמה אמנם עשויה לעתים להרתיע מנפיקים מלהתנהג בצורה המקפחת את רוכש נייר הערך; אולם קביעת כללים המונעים מראש התנהגות כאמור על ידי המנפיק, עשויה להיות יותר יעילה.

ההתערבות יכולה להיות מיושמת על ידי המחוקק בקביעת הסדרים חוקיים המבטיחים למשקיע הגנה ישירה על ידי כך שהם מטילים מגבלות על המנפיקים. יישום ההסדרים וכן הערכת "איכות" או "טיב" נייר הערך העומד להנפקה עשויים להיות מבוצעים על ידי הרשות.

על פי החוק הקיים אם "היתה הרשות סבורה שנתקיימו בטיטות התשקיף הוראות חוק זה ודרישות הרשות על פיו, תיתן היתר לפרסומן", אולם "אין בהיתר (לפרסום התשקיף) משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים". מסעיף זה משתמע שאין לרשות סמכות להעריך את "הטיב" של ניירות ערך, אולם, כאשר הרשות מחייבת מנפיק להבליט סיכונים על ידי הדפסת אזהרה על גבי כריכת התשקיף, הדבר מהווה למעשה קביעת עמדה לגבי אותם סיכונים.

קביעת הסדרים חוקיים המגבילים את המנפיקים כדי להבטיח הגנה למשקיעים מתייחסת בעיקר לשני נושאים:

- (א) הוצאת הוראות למניעת פגיעה באיתנות הפיננסית של המנפיק;
- (ב) הוצאת הוראות המבטיחות את הגינות המנפיקים כלפי המשקיעים בניירות הערך שלהם; לדוגמה, הוראות המסדירות נושאים כמו זכויות הצבעה, מינוי דירקטורים, פעולות על ידי בעלי ענין.

להלן שתי דוגמאות להסדרים כאלה שהוצעו בעבר. כבר בדו"ח השנתי שלה לשנת 1976/7 הביעה הרשות דיעה כי אין להסתפק בגילוי נאות, וכי יש לדרוש מן המנפיקים הון עצמי מינימלי וכן יחס מסויים בינו לבין ההתחייבויות שלהם. ועדת בייסקי קשרה את היעדר השוויון בזכויות הצבעה של מניות הנסחרות כבורסה לוויסות מניות הבנקים והמליצה כי "בעתיד לא יאושרו מניות של חברות חדשות למסחר כבורסה אלא אם כן קיים שוויון בזכויות ההצבעה של כל המניות באותה חברה, כאשר כוונת הדברים היא שחלק מניה בכוח ההצבעה יהיה שווה לחלקה בבעלות בהון החברה".

בפועל קיימים הסדרים חוקיים המגנים במידת מה על המשקיעים, אולם הם מצויים בעיקר בדיני החברות. כמה הגבלות על פעולת המנפיקים, שהן בגדר התערבות במשמעותה כאן, נקבעו על ידי הבורסה במסגרת הנחיות הדירקטוריון, אולם נמצא שיש בכך חריגה מסמכותה (ראה להלן – הבורסה והמסחר בה).

הגישה הספקנית כלפי יעילות הגילוי הנאות באה לידי ביטוי כשלעצמה, והובעה על ידי גורמים שונים גם תוך השוואה למצב החוקי בארה"ב. בדו"ח השנתי דלעיל של הרשות לשנת 1976/7 נאמר עוד, כי "הנסיון שהצטבר בשנות קיומה של הרשות מוכיח כי הגבלת תפקידה של הרשות לתחום הגילוי בלבד אינה עולה בקנה אחד עם שמירה מספקת על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך".

ועדת בייסקי לא הסתייגה מעקרון הגילוי הנאות, אולם ציינה כאמור כי בארה"ב "חובת הגילוי הנאות מקיפה ביותר, והיא מתייחסת אף למקרים שבהם יש לעובדת הגילוי כדי לגרום נזק למנפיק, או כדי לסכן את יכולת ההפצה של ניירות הערך שהוא מציע לציבור". עוד ציינה הוועדה כי "יישום הגילוי הנאות נעשה בארה"ב באמצעות מערכת חוקים מסועפת, המאפשרת הטלת סנקציות משפטיות כבדות ביותר על מפירי הוראות הגילוי".

ועדת מינטקביץ קבעה, כי הנסיון שנרכש בתקופת הגאות בשוק ההנפקות בשנים 1977 – 1983 מצדיק בחינה מחודשת של הגבלת סמכות הרשות לפיקוח על גילוי נאות בלבד.

בדיוני הוועדה לענייני ביקורת על דו"ח בייסקי טענו כל אנשי הסגל הבכיר של הרשות, כי אי אפשר להשתית את הגנת המשקיעים באופן בלעדי על הגילוי הנאות. הם אמרו, כי במקרים רבים לא היתה ברירה אלא "לגלוש למידה מסוימת של התערבות" בצורת הניהול של התאגידים המנפיקים. עוד נאמר, כי גם בארה"ב הגילוי הנאות אינו משמש אמצעי בלעדי להגנת המשקיעים וכי יש נסיגה מעקרון זה. יחד עם זאת ציינה הרשות בהסבריה למשרד מבקר המדינה שבענין זה קיימת מחלוקת.

עריכת התשקיפים וההצגות

גם אם מקבלים את עקרון הגילוי הנאות כמות שהוא ומניחים שהמשקיעים בכוח מסוגלים להבין את הנאמר בתשקיפים, עדיין יש להקפיד על כך, שהדברים יוצגו בצורה בהירה ומאורגנת, ושלמשקיעים תהיה גישה נוחה לתשקיפים.

יתכן מצב שבו תשקיפים שאושרו על ידי הרשות אינם מובנים די צרכם לקוראים בגלל צורת הצגת הדברים ושלמותה. דוגמאות בולטות לכך הם תשקיפי מניות הבנקים אשר ועדת בייסקי בחנה אותם בפרוטרוט והגיעה למסקנה שהם לא נתנו תמונה מלאה. ועדת מינטקביץ הציעה שהרשות תבחן את דרכי הצגת הנתונים, ההערכות והסיכונים בתשקיפים. בדיון שהתקיים בוועדה לענייני ביקורת המדינה על דו"ח בייסקי אמרו עובדים בכירים של הרשות, שלעתים התמצית הנלווית לתשקיף ארוכה מדי וכי יש לשקול הוצאת תשקיף מקוצר. אף הובעו ספקות לגבי יעילות האזהרות המודפסות על גבי כריכת התשקיפים.

על פי סעיף 23 לחוק ניירות ערך, מוטל על המנפיקים לפרסם הודעה בשני עתונים לפחות על הגשת התשקיף לרשם החברות ועל המקומות שבהם ניתן להשיג עותקים של התשקיף. הרשות דורשת מהמנפיקים התחייבות להפיץ את התשקיפים בדרכים נוספות שהוסכם עליהן, לעיונם של המשקיעים, אולם אין ברשות מעקב אחר מילוי התחייבות זו.

הדיווח השוטף של המנפיקים לרשות

על פי חוק ניירות ערך תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף או הם נסחרים בבורסה, חייב להגיש לרשות דו"חות שוטפים מסוימים כל עוד ניירות הערך שלו נמצאים בידי הציבור. הדו"חות אמורים להתייחס לכל עניין שהוא חשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קנייה או מכירה של נייר הערך של התאגיד. חובת התאגידים להגיש דו"חות אלה היא איפוא המשך ישום העקרון של גילוי נאות. על פי תקנות שהתקין שר האוצר על פי חוק ניירות ערך, הדו"חות הנדרשים הם דו"חות תקופתיים ודו"חות מידיים.

הדו"חות התקופתיים הם דו"חות שעל התאגידים להגיש אחת לשנה, והם כוללים דו"ח כספי מבוקר שהוכן במתכונת שנקבעה בתקנות נפרדות שהותקנו על ידי שר האוצר⁽⁶⁾. בדו"חות יש לכלול פרטים במספר נושאים ובין השאר: ההשקעות בחברות בת ושינויים בהן, רשימה של קבוצות ההלוואות שנתן התאגיד, אם היה זה אחד מעיסוקיו העיקריים, שינויים בהון, עסקאות עם בעלי ענין וטובות הנאה שהם קיבלו מהתאגיד, שמות המנהלים ורואה החשבון, וכל אירוע מיוחד שאירע בתקופת הדו"ח והשפיע, או עשוי היה להשפיע, באופן מהותי, לדעת מנהלי התאגיד, על רווחיות התאגיד, רכוש או התחייבויותיו. לאחרונה חויבו התאגידים להגיש גם דו"חות חצי שנתיים בלתי מבוקרים במתכונת מקוצרת.

לרשות מוגשים מדי שנה מספר ניכר של דו"חות תקופתיים. ואין היא מסוגלת לבדוק בדיקה של ממש את כולם. בשנת 1985/86 לדוגמה, הוגשו לה 426 דו"חות תקופתיים. לפיכך גובשה במשך השנים מתכונת של בדיקה בשתי רמות. לגבי כל התאגידים נערכת, על פי שאלון שהוכן מראש, סקירה ראשונית טכנית, שמטרתה לגלות אם הם הגישו את הדו"חות התקופתיים במועד הנדרש ובמתכונת שנקבעה. בדיקה מהותית של הדו"חות נערכת רק לגבי מידגם – בשנים האחרונות בערך 15% – והיא מבוצעת בחלקה גם באמצעות רואי חשבון חיצוניים. בשנת 1985/86 נמסרו לבדיקה כזאת 53 דו"חות תקופתיים. אין ברשות דיווח שיטתי המראה את תוצאות הבדיקה הראשונית של הדו"חות התקופתיים.

הדו"חות המידיים הם דו"חות שעל התאגידים להגיש כאשר מתרחשים אירועים מסוימים, אשר עשויה להיות להם השלכה על ערכם של ניירות הערך של התאגידים, ועל שיקולי המשקיעים לגבי קנייתם או מכירתם. בתקנות מפורטים האירועים, אשר לגביהם יש חובת דיווח: שינויים במבנה ההון, הענקת זכויות לרכישת מניות, שינויים בהחזקות של בעלי עניין וחילופי מנהלים או רואי חשבון. חובת הדיווח חלה גם כאשר מתרחש אירוע שלא בדרך העסקים הרגילה של התאגיד, והוא משפיע או עשוי להשפיע, באופן מהותי, על רווחיות התאגיד, רכוש או התחייבויותיו. התאגידים חייבים להגיש דו"חות אלה תוך שבוע מקרות האירוע, ובכל מקרה לפני שהמידע הכלול בהם, כולו או מקצתו, פורסם ברבים.

על פי התקנות הרשות יכולה לדרוש מתאגיד דו"ח מיוחד גם ביזמתה היא, אם הגיע אליה מידע על קרות אירוע מיוחד, אשר חשוב שהמשקיעים ידעו על אודותיו.

הרשות מטפלת מדי שנה באלפי דו"חות מידיים, רובם דו"חות על שינויים בהחזקת מניות או ניירות ערך המירים בידי בעלי עניין. בשנת 1985/86 טיפלה הרשות בכ-8600 דו"חות מידיים. טיפול מהיר מצד הרשות בדו"חות המידיים חיוני ביותר, משום שעיכובו עשוי לתת יתרון גדול לבעלי מידע פנים. אין ברשות מעקב אחרי דו"חות מידיים המשתלב במעקב אחרי אירועים חריגים בבורסה ואין בה נוהל כיצד לטפל במידע המגיע באמצעות דו"חות אלה לידיה.

כאשר תאגיד אינו מגיש דו"ח שוטף לרשות במועד שנקבע לכך, רשאי בית משפט, לבקשת הרשות לצוות עליו שיעשה כן תוך הזמן שיקבע בית המשפט. כאמור על פי סעיף 26 להצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך, תוסמך הרשות בתנאים מסוימים להורות לבורסה להפסיק את המסחר בניירות ערך של תאגיד אשר לא הגיש בזמן את הדו"חות השוטפים או שעשה זאת שלא כנדרש.

(6) תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

ועדת רבינוביץ המליצה כי הרשות תגביר את פעולתה בתחום אספקת המידע למשקיעים: בין במישרין – באמצעות פרסומים מיוחדים, הודעות לעתונות וידיעון חודשי מעודכן – ובין בעקיפין על ידי הטלת חובה על המנפיקים לפרסם בעתונות אירועים החייבים בדו"ח מיידי.

הבורסה והמסחר בה

"הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ" היא חברה ציבורית ללא מניות, שחברים בה הגופים העוסקים במסחר בניירות ערך – הבנקים המסחריים וסוכני ניירות ערך אחרים, ורק לחברי הבורסה מותר לסחור בה. על פי סעיף 45(א) לחוק ניירות ערך "לא יפתח אדם ולא ינהל בורסה לניירות ערך אלא ברשיון מאת שר האוצר, שניתן לאחר התייעצות עם הרשות". הבורסה לניירות ערך בתל אביב היא היחידה עד כה שקיבלה רשיון על פי סעיף זה בחוק. סעיף 45(ב) מתנה כמה תנאים לקבלת הרשיון ובין השאר ש"תזכיר ההתאגדות שלה מייחד מטרותיה לניהול בורסה לניירות ערך" ושהיא "התקינה תקנון כאמור בסעיף 46 והתקנון אושר על ידי שר האוצר אחרי התייעצות עם הרשות ועל ידי ועדת הכספים של הכנסת". הפיקוח הממשלתי על הבורסה מתייחס, פרט לרישוי כאמור, לתקנון שלה ולקשר שלה עם הרשות (ראה להלן).

הבורסה מסדירה ומנהלת את המסחר בניירות ערך ועורכת בדיקה של ניירות ערך לצורך הרישום למסחר. לעניינים אלה נספחות פעולות פיקוח ואכיפה המתייחסות לחברי הבורסה ולמנפיקים.

הדירקטוריון

את הבורסה מנהל דירקטוריון הפועל גם באמצעות ועדות. על פי תקנות ההתאגדות של הבורסה, כפי שהן תוקנו באוקטובר 1985, הדירקטוריון מורכב מתשעה עשר חברים כדלקמן: תשעה דירקטורים באים מקרב חברי הבורסה (ששה מייצגים את ששת הבנקים הפעילים ביותר בבורסה ושלושה הם נציגים משותפים של החברים שאינם בנקים); תשעה הם דירקטורים חיצוניים, שאחד מהם מתמנה על ידי שר האוצר ואחד על ידי נגיד בנק ישראל (שבעת הדירקטורים החיצוניים הנוותרים מתמנים לאחר שקיבלו את אישור הדירקטורים המייצגים את חברי הבורסה, על פי הצעת ועדה בת 4 חברים, אשר גם בה מכהנים שני דירקטורים מחברי הבורסה); הדירקטור ה-19 הוא מנכ"ל הבורסה, המכהן כדירקטור מכוח תפקידו. ליו"ר הרשות הזכות לדחות מועמדים למינוי דירקטורים חיצוניים. יו"ר הדירקטוריון של הבורסה נבחר על ידי הדירקטוריון מקרב הדירקטורים החיצוניים. מינוי דירקטורים על ידי שר האוצר ועל ידי נגיד בנק ישראל וזכותו של יו"ר הרשות לדחות מועמדים שהוצעו לתפקיד דירקטור חיצוני אינם מעוגנים בחוק, אלא כאמור בתקנות ההתאגדות של החברה, כפי שתוקנו ב-1985.

ועדת בייסקי התייחסה בדו"ח שלה לשינוי שהוכנס בתקנות ההתאגדות באוקטובר 1985, ואמרה כי היא רואה בחומרה רבה את העובדה שרק לכאורה נוצר בעקבות השינוי הזה איזון בין שתי הקבוצות, היינו נציגי הציבור ונציגי חברי הבורסה. הוועדה הוסיפה ואמרה שאין בכך משום שיפור משמעותי לעומת המצב הקודם שמנע מהבורסה לקבוע כללי מסחר תקינים והוגנים. מבדיקת תקנות ההתאגדות עולה, שלחברי הבורסה יש השפעה ניכרת על מינוי הדירקטורים החיצוניים, הן באמצעות ועדת ה-4 המציעה אותם, אשר שניים מחבריה הינם כאמור נציגי חברי הבורסה, והן בשל כך, שמינויים טעון אישור הדירקטורים, חברי הבורסה. עוד עולה מהן, שלדירקטורים המייצגים את חברי הבורסה, ולדירקטורים מטעם האוצר ובנק ישראל, נקבעים מראש ממלאי מקום, ואילו לשבעת הדירקטורים החיצוניים האחרים אין ממלאי מקום קבועים. לפיכך, כאשר דירקטורים חיצוניים אינם משתתפים בישיבה, מקומם נשאר פנוי.

לפי הצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך תנוהל הבורסה כך שיישמר איזון בין עניינם של חבריה לבין ענייני המנפיקים וציבור המשקיעים: שר האוצר יהיה רשאי לקבוע אמות מידה לגבי כשירות דירקטורים חיצוניים.

התקנון

סעיף 46 לחוק ניירות ערך מונה כמה נושאים, שהבורסה חייבת לטפל בהם בתקנון שלה, כמו לדוגמה שיפוט משמעותי של חברי הבורסה. על פי סעיף 48(א) רשאית הבורסה בהחלטה רגילה של האסיפה הכללית לשנות את תקנון הבורסה, אבל השינוי טעון אישור שר האוצר, אחרי התייעצות עם הרשות, ואישור ועדת הכספים של הכנסת. על פי סעיף 48(ב) יכול שר האוצר לבקש מהבורסה להכניס שינוי בתקנון ואם אין היא נענית לו, הוא יכול לבצע את השינוי באמצעות צו, לאחר התייעצות עם הרשות, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת.

שר האוצר לא השתמש מעולם בסמכותו לפי סעיף 48(ב) ואף מצד הרשות לא באה יזמה בעניין זה. הרשות סברה עוד בשנת 1977 כי על הבורסה להכניס לתקנון שלה הוראות אשר ימנעו את האפשרות של מניפולציה בניירות ערך, ואף הוקמה ועדה שטיפלה בנושא, אלא שבעניין זה לא חלה התקדמות נוספת מאוחר יותר. עוד לפני משבר מניות הבנקים, ציינה ועדת רבינוביץ, כי באין הגדרה בעלת תוקף חוקי של כל הגורמים והאירועים הקשורים לנושא מניפולציה במסחר בניירות ערך, קשה לקיים פיקוח בנושא.

ועדת בייסקי אמרה בדו"ח שלה "שניתן היה לצפות כי יהיו לבורסה כללים הנוגעים למסחר בניירות ערך, אשר יחולו על התערבות מסוג זה שבוצעה על ידי הבנקים (ולא רק על ידם) במחיר מניותיהם; זאת לבד מהוראות בחוק העשויות לחול על הנושא. אולם מסתבר כי כללים כאלה לא אומצו על ידי הבורסה ומבחינתה היה השטח פרוץ לחלוטין". דברי הוועדה על הרכב דירקטוריון הבורסה קשורים גם לנושא זה.

על פי סעיף 46 לחוק ניירות ערך יכולה הבורסה לכלול בתקנון שלה סעיפים הקובעים תנאים ונוהל לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. בהתאם לסעיף זה כלולים בתקנון הבורסה פרקים וסעיפים העוסקים בנושא זה (חלק ב' של התקנון), ואחד מהם (סעיף 71) מסמך את הדירקטוריון להתנות את הרישום בתנאים מסוימים שייקבעו על ידיו. הדירקטוריון אכן השתמש בסמכות זו והוציא הוראות המכונות "הנחיות", המתייחסות למבנה ההון ולניהול של התאגידים המבקשים להנפיק ניירות ערך לציבור. בהנחיות אלה נקבעים תנאים שהם בגדר התערבות שמטרתה לשפר את איכות ניירות הערך המונפקים, ובכך הן מחמירות יותר מההוראות בדבר הגילוי הנאות המיושמות על ידי הרשות. מאחר שמדובר בהנחיות ולא בשינוי תקנון, קביעתן לא הייתה טעונה אישור של שר האוצר ושל ועדת הכספים של הכנסת. אולם זמן מה לאחר שהוצאו ההנחיות הכינה הנהלת הבורסה הצעה לתיקון התקנון, החופפת במידה רבה את ההנחיות, וביקשה מהגורמים הנ"ל את האישור כחוק. ועדת פרוקציה מונתה על ידי היועץ המשפטי לממשלה כדי לבדוק את הצעת הבורסה, ובמסגרת זו היא חיוותה את דעתה על ההנחיות.

הוועדה מיינה את ההנחיות לשני סוגים:

(א) הנחיות שעניינן המסחר בניירות ערך, הבטחת תקינותו והגינותו.

(ב) הנחיות שעניינן התפקוד הנאות של החברה המנפיקה, גם כאשר אין קשר ישיר בין התפקוד לבין תקינותו והגינותו של המסחר בניירות ערך. ההנחיות מהסוג השני קשורות למנגנוני הניהול הפנימי של החברה, והן מתייחסות לנושאים כמו למשל הרכב הדירקטוריון, מבנה ההון שלה או זכויות ההצבעה הצמודות למניות.

הוועדה קבעה, כי להנחיות מהסוג השני אין בסיס בחוק ניירות ערך. החוק מטיל על הבורסה לקבוע בתקנונה הוראות להבטיח את הניהול התקין וההוגן שלה, אולם לשון החוק וההיסטוריה החקיקתית שלו (דו"ח ועדת ידון) מצביעות על תפיסה מגבילה ומצמצמת. על פי תפיסה זו אין מקום לכך, שהבורסה, באמצעות התקנון, תתערב בניהול הפנימי של חברות, כאשר אין לו קשר ישיר למסחר בניירות ערך.

עוד קבעה הוועדה כי ההנחיות מהסוג השני עוסקות באמות מידה מהותיות לתפקודן של חברות מסחריות, והן חורגות מהנדרש בדיני החברות הקיימים. הן נוגעות לשאלות יסוד בתחום דיני

החברות ושאלות אלה הן מענייניו של המחוקק הראשי במדינה – הכנסת. ועדת פרוקצ'יה לא קיבלה את דעת הבורסה, שהסדרת העניינים המכוסים על ידי ההנחיות מהסוג השני מוצדקת, משום שהיא ממלאת לקונות רבות הקיימות, לדעת הבורסה, בחוק החברות.

הוועדה ציינה גם כי בכל מקרה אין להניח שהמחוקק התכוון להסמיך את הדירקטוריון של הבורסה לקבוע בדרך של הנחיות, וללא אישור נוסף, נורמות בסיסיות לגבי רישום ניירות ערך. לדעת הוועדה הנורמות הבסיסיות הן מענייניו של התקנון ובדרך זו הן עוברות בדיקה ואישור גם על ידי שר האוצר, הרשות והכנסת. עם זאת המליצה הוועדה שבמקרים מסויימים, ועל אף האמור לעיל, יוסמך דירקטוריון הבורסה לקבוע למשך תקופת מעבר, ועל דעת הרשות, הנחיות בעלות אופי עקרוני. הטעם שניתן להריגה זו הוא שלעתים יש תחילה להעמיד הוראות במבחן הנסיון היומיומי, לפני שמגבשים אותן להסדר של קבע בתקנון. הצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך אכן מעניק לבורסה סמכויות זמניות מעין אלה, שיהיו טעונות אישור הרשות.

גם ועדת מינטקביץ והרשות הטילו ספק בסמכות הבורסה לקבוע תנאי רישום כפי שנקבעו בהנחיות הנ"ל. ועדת מינטקביץ קבעה, שקיים קושי משפטי כאשר הבורסה מטילה על חברות מגבלות מהותיות, החורגות ממה שנקבע בדיני החברות או במסמכי היסוד של החברה.

בדו"ח של הרשות לשנת 1985/86 נאמר, שההנחיות הנ"ל הן נסיון לבוא במקום המחוקק, בטענה שהמחוקק השאיר לקונות בחקיקה; לדעת הרשות יש בכך חריגה מסמכות על ידי הבורסה.

יחסי הרשות עם הבורסה

בפרק על הבורסה שבחוק ניירות ערך מוקנות לרשות סמכויות ישירות רק על פי סעיף 51. סעיף זה קובע כאמור שהבורסה חייבת לדווח לרשות, ולמסור לה ידיעות, כפי שהיא תידרש, וכן שנציג הרשות רשאי להיות נוכח באסיפות הכלליות וכישיבות של הנהלת הבורסה ושל ועדותיה. בסעיפים האחרים של הפרק נזכרת הרשות רק כגוף ששר האוצר חייב להתייעץ עמו לפני שהוא מחליט על הענקת רשיון לבורסה ולפני שהוא מחליט על אישור התקנון שלה או על הכנסת שינויים בו.

ועדת רבינוביץ מצאה שהרשות הוניה את הטיפול בשוק המשני מחמת מחסור במשאבים. ועדת בייסקי, כאשר היא כחנה את סמכויות הרשות, קבעה כי "אין ספק שעיקר תפקידה יועד לנושאי השוק הראשוני, קרי, התשקיף והגילוי הנאות בו". עוד אמרה הוועדה כי הרשות התרכזת בנושאים אלה וצמצמה את פעילותה בתחומים אחרים כתוצאה מלחץ על משאביה.

עצמאותה של הבורסה בישראל כלפי הרשות מושתתת על המושג של "גוף המסדיר את עצמו". מושג זה בהקשר הנוכחי שאול מבריטניה, ששם המצב המשפטי שונה. חוק החברות הבריטי עבר כבר כמה רפורמות מאז הרפורמה של 1929, שעליה מבוסס חוק החברות הישראלי עד היום.

ועדת בייסקי המליצה בדו"ח שלה באופן כללי, שהחוק יעניק לרשות סמכויות בתחום הפיקוח, הבקרה והחקירה; ובאופן ספציפי – שסמכויות שר האוצר בדבר אישור וייזום שינויים בתקנון הבורסה יועברו לרשות.

על פי סעיף 31 של הצעת תיקון 8 תפקח הרשות על ניהולה התקין וההוגן של הבורסה ועל קיום הוראות תקנונה. אם הרשות תהיה סבורה שהבורסה פועלת בניגוד להוראות תקנונה או בדרך שיש בה משום פגיעה בניהולה התקין וההוגן, היא תורה לה על דרך הפעולה הראויה, ואם זו לא תיענה, תוכל הרשות לבקש מבית המשפט לצוות עליה לקיים את הדרישה. סמכויות נוספות המוצעות על פי הצעת תיקון 8 מתייחסות להפסקת המסחר בנייר ערך מסויים ולכוח לדרוש המצאת ידיעות ומסמכים (בעניינים אלה ראה להלן).

אכיפת החוק

אכיפת חוק ניירות ערך, וחוקים אחרים שיש להם נגיעה לנושא זה, נחשבת לשדה פעולה קשה במיוחד, הואיל והעבירות על הוראות חוקים אלה הן מורכבות וקשות להוכחה, העבריינים

מתמצאים בדרך כלל היטב בתחום זה, ולהגנתם הם יכולים להיעזר בעורכי דין ורואי חשבון מומחים. מסיבה זו, וכן בגלל לקויות בתחיקה, ובגלל חולשת מנגנון האכיפה, הייתה האכיפה במשך שנים רבות רופפת ביותר. על מצב עניינים זה עמדו הוועדות השונות וכן מומחים ואנשי סגל הרשות.

חלק מסעיפי חוק ניירות ערך, הקשורים לתשקיפים, אינם מעוררים בעיות של אכיפה: אם המנפיקים אינם ממלאים אחר התנאים הנדרשים, האישור לתשקיף לא ניתן. קשיים בביצוע האכיפה מתעוררים בעיקר בנושאים הבאים:

(א) עברות שונות הקשורות לשימוש במידע פנים ולתרמית בקשר למסחר בניירות ערך;

(ב) מתן פרטים מטעים בתשקיפים, בחומר הנלווה אליהם ובד"וחות השוטפים;

(ג) אי מילוי הוראות החוק לגבי דיווח שוטף, תקופתי ומיידי.

סעיפים אחרים המחייבים אכיפה נוגעים לרשות, לבורסה, לעובדי שני הגופים ולעניינים כמו שמירת סודיות ועסקאות בניירות ערך.

לרשות יש מעמד מיוחד בתחום האכיפה מכוח סעיף 2 לחוק, המועיד לה את התפקיד של שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, ובתוקף היותה הגוף הרשמי היחיד שהתמחותו היא בתחום ניירות הערך והמסחר בהן. עם זאת מעמדה בתחום זה אינו מוגדר במפורש ושותפות לה רשויות החוק הכלליות: המשטרה ופרקליטות המדינה.

האכיפה כוללת כמה מרכיבים: איסוף וצבירת מידע, חקירות, הכנת תיקי תביעה. קיימת גם האפשרות של אכיפה באמצעות הודאות מינהליות (ראה להלן).

כפי שנאמר לעיל, אין ברשות מחלקה כלכלית ואין בה מאגר מידע שיטתי. יש רק התחלות של מחשוב נתונים ועדיין אין הצלבת מידע לצורך איתור פעילות חריגה. תנאי המגורים הנוכחיים של הרשות מהווים מכשול לפיתוח נוסף של מחשוב הנתונים.

עד 1984 הצטמצמה האכיפה הישירה על ידי הרשות בעיקר למקרים של אי מילוי הוראות הדיווח. רק במקרים מעטים היא טיפלה בעבירות של מסירת פרטים מטעים או בעבירות של תרמית במסחר בניירות ערך. האכיפה חוזקה במידת מה ב-1982, עת הוסמכו שניים מעובדי הרשות על ידי שר המשפטים כחוקרים על פי פקדת הפרוצדורה הפלילית (עדות). ב-1984 הוקמה ברשות מחלקת חקירות, שבעת סיום הביקורת מונה שבעה עובדים. המחלקה אוספת מידע הדרוש לאכיפת החוק, אך רק באישור היושב ראש היא פותחת בהליכי חקירה. הצורך בהקמת המחלקה התעורר, בדומה למצב באכיפת חוקי המס, משום שבנושא ניירות ערך נדרש מהחוקרים ידע ספציפי בענייני שוק ניירות ערך, וקשר מיידי ורצוף עם הגורמים הפעילים בו. ועדת רבינוביץ העירה שמשטרת ישראל אינה בנויה לספל בנושאי שוק ההון.

ועדת בייסקי המליצה, שהחוק יעניק לרשות סמכויות פיקוח, בקרה וחקירה. על פי סעיף 37 להצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך יוענקו לרשות, לצורך הבטחת ביצוע חוק ניירות ערך (וחוק השקעות משותפות בנאמנות), סמכויות נרחבות בתחום החקירות. על פי ההצעה תהיה לרשות סמכות לדרוש ידיעות ומסמכים ולחקור בני אדם וכן, על פי היתר מבית משפט, לערוך חיפושים. מוצע גם שלרשות תהיה סמכות לערוך ביקורת בתאגידים שחוק ניירות ערך חל עליהם, ובכלל זה ביקורת על ידי מי שאינו עובד הרשות. כמו כן מוצע שאם יהיה לרשות יסוד סביר להניח שעבירה מתבצעת או עומדת להתבצע, היא תוכל לפנות לבית המשפט ולבקש צו מניעה נגד המעשים העשויים להיות כרוכים בעבירה.

כמה מאנשי הרשות הוסמכו כבר בעבר על ידי היועץ המשפטי לממשלה, על פי חוק סדר הדין הפלילי (נוסח משולב), התשמ"ב-1982, להכין ולהגיש תביעות בעבירות על חוק ניירות ערך, שהעונש עליהן הוא קנס בלבד, ובעיקר עבירות של אי הגשת דו"חות. בשנים 1986 ו-1987 גייסה הרשות לשורותיה שני פרקליטים שסופחו לפרקליטות מחוז תל אביב, והם מועסקים באופן בלעדי בהכנה ובהגשה של תיקי תביעה הקשורים לביצוע חוק ניירות ערך. הרקע לפעולה זו היה מחסור

בכוח אדם כפרקליטות המדינה והכרה בכך שבתביעות בענייני ניירות ערך יש צורך בהתמחות מיוחדת. בעבר היו על רקע זה חיכוכים רבים: הרשות טענה שהיא מכינה תיקי חקירה והם מתעכבים בפרקליטות המדינה; עצם האיחור בהגשת התביעה מצמצם מאוד את גורם ההרתעה. פרטים על עיכובים בהגשת תביעות הובאו בדו"חות השנתיים של הרשות וכן בדיוני הוועדה לענייני ביקורת המדינה.

פרט להגשת תביעות משפטיות בדרך הנ"ל תתכן גם אכיפה מינהלית ישירה על ידי הרשות. סעיף 26 להצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך מסמך את הרשות להורות לבורסה להפסיק את המסחר בניירות ערך של תאגיד, אשר לא הגיש בזמן דו"חות שוטפים או שעשה זאת שלא כנדרש. על הרשות להתייעץ עם יו"ר הדירקטוריון של הבורסה ולתת לתאגיד הזדמנות מתאימה להשמיע את טענותיו, לפני שהיא תוציא הוראה כאמור.

הצעת תיקון 8 לחוק ניירות ערך גם פותחת דרך להגשת "תביעה ייצוגית" על ידי משקיע בנייר ערך, התובע סעד כספי או אחר בשם קבוצת המחזיקים בנייר ערך, גם כאשר הנזק שנגרם לו אישית הוא יחסית קטן, אך סך כל הנזק שנגרם לכלל המשקיעים באותו נייר ערך יכול להיות גדול. הגשת תביעה כזאת תהיה טעונה אישור בית המשפט, שיינתן רק בהתקיים תנאים מסוימים: פסק הדין בה יהא מעשה בית דין לגבי כל המחזיקים בקבוצה. במקרה של תביעה ייצוגית תהיה הרשות רשאית לממן את התביעה אם היא סבורה שיש בה ממש, יש בה עניין לציבור, ויש סיכוי סביר שבית המשפט יאשר הגשתה. תביעה ייצוגית שמומנה על ידי הרשות, קרובה במהותה לתביעה ישירה מצידה.

פעולות בתחום החקיקה

באשר ליזמת החקיקה פועלת הרשות באמצעות שר האוצר. בדו"ח שלה לשנת 1985/86 מציעה הרשות כי תוקנה לה הסמכות להגיש ביוזמתה במישרין לממשלה ולכנסת הצעות חוק בתחומי פעולתה, בדומה לסמכות שיש לוועדה הפדראלית לניירות ערך ולבורסה בארה"ב. הרקע לבקשה זו היא ההרגשה הקיימת ברשות וגם מחוצה לה, שיש סחבת בחקיקה הנוגעת לניירות ערך. פרטים על כך נמסרו בדיוני הוועדה לענייני ביקורת המדינה. הכוונה היא להוראות חוק ספציפיות המסדירות את המסחר והמגדירות עבירות. אכיפה יעילה של חוק ניירות ערך תלויה בין היתר בכך שמעשים, שהם בעליל בלתי הוגנים ופוגעים במסחר, יוגדרו באופן ספציפי כעברות פליליות ויאסרו, ובכך שהחקיקה לא תפגר אחרי ההתפתחויות בשוק ההון שהן לעתים מהירות ופתאומיות.

דוגמה חשובה היא המעשים המכונים בשם "מניפולציה", שלגביהם לא קיימת הגדרה חוקית ספציפית. ועדת רבינוביץ אמרה, עוד לפני משבר מניות הבנקים, כי באין הגדרה בעלת תקפות חוקית לגבי נושא המניפולציה, קשה לקיים פיקוח בנושא. ועדת בייסקי ציינה כאמור לעיל, שניתן היה לצפות שלבורסה יהיו כללים הנוגעים למניפולציה, וזאת לבד מהוראות החוק העשויות לחול על הנושא. ועדה שמינה שר המשפטים על דעת שר האוצר באוקטובר 1983, כדי לבחון את ההסדרים התחקיקתיים הרצויים בשוק ההון ("ועדת גבאי"), בחנה גם היא נושא זה והמליצה על תיקונים מתאימים בחוק ניירות ערך. הוועדה סיימה עבודתה והגישה דו"ח באוגוסט 1985, אולם טרם נעשה דבר בנדון.

ועדת מינטקביץ קבעה בדו"ח שלה כי ההגנות הניתנות בחוק ניירות ערך בעניין עשיית שימוש במידע פנים הינן רחבות מדי, והמליצה להחמיר בעניין זה. ההמלצה טרם הביאה ליזמת חקיקה. גם הפעולה המכונה "הצעת רכש", שחשיבותה גדלה בשנים האחרונות, טרם הוסדרה באמצעות חוק, ואף הוראות שנקבעו על ידי הבורסה לגביה, טרם גובשו סופית כחלק מהתקנון שלה.



משבר המניות החופשיות בתחילת 1983, ובמיוחד משבר המניות הבנקאיות קרוב לסופה של אותה שנה, הפנו את תשומת הלב לחולשות בפיקוח על שוק ההון. לכן שהנוף המופקר על הנושא – רשות ניירות ערך – אינה מצוידת בסמכויות ובמשאבים מתאימים.

מתוך שפע החומר בנושאי שוק ההון ורשות ניירות ערך, שהצטבר בדו"חות של הוועדות שקמו בשנים האחרונות כדי לספל בנושאים אלה, הגיעו רק המלצות אחרות לידי ניכוש בהצעת תיקון לחוק ניירות ערך. כפי שעולה מהנאמר בפרק זה, עדיין נשארו נושאים רבים הטעונים שיפור – ביניהם השלמה של דיני החברות והרינים הנוגעים למסחר בניירות ערך, הרחבת סמכויות האכיפה של הרשות בנושאים שהיא מופקדת עליהם והגברת הפיקוח על הכורסה.

תהליך השיפור מחייב בראש וראשונה אימוץ תפישה כוללת וברורה בדבר תפקידן של הרשויות הממלטיות המופקדות על תחום, שחופש הפעולה של כוחות השוק הנו מסימני ההיכר המובהקים שלו. לאחר מכן יהיה צורך לתת ביטוי הולם לתפישה זו בהוראות חוק ולצייד את הרשויות האמורות באמצעים וכוח האדם הדרושים כדי להבטיח את כיבוד הוראות החוק.