

פרק ה'

הרשות לניירות ערך – תפקידים וסמכויות

תוכן עניינים

151	1. כללי
151	1.1 רקע היסטורי – הקמת הרשות לניירות ערך
152	1.2 הרשות לניירות ערך – תאגיד סטטוטורי
152	2. מבנה הרשות לניירות ערך
152	2.1 חברי הרשות לניירות ערך ותקופת כהונתם
153	2.2 תנאי כשירות להתמנות לחבר הרשות לניירות ערך
153	2.3 ביטול חברותו של חבר ברשות לניירות ערך
155	2.4 מחלקות הרשות לניירות ערך ויחידותיה
155	2.4.1 כללי
155	2.4.2 מרכז הדיווחים
155	2.4.3 מחלקת חשבונאות ודיווח
156	2.4.4 המחלקה הכלכלית
156	2.4.5 המחלקה המשפטית
156	2.4.6 מחלקת הפיקוח על השוק המשני
157	2.4.7 מחלקת רישוי ופיקוח על יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות
158	2.4.8 מחלקת הפיקוח על קרנות הנאמנות
158	2.4.9 מחלקת החקירות
158	2.4.10 הממונה על האכיפה
159	2.4.11 מחלקת איסוף ומחקר
159	2.4.12 מחלקת מערכות מידע
159	2.4.13 היחידה להסדרת פעילות המתווכים בשוק ההון
160	2.4.14 הממונה על תובענות ייצוגיות ופניות הציבור
160	2.4.15 המוסד לתקינה חשבונאית

דיני ניירות ערך

162	תפקידי הרשות לניירות ערך	3.
162	סקירה כללית	3.1
162	סמכויות לעניין הצעה לציבור של ניירות ערך	3.2
162	סמכות לאישור הצעה לציבור – כללי	3.2.1
163	סמכות לדרוש פרסום תשקיף	3.2.2
165	פיקוח על תוכן התשקיף	3.2.3
166	סמכות בדבר דרישת פרטים נוספים בתשקיף	3.2.4
168	סמכות בדבר פרטים נוספים בדיווח מידי	3.2.5
171	מתן פטור על פרסום פרטים מסוימים בתשקיף או בדיווח	3.2.6
174	מתן פטור מפרסום תשקיף	3.2.7
174	סמכויות לעניין חקירות ואכיפה	3.3
174	חקירות	3.3.1
175	הסמכות להטלת קנסות	3.3.2
177	הסמכות בעניין איסור הלבנת הון	3.3.3
177	יוזמת הרשות לניירות ערך בעניין "אכיפה אזרחית"	3.3.4
179	סמכויות לעניין פטור מצירוף דו"חות כספיים	3.4
180	סמכות פיקוח על הבורסה	3.5
182	סמכויות לעניין אכיפת הוראות חוק החברות	3.6
183	סמכויות מכח חוק הסדרת העיסוק בייעוץ	3.7
183	נטילת חלק בהליכים משפטיים בעלי חשיבות ציבורית – תובענות ייצוגיות	3.8
184	שמירת סודיות בפעולות הרשות לניירות ערך	4.
184	פרסום החלטות הרשות לניירות ערך	5.
185	ערעור על החלטת הרשות לניירות ערך	6.
185	כללי	6.1
	נושאים בהם התערב בית המשפט בהחלטות הרשות לניירות ערך	6.2
186	דרישת הרשות לפרסם תשקיף בגין שינוי תנאי איגרות חוב	6.2.1
188	דרישת הרשות לפרסם תיקון לתשקיף	6.2.2
	החלטת הרשות לקנוס קרן נאמנות בקנס המקסימלי הקבוע בחוק	6.2.3
189	החלטת הרשות לניירות ערך לדרוש הסרת חיסיון	6.2.4
191	עורך דין-לקוח בקשר לתשקיף	
191	סירוב הרשות לדחות את המועד לביצוע מכרז הנפקה	6.2.5
	נושאים בהם נמנע בית המשפט מלהתערב בהחלטות הרשות לניירות ערך	6.3
192		
196	מעמד עובדי הרשות לניירות ערך	7.

1. כללי

1.1 רקע היסטורי – הקמת הרשות לניירות ערך

הגיאות שפקדה את הבורסה לניירות ערך בתל אביב בראשית שנות ה-60, בד בבד עם התרחבות שוק ההנפקות לציבור, הביאה להקמת ועדת ידן, בראשותו של ד"ר אורי ידן. הוועדה, שנקראה "הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם", הוסמכה בכתב המינוי שלה – "לייעץ ולהציע הצעות בנוגע להסדר תחיקתי ומנהלי של הנפקת מניות וניירות ערך אחרים, דרכי הפצתם והמסחר בהם בבורסה ומחוצה לה". עוד נתבקשה הוועדה "לבחון הצעות בדבר הפיקוח על הפעולות הנ"ל, במטרה להבטיח בצורה יעילה את האינטרסים של משקיעים במניות וניירות ערך אחרים, ופיתוחו של שוק ניירות הערך כגורם להשקעות בארץ, בין על ידי משקיעים מקומיים ובין על ידי משקיעי חוץ".

המלצות הוועדה גובשו בדו"ח, אשר פורסם בשנת 1963, ובו המליצה הוועדה על הקמת רשות ממשלתית בשם "רשות ניירות הערך", תוך דיון נרחב במבנה הרשות, בארגונה, בתפקידיה, בסמכויותיה, במעמדה ובדרך עבודתה הרצויה.¹ ועדת ידן המליצה שהרשות תורכב משבעה חברים, מהם אחד שישמש כיושב ראש, וכי הרשות תהיה מנגנון של מומחים, אשר יכלול כלכלנים, רואי חשבון, עורכי דין, ועוד. היא תוכל להסתייע, במידת הצורך, גם בשירותיהם של מומחים מחוץ לשורותיה. מנדט פעולתה של הרשות היה לשמור על האינטרסים ("ענייניו", בלשון הוועדה) של ציבור המשקיעים.² הוועדה ראתה לנגד עיניה רשות עצמאית ובלתי תלויה בממשלה.³

דו"ח ועדת ידן, בניגוד לדו"חותיהן של ועדות אחרות בישראל, יושם באורח מקיף ודווקני, ובעקבותיו נחקק בשנת 1968 חוק ניירות ערך. במסגרתו של חוק זה אכן הוקמה הרשות לניירות ערך, כרשות ציבורית, עצמאית, בלתי תלויה, שתפקידה להגן על ציבור המשקיעים ולשמר שופר לאינטרס הציבורי בתחום ניירות הערך. הוקנו לרשות זו סמכויות פיקוח נרחבות ביותר, סמכויות חקירה וסמכויות אכיפה מקיפות, הן בתחום ההצעה לציבור של ניירות ערך; הן בתחום הדיווחים השוטפים; הן בתחום המסחר בניירות ערך, ובשנים מאוחרות יותר – גם בתחום הייעוץ להשקעות בניירות ערך.

הרשות הוסמכה לפקח על הפעילות בשוק ההון הישראלי הן בכל מישורי פעילות "השוק הראשוני", הוא שוק ההנפקות, והן בתחום "השוק המשני", הוא שוק המסחר בניירות ערך. כך הפכה הרשות מיום הקמתה ומעצם יצירתה, ל"שוטר" הבלתי

1 ראו דו"ח הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (תמוז תשכ"ג-יוני, 1963) (להלן: "דו"ח ועדת ידן").

2 ראו דו"ח ועדת ידן, שם, בעמ' 7-9.

3 שם, שם.

דיני ניירות ערך

מעורער בתחום ניירות הערך בישראל, כאשר בכירותה ברורה גם ביחס לגורם הנוסף הפועל לצידה – הבורסה לניירות ערך.

עדות למעמדה המיוחד של הרשות לניירות ערך מצויה בסעיף הפותח של חוק ניירות ערך, בו נקבע, ראשית – הקמת הרשות לניירות ערך מכח החוק, ושנית – צוין במפורש כי תפקיד הרשות יהא – "שמירת עניניו של ציבור המשקיעים בניירות-ערך".⁴

הקושי בפעילותה של הרשות לניירות ערך נעוץ בכך שהמושג "ציבור המשקיעים" אינו מושג בעל פנים מוגדרות ואחידות. גם דמותו של ה"משקיע הסביר" אינה חד-מימדית: ציבור המשקיעים כולל גם את המשקיעים המוסדיים, כגון – בנקים, קרנות נאמנות, קרנות פנסיה, חברות ביטוח, חברות השקעה, חברות ברוקרים וניהול תיקי ניירות ערך, ובה בעת הוא כולל גם משקיעים פרטיים רבים ומגוונים, השונים זה מזה: ביניהם ניתן למצוא אנשי עסקים עתירי הון ועתירי קשרים, משקיעים פרטיים, מנהלי תיקים "פרטיים", המנהלים תיקי ניירות ערך לעצמם או למקורביהם, ללא רישיון, וכמובן – ניתן למצוא גם את ה"משקיע הקטן", הרוכש ניירות ערך בסכומי כסף קטנים יחסית, ובאופן לא מקצועי.

על כל אלה אמורה להגן הרשות לניירות הערך בפעולותיה, וברור, כי השונות הרבה במאפייני "ציבור המשקיעים", כאמור, והצורך להגן בו-זמנית על מגוון כה רחב של אינטרסים מתנגשים, הופכים את מלאכתה למורכבת ביותר.

1.2 הרשות לניירות ערך – תאגיד סטטוטורי

הרשות לניירות ערך היא תאגיד סטטוטורי, שהוקם בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.⁵ מאחר שתקציבה של הרשות כפוף לאישור שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת,⁶ הרשות הינה גוף המבוקר על ידי מבקר המדינה, ועובדיה נחשבים עובדי המדינה.⁷

2. מבנה הרשות לניירות ערך

2.1 חברי הרשות לניירות ערך ותקופת כהונתם

תשעת חברי הרשות, כמו-גם יושב הראש שלה, מתמנים על ידי שר האוצר, כאשר חלק מחברי הרשות ממונים מקרב הציבור וחלקם מקרב עובדי המדינה, ואחד מהם יהיה מעובדי בנק ישראל. בהתאם להוראות החוק, לא יעלה מספר חברי הרשות על ⁸.13

4 ראו סעיף 2 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק").

5 ראו סעיף 8 לחוק.

6 ראו סעיף 11 לחוק.

7 ראו סעיפים 9 ו-10 לחוק. למעמד עובדי הרשות ראו גם בסעיף 7 לפרק זה להלן.

8 ראו סעיף 3(א) לחוק.

תקופת כהונת חבר ברשות לניירות ערך היא שלוש שנים, אלא שלגבי אלו המתמנים לראשונה כחברי הרשות, שניים מביניהם ימונו לשנתיים, ושניים לשנה.⁹ אין מניעה לחדש את תקופת חברותו של חבר, עם תום כהונתו.¹⁰ כאשר ליושב ראש הרשות, תקופת כהונתו – חמש שנים, עם אפשרות להארכת כהונתו לתקופות נוספות, כל אחת מהן בת שלוש שנים. שר האוצר ימנה חבר חדש לרשות, אם התפטר חבר הרשות, או הוברר כי נבצר ממנו, בדרך של קבע, למלא תפקידו. לחלופין – אם נפטר או הועבר מכהונתו או פקעה כהונתו, מסיבה אחרת הקבועה בחוק.¹¹

2.2 תנאי כשירות להתמנות לחבר הרשות לניירות ערך חבר הרשות לניירות ערך לא יהיה אחד מאלה –¹²

1. חבר הבורסה לניירות ערך.
2. מועסק על ידי חבר בורסה.
3. עוסק בניירות ערך, בין לעצמו ובין בעבור אחרים, למעט אם מועסק על ידי בנק ישראל.
4. אדם שלגביו קיים, לדעת שר האוצר, סיכון של ניגוד עניינים בין עיסוקיו האחרים לבין חברותו ברשות.

2.3 ביטול חברותו של חבר ברשות לניירות ערך קיימות דרכים רבות לסיום, לביטול או לפקיעת חברותו של חבר ברשות לניירות ערך:

1. שר האוצר הוא אשר רשאי לבטל את מינויו של חבר ברשות לניירות ערך, במהלך תקופת כהונתו, וזאת, אם לדעת השר נעדר אותו חבר מארבע ישיבות רצופות, או משש ישיבות במהלך שנת כספים אחת, של הרשות, ללא סיבה מוצדקת, לדעת השר.¹³
2. חבר הרשות שהפך במקביל לחבר הבורסה לניירות ערך – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
3. חבר הרשות שהחל לעסוק בניירות ערך – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.

- 9 ראו סעיף 4(א) לחוק. תכלית הוראה זו למנוע תחלופה בוזמנית של מספר גדול מדי של חברי הרשות, וליצור רציפות בחברות.
- 10 ראו סעיף 4(ג) לחוק. ואולם, לא יחודש המינוי של חבר הרשות, שמינויו בוטל על ידי שר האוצר מכח סמכותו לפי סעיף 4(ד) לחוק, קרי – בגין היעדרות מעל המותר ללא הצדקה סבירה.
- 11 ראו סעיף 6(ג) לחוק.
- 12 ראו סעיף 3(ג) לחוק.
- 13 ראו סעיף 4(ד) לחוק. יצוין, כי קודם לשימוש בסמכות זו חייב השר לאפשר לחבר להשמיע טענותיו לעניין זה.

דיני ניירות ערך

4. חבר הרשות שהחל להיות מועסק אצל חבר הבורסה לניירות ערך – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
 5. חבר הרשות, העלול להימצא בניגוד עניינים בין חברותו ברשות לבין יתר עיסוקיו – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
 6. חבר הרשות שהפר הוראת סעיף 5 לחוק, קרי – רכש ניירות ערך או לא דיווח על רכישת ניירות ערך שלו או של בן זוגו – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
 7. חבר הרשות שהורשע בעבירה שיש עימה קלון – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
 8. חבר הרשות שפשט רגל – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.
 9. חבר הרשות שמונה לו כונס נכסים – על שר האוצר להעבירו מכהונתו.¹⁴
 10. באשר לחבר הרשות, מבין עובדי המדינה או עובדי בנק ישראל, הרי שחברותו תפקע אוטומטית, אם יחדל להיות עובד מדינה או עובד של משרד האוצר.¹⁵
- ראוי לציין את ההבדל הקיים לעניין סיום, ביטול או פקיעה של כהונת חבר ברשות, בכל הנוגע לסמכות שר האוצר ולשיקול דעתו, לסיים או לבטל חברותו של חבר ברשות לניירות ערך:
- א. במקרים מסוימים כלל אין שיקול דעת לשר, ואין צורך בהפעלה אקטיבית של סמכותו, שכן, חברותו של חבר הרשות לניירות ערך תפקע מאליה. זהו המצב כאשר מדובר בחבר הרשות, מבין עובדי המדינה או עובדי בנק ישראל, אשר חברותו תפקע אוטומטית, אם יחדל להיות עובד מדינה או עובד משרד האוצר, כאמור בסעיף 6(ב) לחוק.
 - ב. קטיגוריה שונה של מקרים, שבהם נדרש שר האוצר להפעיל סמכותו לשם הפסקה או ביטול חברותו של אדם ברשות לניירות ערך, כוללת את המקרים המפורטים בסעיפים 2–9 לעיל, כאמור בסעיף 6(א) לחוק. יודגש, כי סעיף 6(א) לחוק לא הקנה לשר האוצר שיקול דעת שלא לבטל את החברות, אלא נדרש שר האוצר להפעיל סמכותו. עם זאת, ולהבדיל מהמקרים הנזכרים בסעיף 6(ב) לחוק, באשר לעובדי מדינה או לעובדי בנק ישראל, אין מדובר על הפקעת הכהונה באופן אוטומטי, ואכן נדרש מעשה אקטיבי מצידו של השר.
 - ג. קטיגוריה שלישית של מקרים, היא זו שבהם הוענק לשר האוצר שיקול דעת, אם לבטל את חברותו של חבר ברשות לניירות ערך, וזאת כאשר חבר נעדר משיבות הרשות, כאמור בסעיף 4(ד) לחוק.

14 ראו סעיף 6(א) לחוק.

15 ראו סעיף 6(ב) לחוק. סעיף זה עוסק באותם חברי רשות שהם נציגי בנק ישראל או עובדי המדינה, אשר חברותם פוקעת אוטומטית, ללא מתן כל שיקול דעת לשר האוצר.

2.4 מחלקות הרשות לניירות ערך ויחידותיה

2.4.1 כללי

לרשות לניירות ערך מספר רב של מחלקות ויחידות, ואלו הן:

1. מרכז דיווחים;
2. מחלקת חשבונאות ודיווח;
3. מחלקה כלכלית;
4. מחלקה משפטית;
5. מחלקת הפיקוח על השוק המשני (בורסה);
6. מחלקת רישוי ופיקוח על יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות;
7. מחלקת הפיקוח על קרנות הנאמנות;
8. מחלקת חקירות;
9. מחלקת אכיפה;
10. מחלקת איסוף ומחקר;
11. מחלקת מערכות מידע;
12. יחידה להסדרת פעילות המתווכים בשוק ההון;
13. הממונה על תובענות ייצוגיות ועל פניות הציבור.

להלן מספר הערות לגבי פעילות המחלקות השונות של הרשות לניירות ערך:

2.4.2 מרכז הדיווחים

מרכז הדיווחים אחראי על שני תחומים עיקריים:

ראשית, טיפול בדו"חות המיידיים המוגשים לרשות (ובמקביל – לבורסה לניירות ערך ולרשם החברות). טיפול זה כולל מעקב אחר הדיווחים המיידיים, בדיקת ליקויים המתגלים בהם, ובמידת הצורך – דרישת הבהרות, פרטים נוספים ודרישה להגשת דיווחים מתקנים או משלימים על ידי התאגיד המדווח;

שנית, טיפול בדו"ח התקופתי, בחלק הלא-כספי (בחלק הכספי מטפלת מחלקת חשבונאות ודיווח).¹⁶

2.4.3 מחלקת חשבונאות ודיווח

מחלקה זו, הכוללת רואי חשבון וכלכלנים, בודקת את הדיווחים השוטפים של התאגידים המדווחים, לרבות – דיווחים מיידיים, ואת הדו"חות הכספיים של התאגידים. כמו כן, מעורבת מחלקה זו בבדיקת דו"חות של תאגידים בנוגע לעסקאות בעלי עניין או בעלי שליטה, הצעות רכש, הקצאות פרטיות ודיווחים אחרים ביחס

¹⁶ יצוין, כי הדו"ח התקופתי מכיל שלושה חלקים – החלק הכספי (דו"חות כספיים שנתיים מבוקרים), דו"ח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד וכן מה שקרוי – החלק הלא כספי, קרי, תיאור מילולי של עניינים שונים הנוגעים לעסקי התאגיד. להרחבה בנושא חובות הדיווח של התאגידים הבורסאיים, ראו פרק ו' לספר זה.

להערכות-שווי של נכסים וחברות. תפקיד מרכזי נוסף של מחלקה זו הוא ליווי הליך ההנפקה, בדיקת טיטות התשקיף מן ההיבט החשבונאי, ופיקוח על כך שהדיווח החשבונאי של התאגיד-המנפיק יהא מדויק ונכון. כל צוות של הרשות, אשר מלווה הנפקה לציבור, כולל גם עורך דין מהמחלקה המשפטית וגם רואה חשבון ממחלקת חשבונאות ודיווח. מחלקה זו גם מעורבת מטעם הרשות, לצד לשכת רואי החשבון, במוסד לתקינה חשבונאית.

2.4.4 המחלקה הכלכלית

המחלקה הכלכלית עוסקת בייעוץ כלכלי למחלקות השונות ברשות, בפיתוח מאגרי נתונים ומדדים ממוחשבים לשימוש הרשות. כמו כן היא עוסקת בפיתוח וביישום של מערכות ממוחשבות לבדיקת פעילות בניירות ערך, שהינם כלים המאפשרים התחקות אחר "פעילות חריגה" בניירות ערך שונים, במהלך המסחר בבורסה, הרלוונטיים עבור פעילות החקירות של רשות ניירות ערך.

הייעוץ הכלכלי שמעניקה המחלקה למחלקות השונות של הרשות, מסייע להן בתחום החקירות, בעבודה מול הבורסה וכן בתחום הייעוץ החקיקתי. כן אחראית המחלקה לקשר השוטף של הרשות לניירות ערך עם רשויות מקבילות במדינות אחרות, במסגרת הארגון הבינלאומי של רשויות ניירות ערך – IOSCO.

2.4.5 המחלקה המשפטית

זוהי, ללא ספק, אחת המחלקות המרכזיות של הרשות לניירות ערך והיא מטפלת במגוון נושאים: פרקליטי המחלקה מלווים את הליך ההנפקה ובודקים את טיטות התשקיף המוגשות לאישור הרשות; כן הם נוטלים חלק בבדיקות (הנעשות באורח אקראי) של דו"חות של עסקאות עם בעלי עניין או בעלי שליטה, מיפרטי הצעות רכש, מיפרטי הצעות פרטיות של ניירות ערך ודיווחים בעניין ניגודי עניינים בין בעלי שליטה לחברה רשומה. נוסף לכך, מטפלת ומלווה המחלקה המשפטית את ההליכים המשפטיים בהם מעורבת הרשות לניירות ערך, לרבות הליכי תובענות ייצוגיות בהן הרשות מעורבת או מסייעת במימון.¹⁷

2.4.6 מחלקת הפיקוח על השוק המשני

מחלקה זו מפקחת מטעם הרשות לניירות ערך על הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, על פעילותה התקינה, על שמירת המסחר "התקין וההוגן", כלשון החוק, בניירות ערך בבורסה, וכן מעורבת מטעם הרשות בפיקוח ובבקרה על קיום תנאי מסחר הוגנים ותקינים בבורסה. המחלקה נוטלת חלק מטעם הרשות בעיצוב (ביחד

¹⁷ יצוין, עם זאת, כי ניהול הליכים פליליים בנושאי ניירות ערך אינו נעשה על ידי משפטי הרשות, אלא על ידי פרקליטות מחוז תל אביב (מחלקת מיסוי וכלכלה), שפרקליטיה, אגב, נחשבים עובדי הרשות לניירות ערך עצמה, ולא עובדי הפרקליטות.

עם הבורסה) ובקביעת כללים חדשים ומשתנים של המסחר בבורסה, הן בניירות ערך והן בנגזרים (אופציות מסוגים שונים).

מתוקף תפקידם נוטלים נציגי המחלקה חלק בדיוניו של דירקטוריון הבורסה ובדיוני ועדותיה ומעורבים בקבלת ההחלטות בגופים אלו, אף שהם נעדרי זכות הצבעה בהם והם משמשים כמשקיפים באותם דיונים.¹⁸

מחלקת הפיקוח על השוק המשני עוסקת, נוסף לכך, גם במלאכת הפיקוח על מהלך המסחר בבורסה, באמצעות מערכות ממחושבות של הרשות, לגילוי "פעילות חריגה" בניירות ערך שונים. עבודת פיקוח ובקרה זו מסתיימת לעתים בפנייה לתאגיד המדווח (באמצעות מרכז הדיווחים של הרשות), אך לעתים מועבר הנושא לטיפול של מחלקת החקירות של הרשות, כאשר יש חשד לביצוע עבירות פליליות בניירות ערך.

2.4.7 מחלקת רישוי ופיקוח על יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות מחלקה זו הוקמה בעקבות חקיקת חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה–1995 (להלן: "חוק הסדרת הייעוץ"), והיא עוסקת ברישוי יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות, וכן בפיקוח על פעילותם, בהתאם להוראות החוק האמור.¹⁹ המחלקה מנהלת את הליך הרישוי, לרבות עריכת בחינות רישוי ובחינות מקצועיות, רישום מתמחים, פטור מבחינות ופיקוח על פעילותם של בעלי רישיון. יצוין, כי בהתאם להוראות חוק הסדרת הייעוץ, מחויבים בעלי רישיון בחובות דיווח שונות, לרבות דיווח בעניין ההון העצמי, פרטים לגבי הכיסוי הביטוחי של פעילות בעל הרישיון, ועוד.

מחלקה זו עוקבת אחר הדיווחים ובמידת הצורך ננקטים הליכים כנגד מנהלי תיקים שלא מילאו אחר חובות הדיווח. כן אמורה מחלקה זו לפקח על פעילותם של מנהלי תיקים ויועצי השקעות, ובמסגרת זו עורכת ביקורות אצל מנהלי התיקים ובוחנת עד כמה עומדת פעילותם בדרישות החוק.

תחום ניהול התיקים בישראל, כמו גם תחום הייעוץ להשקעות, הם תחומים פרוצים למדי, בהם פעלו בעבר שרלטנים רבים ומגוונים. אין ספק, כי חל שיפור ניכר בשנים האחרונות בהשוואה לעבר, כפועל נגזר מחוק הסדרת הייעוץ ומפעילות הרשות לניירות ערך מכוחו של חוק זה. עם זאת, מלאכה רבה עוד נותרה בטרם ניתן יהיה להגדיר את תחום הייעוץ להשקעות בישראל כתחום מסודר.

18 בעניין זה ראו סעיף 51 לחוק הקובע, כי לרשות לניירות ערך סמכות פיקוח על הבורסה, ובמיוחד ראו סעיף 51(ד) לחוק המקנה לרשות לניירות ערך זכות למינוי משקיף לשיבות דירקטוריון הבורסה. כן ראו בנושא זה – סעיף 45א לחוק הקובע, כי יו"ר הרשות יעמוד בראש ועדת המינויים של חברי דירקטוריון הבורסה; סעיף 46 לחוק הקובע, כי קביעת הנחיות על פי תקנון הבורסה מתנה באישור הרשות; וכן – סעיף 46 לחוק הקובע, כי גם קביעת הנחיות זמניות על ידי הבורסה טעונה אישור הרשות.

19 להרחבה בנושא חוק הסדרת הייעוץ, בנושא פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות, וכן בנושא סמכות הפיקוח של הרשות לניירות ערך ביחס אליהם, ראו פרק י"ג לספר זה.

2.4.8 מחלקת הפיקוח על קרנות הנאמנות

מחלקה זו עוסקת בבדיקת תשקיפים של קרנות נאמנות, המציעות את יחידותיהן לציבור, עוקבת אחר הדיווחים השוטפים של קרנות הנאמנות ומפקחת על פעילותן.²⁰

2.4.9 מחלקת החקירות

מחלקת החקירות היא, בוודאי, אחת המחלקות המרכזיות בפעילות הרשות לניירות ערך, שכן פירות פעילותה משליכים במישרין על מידת האכיפה של חוקי ניירות ערך בישראל ומשפיעים במידה רבה גם על הדימוי המרתיע, אם לאו, שיש לרשות בקרב הציבור הרחב בכלל, וציבור המשקיעים בפרט.

מחלקה זו עורכת חקירות סמויות, יותר או פחות, בחשד לעבירות על חוקי ניירות ערך, כאשר לב עיסוקה הוא ההתחקות אחר עבירות של שימוש במידע פנים, עבירות של תרמית בניירות ערך ועבירות דיווח מסוגים שונים. מחלקה זו, הפועלת באורח עצמאי ובלתי תלוי, חוקרת חשודים בעבירות, ומעורבת גם בשלבים המוקדמים (בלבד) של מעצר חשודים.²¹

לאחר גיבוש תיק חקירה וממצאיו, מועבר התיק מטיפול של מחלקת החקירות לטיפול פרקליטות מחוז תל אביב, מחלקת מיסוי וכלכלה, שפרקליטיה הם המחליטים אם להגיש כתב אישום, הם המגבשים את כתב האישום ומנהלים את התיק בבית המשפט. במהלך בירור האישומים הפליליים מעידים, לעתים קרובות, חוקרי מחלקת החקירות כעדים מטעם התביעה כגובי-אמרות הנאשמים והעדים.²²

2.4.10 הממונה על האכיפה

הממונה על האכיפה ברשות לניירות ערך עוסק, בין היתר, בליווי משפטי של מחלקת החקירות של הרשות לניירות ערך, בשמירת קשר בין הרשות לבין הפרקליטות, לגבי תיקי ניירות ערך המתנהלים, וליווי הליכים משפטיים שונים בהם מעורבת הרשות.²³

20 יצוין בהקשר זה, כי בהתאם לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, יש לרשות לניירות ערך מעמד מיוחד בתחום קרנות הנאמנות, שכן יו"ר הרשות משמש כ"נאמן" של קרנות נאמנות, ובתור שכזה תפקידו לפקח על פעילותה של כל קרן נאמנות.

21 לדיון בנושא פעילות החקירה והאכיפה של הרשות, ראו גם בסעיף 3.3 לפרק זה להלן.

22 מנתוני הרשות לניירות ערך עולה כי במהלך השנים 1997-2001 נפתחו 31 תיקי חקירה בנושאי עבירת תרמית בניירות ערך, 19 תיקים בנושאי עבירות של פרט מטעה בתשקיף או בדיווחים, 16 תיקי חקירה בעבירה של שימוש במידע פנים, ו-10 תיקים בנושאי עבירות של ניהול תיקי השקעות ללא רישיון או בנושאים הקשורים ליועצי השקעות. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2001 (להלן: "הדו"ח השנתי של הרשות לני"ע - 2001") (ירושלים, אייר התשס"ב, מאי 2002) בעמ' 56. בשנת 2002 הוגשו, על פי נתוני הרשות לניירות ערך, 20 כתבי אישום בנושא עבירות בניירות ערך. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002 (להלן: "הדו"ח השנתי של הרשות לני"ע - 2002") (ירושלים, סיוון-התשס"ג, יוני 2002) בעמ' 57.

23 בחודש ספטמבר 2003 מסרה הממונה על האכיפה ברשות לניירות ערך, עו"ד פנינה גיא, לחברי ועדת הכספים של הכנסת, כי למעלה מ-95% מכתבי האישום בנושאי ניירות ערך מושתתים בהרשעה. ראו ידיעה בעיתון "הארץ" מיום 2.9.03.

2.4.11 מחלקת איסוף ומחקר

מחלקה זו מתמקדת באיסוף מידע בנוגע לניירות ערך ולתאגידים הבורסאיים, במטרה לאתר פעילות עבריינית בשוק ההון. עבודת איסוף המידע והמחקר המבוצעת על ידי מחלקה זו מאפשרת פתיחת חקירות על ידי מחלקת החקירות של הרשות בחשד לביצוע עבירות בניירות ערך. היחידה עושה שימוש, בין היתר, במאגרי מידע, תוך הצלבת מידע פומבי המדווח לרשות לניירות ערך ולבורסה על ידי התאגידים הבורסאיים, וכן מידע המדווח בכלי התקשורת השונים, לרבות – בעיתונות הכלכלית.

2.4.12 מחלקת מערכות מידע

מחלקה זו עוסקת בפיתוח ובתחזוקה של מערכות מידע, של מחשבים ותשתית מחשבים של הרשות לניירות ערך. חלק מרכזי בפעילותה של מחלקה זו הוא התאמת מערכות המידע של הרשות לצרכים המשתנים, במיוחד לנוכח שינוי שיטות המסחר, המעבר לשיטת מסחר ממוחשבת לחלוטין בבורסה ומערכות הדיווח האלקטרוני. פרויקט מרכזי, בו נוטלת מחלקה זו חלק פעיל ומרכזי, הוא פרויקט הדיווחים האלקטרוניים. פרויקט זה תכליתו לאפשר דיווח אלקטרוני באמצעות האינטרנט של כל הדיווחים הנדרשים על פי דיני ניירות ערך, קרי – תאגידים, קרנות נאמנות, יועצי השקעות ומנהלי תיקים. המערכת מיועדת לכל סוגי הדיווחים, לרבות תשקיפים, דו"חות מידיים, דו"חות שנתיים (כספיים), דו"חות תקופתיים, דו"חות רבעוניים, דו"חות של בעלי עניין, דו"חות בעניין הצעה פרטית של ניירות ערך ("הקצאות פרטיות"), מיפרטי הצעות רכש ודו"חות בעניין ניגודי עניינים בתאגידים. מטרת הפרויקט הן: מתן נגישות מיידית, לציבור רחב יותר, של מידע, הפצה שוויונית של המידע, הגברת יעילות הפיקוח על מהימנות המידע ומתן כלים חדשים לביצוע ניתוחים אנליטיים.²⁴

2.4.13 היחידה להסדרת פעילות המתווכים בשוק ההון

יחידה זו הוקמה במטרה לרכז את הטיפול בהסדרת כל הגורמים העוסקים בייעוץ וב"תיווך"²⁵ להשקעות בניירות ערך, לרבות מנהלי תיקים, יועצי השקעות, חתמים, קרנות נאמנות וחברי בורסה, שמספרם הכולל בשוק ההון הישראלי נאמד בלמעלה מ-3,000 אנשים או גופים.

יחידה זו אמורה לפעול בעיקר בתחום החקיקה, פיתוח מערכות ממוחשבות ואמצעים אחרים לשם פיקוח יעיל על פעילותם של אותם "מתווכים" להשקעות בניירות ערך.

24 להרחבה בנושא הדיווחים האלקטרוניים, ראו פרק ו' לספר זה.

25 יצוין, כי הביטוי "תיווך" שאוב מפרסומי הרשות לניירות ערך, ונדמה, כי אינו מוצלח ביותר לתיאור תחום ניהול תיקי השקעות, ייעוץ להשקעות וכד'.

2.4.14 הממונה על תובענות ייצוגיות ופניות הציבור

הממונה עוסק בטיפול מטעם הרשות לניירות ערך בתובענות הייצוגיות, בהן מעורבת הרשות, וכן מעורב בהחלטת הרשות אם ליטול חלק במימון תובענות ייצוגיות מסוימות. כן משמש הממונה כנציג פניות הציבור של הרשות לניירות ערך.

2.4.15 המוסד לתקינה חשבונאית

המוסד לתקינה חשבונאית אינו מחלקה או יחידה פנימית של הרשות, אלא תאגיד בו שותפה, למעשה, הרשות לניירות ערך, לצידה של לשכת רואי החשבון בישראל. המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, בשמו המלא והמדויק, התאגד בשנת 1998 כחברה פרטית, כיוזמה של לשכת רואי החשבון בישראל, שאליה הצטרפה, כאמור, הרשות לניירות ערך. אף שמדובר בחברה שהתאגדה אצל רשם החברות כחברה פרטית לכל דבר, ניתן לה פטור מציון המילה "בע"מ" בשמה. תכלית המוסד, כעולה משמו, להסדיר את התקינה החשבונאית בארץ ולשפר אותה, על מנת להיטיב את המידע הנכלל בדו"חות הכספיים של תאגידים בישראל. המוסד מפרסם באופן קבוע פרסומים יזומים בנושאי תקינה חשבונאית, וכן הוא מפרסם תיקונים ועדכונים של כללי חשבונאות ודיווח כספי.

מטבע הדברים, מעמדו של המוסד אינו בהיר וסמכותו ברורה עוד פחות. מחד גיסא, החברה הפרטית דנן מתקראת בשם המחייב – "מוסד", וכאמור אין ציון של "ערבון מוגבל" בשמה, מה שמאפיין אותה לכאורה, כגוף ממשלתי או כרשות ציבורית. מאידך גיסא, זוהי חברה פרטית, שפעולתה לא הוסדרה בחוק כלשהו ואשר המנדט היחיד לפעולתה הוא מעמדה המקצועי וההערכה המקצועית לה היא זוכה. מקורם של המעמד וההערכה האמורים נעוץ במספר גורמים: הן בשל זהות העומדים בראשה, הן בשל זהות הגופים העומדים מאחוריה (לשכת רואי החשבון והרשות לניירות ערך), והן מכח טיב החלטותיה המקצועיות ומהותן, המעניקים לה מעמד מקצועי מחייב בתחום החשבונאות בישראל.

אין חוק המסמיך את המוסד לתקינה חשבונאית לחייב איש או חברה בתקן או בכלל חשבונאי כלשהו, ועד כמה שנדיר הדבר בישראל, פועל מוסד זה מכח הסכמה כללית מחייבת. על אף היותו תאגיד פרטי, כאמור, כבר הביע דעתו בית המשפט כי על המוסד חלים כללי המשפט הציבורי, שכן הוא פועל כמוסד למטרה ציבורית.²⁶

26 ראו ה"פ (ת"א) 1247/01 חברת החשמל לישראל בע"מ נ' המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות ואח' (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(1), 644. בהליך זה ערערה חברת החשמל על סמכות המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית לקבוע את תקן חשבונאות מס' 12, וטענה, כי המוסד עצמו פועל שלא כדין ושלא בסמכות. טענה זו נדחתה בנימוק, כי החוק אכן אינו מסדיר את פעולת המוסד, אלא הוא פועל מכח הסכמה רחבה והערכה מקצועית. יצוין, כי טיעוני חברת החשמל נדחו גם בשל העדר נקיון כפיים, שכן בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי השופט י' זפט) מצא חוסר תום לב ונקיון כפיים בכך שחברת החשמל, שנטלה חלק בדיוני המוסד בעבר, מעולם לא חלקה בעבר על סמכותו לפעול. היא עשתה כן רק כאשר החליט המוסד החלטה שלא היתה

במהלך השנים 2001–2003 עלה שמו של המוסד לכותרות על רקע המחלוקות שנתגלעו בקשר לתקן 12 וכן בקשר לתקן 15 שהותקנו על ידי המוסד לתקינה חשבונאית. תקן 12 נועד להפסיק את התיאום האינפלציוני של הדו"חות הכספיים. לאחר מחלוקת ממושכת בין המוסד לבין חברות בורסאיות שונות, בראשן חברת החשמל, שאף פנתה כאמור לעיל לבית המשפט, הוחלט לדחות את יישומו עד לחודש ינואר 2004. במועד כתיבת ספר זה כלל לא ברור אם היישום אכן יבוצע, בסופו של דבר.

תקן 15 מחייב תאגידיים המחזיקים בתאגידיים בורסאיים לתקן ולתאם את דו"חותיהם הכספיים באופן ששווי האחזקות שלהם יותאם לשווי השוק של התאגידיים הבורסאיים. תקן 15 זכה לקיתונות של ביקורת, בעיקר מצד הבנקים בישראל, מאחר שהם מצאו עצמם נאלצים לבצע הפחתות ניכרות במאזניהם.²⁷

תכליתו של תקן 15, שהותקן על ידי המוסד לתקינה חשבונאית, היא להתאים את הדיווח החשבונאי למצב השוק האמיתי, באופן שאם שווי אחזקות של מניות הנסחרות בבורסה ירד באופן ניכר, לא יוכל מחזיק המניות להמשיך ולהסתמך על השווי המקורי של המניות, ויאלץ להתאימו לשווי השוק של אותן מניות בבורסה.²⁸

יודגש, כי להבדיל מתקן 12, הרי שתקן 15 אומץ מיידית, עוד בחודש ינואר 2003, וחברות בורסאיות רבות כבר יישמו אותו בדו"חותיהן לרבעון האחרון של שנת 2002.

מקובלת עליה. חברת החשמל ערערה בפני בית המשפט העליון על פסק הדין של בית המשפט המחוזי כאמור, ואולם ערעורה נדחה. ראו ע"א 262/02 חברת החשמל ישראל בע"מ נ' המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית ואח' (טרם פורסם).

27 יצוין, כי במסגרת התמודדותו של המוסד לתקינה חשבונאית עם הביקורת הציבורית נערך שימוע ציבורי בנושא תקן 15, בחודש ינואר 2003. ראוי לציין, כי הביקורת האמורה, שכוונה כאמור על ידי גופים בעלי-אינטרס, אשר היו עלולים להיפגע מיישום תקן 15, הצטיירה כבעייתית. זאת, במיוחד לאחר שבחודש אפריל 2003 רכשה קבוצת משקיעים בראשות בינו צדיק וג'ק ליברמן את השליטה בחברת פי.בי., בעלת השליטה בבנק הבינלאומי הראשון, במחיר המגלם 50% בלבד מההון העצמי של הבנק. זאת, בעוד הערכת שווי שנערכה עבור בנק דיסקונט, בגין אחזקותיו בבנק הבינלאומי, העריכה את שווי הבנק הבינלאומי בשווי הקרוב להון העצמי, שהיה באותה עת גבוה בהרבה משווי השוק של הבנק. יצוין, כי בספרי בנק דיסקונט נרשם שווי הבנק הבינלאומי בכ-866 מיליון ש"ח בעוד שווי הבנק, על פי שווי השוק של מניותיו בבורסה, היה רק כ-400 מיליון ש"ח. תקן 15 בסיטואציה האמורה נועד לחייב את בנק דיסקונט להפחית את שווי אחזקותיו, בהתאם לשווי השוק של הבנק הבינלאומי.

28 הרציונל העומד בבסיסו של תקן 15 הוא, ששווי השוק של המניות הוא זה המבטא נכון יותר את שווי החברה ולא ההון העצמי שלה. חיזוק לגישה זו ניתן למצוא אכן בעסקה לרכישת השליטה בבנק הבינלאומי, הנזכרת לעיל, שבוצעה בשווי הקרוב לשווי השוק של הבנק הנרכש, ורחוקה מאוד משווי ההון העצמי של בנק זה.

3. תפקידי הרשות לניירות ערך

3.1 סקירה כללית

הרשות לניירות ערך הוקמה על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ותפקידה, כאמור לעיל, הוא שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. במסגרת תפקידה מטפלת הרשות, בין היתר, בשורה ארוכה של תחומי פיקוח, בקרה ואכיפה, הנוגעים לשוק ההון בישראל.

אלה עיקרי תפקידיה של הרשות:

1. מתן היתר לפרסום תשקיפים, לשם הצעה לציבור של ניירות ערך, בין של תאגידים (לרבות שותפויות המציעות יחידות השתתפות) ובין של קרנות נאמנות, המציעות יחידות לציבור.
2. מעקב ובדיקה של הצעה פרטית של ניירות ערך (מה שמכונה "הקצאה פרטית"), לרבות הצעה לעובדים של ניירות ערך.
3. מעקב ובדיקה של מיפרטי הצעות רכש.
4. מעקב ובדיקה של דו"חות שוטפים של התאגידים הבורסאיים, לרבות דו"ח מידי, דו"ח תקופתי ודו"חות כספיים תקופתיים.
5. מעקב ובדיקה של דו"חות הנוגעים לעסקאות של בעלי עניין או בעלי שליטה בתאגידים בורסאיים.
6. מעקב ובדיקה של דו"חות שוטפים של קרנות נאמנות.
7. פיקוח על פעילות קרנות הנאמנות.
8. פיקוח על פעילות הבורסה.
9. פיקוח והסדרה של תחום ניהול תיקי ניירות ערך ויועצי השקעות, לרבות אכיפה בתחום זה.
10. פעילות אכיפה בתחום ניירות ערך, באמצעות ניהול חקירות בגין חשד לביצוע עבירות על חוק ניירות ערך ועל התקנות שהותקנו על פיו, וכן על פי חוקי ניירות ערך נוספים, כגון – חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ועוד.
11. נוסף לכל אלו פועלת הרשות לניירות ערך לביצוע מחקרים ולעריכת בדיקות שונות בתחומי ניירות ערך, באמצעות מחלקת המחקר שלה. כמו כן, שותפה הרשות עם לשכת רואי חשבון בישראל במוסד הישראלי לתקינה חשבונאית.

3.2 סמכויות לעניין הצעה לציבור של ניירות ערך

3.2.1 סמכות לאישור הצעה לציבור – כללי

כל הצעה לציבור טעונה היתר לפרסומו מטעם הרשות לניירות ערך.²⁹ ייאמר מיד,

²⁹ ראו סעיף 15 לחוק.

כי כל הצעה לציבור כפופה לפעילותן של שתי רשויות – הרשות לניירות ערך, מצד אחד, והבורסה לניירות ערך בת"א, מצד שני.³⁰

הבורסה, בהיותה מעין מועדון חברים, המסדיר את פעילות חבריו, והקובע תנאי סף להצטרפות אליו, מתמקדת בפיקוח ובבקרה על רכיבי ההצעה לציבור של ניירות הערך המונפקים. פיקוח ובקרה אלו עניינם בדיקה של סוגם וטיבם של ניירות הערך המוצעים, הזכויות הצמודות אליהם, מחיריהם, תנאי רכישתם (כגון במסגרת "חבילה" הכוללת מספר ניירות ערך), ומגבלות החלות על אותם ניירות ערך (למשל, בכתבי אופציה – מועדי מימוש, תנאי מימוש, מועדי פקיעה וכד').

תפקיד הבורסה בעניין זה הוא, ראשית – לוודא כי ההצעה לציבור תקינה מבחינת הרכב ניירות הערך, תנאיהם וסוגיהם; ושנית – לוודא כי התיאור בתשקיף אכן מבטא ומשקף כהלכה את ניירות הערך המוצעים ואת הזכויות הצמודות אליהם.³¹

תפקיד הרשות לניירות ערך בהצעה לציבור של ניירות ערך הינו רחב ומקיף בהרבה. הרשות היא זו המפקחת על הליך ההצעה לציבור והמכתיבה – הלכה למעשה – לתאגיד, המציע את ניירות הערך שלו לציבור, מה ייכתב בהצעה, כיצד ובאיזה אופן יוצגו הדברים ואלו פרטים ייכללו בתשקיף. לא-אחת, מכתיבה הרשות לתאגיד המציע את הנוסח הספציפי של תיאור הדברים, באופן שימנע, לדעתה, את הטעייתו האפשרית של "המשקיע הסביר". ניתן לתאר את תפקיד הרשות, ככל שנוגעים הדברים בפרסום תשקיף, כשומר הסף, כשוטר, המסדיר את "מגרש המשחקים" הקרוי – הצעה לציבור של ניירות ערך.

3.2.2 סמכות לדרוש פרסום תשקיף

סמכות הרשות לניירות ערך לעניין פרסום הצעה לציבור, אינה מוגבלת להכתבת תוכן התשקיף בלבד, צורתו ודרך הצגת הדברים בהצעה לציבור. היא משתרעת גם על עצם ההחלטה אם נדרש פרסום תשקיף לשם הצעת ניירות ערך לציבור. במילים אחרות, לא-אחת, מתעורר קושי פרשני-משפטי, אם הצעה של זכויות מסוימות עולה כדי "הצעה" ל"ציבור" של "ניירות ערך".

לעתים טוען המציע, כי כלל אין הוא מציע ל"ציבור" רחב ובלתי מסוים, אלא לציבור מוגדר ומוגבל, ועל כן אין הוא מחויב בפרסום תשקיף. לחלופין, כבר הועלתה

30 ייאמר, כי מעמדה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ אינו ברור כלל, ולו בשל העובדה כי מדובר בחברה בערכון-מוגבל, ולא כגוף ציבורי או ברשות ממשלתית. להבדיל מהרשות לניירות ערך, לא הוקנה לבורסה מעמד מיוחד מכח חוק ניירות ערך. אף על פי כן, אין ספק, כי הבורסה ממלאת תפקיד ציבורי, לפחות בחלק מתפקידיה, עובדה המשליכה מחד גיסא – על סמכויותיה, אך גם על חובותיה כלפי התאגידים הבורסאיים וכלפי המשקיעים מהציבור. ראו דיון בנושא זה בפרק ד' לספר זה.

31 בתפקיד השני קיימת חפיפה מסוימת בין הרשות לבין הבורסה, ושתייהן בודקות למעשה את הצגת הדברים בתשקיף, מבחינת תיאור ניירות הערך והזכויות הצמודות אליהם.

דיני ניירות ערך

הטענה, לא אחת, כי ההצעה אינה ל"ניירות ערך" אלא רק ל"זכויות", ועל כן אין צורך לפרסם תשקיף.

בכל המקרים הבודדים בהם הגיעו הדברים בישראל לכדי עימות משפטי, היתה ידה של הרשות לניירות ערך על העליונה ובית המשפט אימץ את עמדתה, שלפיה בנסיבות אותם מקרים, היתה הצעה לציבור של ניירות ערך ועל כן היתה חובה לפרסם תשקיף.

ראוי לאזכר בהקשר זה שתי פרשות, בהן נדונה סוגיה זו – פרשת אברון, משנת 1973, ופרשת מונדרגון, משנת 2000.

פרשת אברון

חברה, שהיתה בעלים של מלון בבת-ים, ביקשה לגייס כסף ממשקיעים יהודים בחו"ל. ואמנם כ-200 משקיעים מתורכיה ומאירן, בעיקר, נענו להצעה ורכשו מניות בחברה, שהיתה בבעלותו של בעל השליטה בחברת המלון, אפרים אברון. הרשות לניירות ערך טענה, כי מדובר ב"הצעה לציבור" של "ניירות ערך", על כל המשתמע מכך לעניין חובת פרסום תשקיף. החברה טענה, כי אין מדובר בהצעה "לציבור", משום שההנפקה של ניירות הערך בוצעה בפועל לחברת נאמנות, אשר בה היו לניצעים מניות. לאור זאת – כך ניסתה לשכנע – היה, למעשה, רק ניצע אחד להצעת ניירות הערך – חברת הנאמנות. לפי טענה זו, כלל לא היה "ציבור" של ניצעים.

טענה זו, כמו כל יתר טענות החברה, נדחו על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב, אשר אימץ באופן מלא את כל טיעוני הרשות.³² בית המשפט קבע שם, כי השימוש בחברת הנאמנות אינו מעלה ואינו מוריד, שכן חברה זו שימשה "צינור" בלבד להעברת ההשקעות. כן ציין, כי ממילא חברת הנאמנות נכפתה על המשקיעים על ידי החברה המנפיקה, ולא נבחרה על ידם. משום כך, גם לא יכולה להתקבל טענת המנפיקה, כאילו אין המשקיעים זקוקים להגנה של "גילוי נאות" וכדומה, וכי הם מוגנים, כביכול, על ידי חברת הנאמנות.³³

פרשת מונדרגון

מונדרגון היא אגודה שיתופית, שהציעה לציבור לרכוש מניות וזכויות מקרקעין באי באוקיינוס השקט. ההצעה נעשתה באמצעות מסמכים ומצגות שהציגה בפני הקהל הרחב. כאשר נודע על המיזם לרשות לניירות ערך, היא דרשה ממונדרגון לפרסם תשקיף, בשל העובדה, כי מדובר ב"הצעה לציבור של ניירות ערך". מונדרגון ערערה על ההחלטה לבית המשפט המחוזי בתל אביב, אך זה דחה מכל וכל את עמדת החברה.³⁴ השופטת חיות בבית המשפט המחוזי בתל אביב אימצה אחד לאחד

32 ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ תשל"ז (1) 329.

33 שם, בעמ' 342-343.

34 ראו ת"א (ת"א) 2969/00 יו"ר הרשות לניירות ערך ואח' נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ ואח' (לא פורסם), דינים מחוזי כרך לג(5), 901.

את טיעוני הרשות, הן לעניין התקיימות יסוד ה"הצעה לציבור" והן להתקיימות יסוד "ניירות ערך".

יצוין, כי בית המשפט דחה שם את טיעון החברה, כי מאחר שעיקר מלאכת השיווק נעשתה באמצעות האינטרנט, אזי אין מדובר ב"הצעה", תוך ניסיון להמעיט בחשיבותו. בית המשפט קבע, כי האינטרנט כמוהו ככל ערוץ שיווקי אחר, וכי היום הוא הופך מרכזי יותר ויותר, ועל כן אין לקבל את הטענה כי עצם השימוש באינטרנט שולל את יסוד ה"הצעה לציבור".³⁵

3.2.3 פיקוח על תוכן התשקיף

הליך הכנתו ואישורו של תשקיף נמשך שבועות ארוכים, במהלכם מוגשות לרשות לניירות ערך מספר טיוטות של התשקיף, אשר כל אחת מהן נבדקת על ידי צוות של הרשות הכולל עורכי דין ורואי חשבון, המלווה את ההצעה לציבור מראשית ההליך ועד להשלמתו.

טיוטת התשקיף הראשונה נבדקת על ידי הצוות המלווה של הרשות לניירות ערך כאמור, ולאחר בדיקתו מתקיים דיון ראשון עם נציגי התאגיד המציע, שבו נמסרות הערות הצוות. לאחר אותו דיון ובעקבותיו, מגיש התאגיד המציע טיוטה מתוקנת של התשקיף, ובמידת הצורך, יוגשו טיוטות נוספות, בהתאם להערות הצוות המלווה של הרשות, עד אשר תגובש טיוטת הצעה לציבור, המקובלת הן על ידי נציגי התאגיד המציע והן על ידי אותו צוות מלווה של הרשות לניירות ערך.

הטיוטה הסופית של התשקיף תוגש לבסוף לאישור ועדת תשקיפים של הרשות. לאחר מתן אישורה, יובא התשקיף לאישורו הסופי של יו"ר הרשות לניירות ערך, אשר יעניק את ההיתר לפרסום התשקיף.

רשימת הפרטים והנתונים שפרסומם נדרש כחובה במסגרת תשקיף, הינה ארוכה ומפורטת ביותר. בהתאם לסמכותו על פי החוק, התקין שר האוצר תקנות לעניין תוכן התשקיף וצורתו, ובהן מפורטים בפרטנות רבה כל הפרטים אותם חייב מציע לכלול בהנפקה לציבור של ניירות ערך.³⁶

עדות לשליטה המוחלטת שהעניק המחוקק לרשות לניירות ערך בכל הנוגע לפרסום התשקיף ולקביעת תוכנו, ניתן למצוא בהוראת סעיף 20(ב) לחוק, הקובע, כי הרשות רשאית לדרוש מהתאגיד המציע להבליט בהבלטה מיוחדת (למשל, על גבי כריכת התשקיף), בדרך שתיקבע על ידי הרשות, נתון או פרט, כפי שייקבע על ידי הרשות.

35 ראו שם בסעיף 20 לפסק הדין. לדיון בנושא חשיבות האינטרנט כיום, ככלי להעברת מסרים ולהפצת מידע בשוק ההון, לרבות – לשם ביצוע עבירות בניירות ערך באמצעות האינטרנט, ראו בפרק י' לספר זה העוסק בעבירת התרמית בניירות ערך.

36 ראו בעניין זה – תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969. ראו גם נהלי בדיקה של תשקיפים של חברות ושותפויות, שנקבעו על ידי הרשות לניירות ערך מכח סמכות יו"ר הרשות לפי סעיף 20 לחוק. ההנחיות פורסמו ב"פ 4206, תשנ"ד (10.4.94) בעמ' 2881. לפירוט בנושא זה, ראו פרק ז' לספר זה, העוסק בהצעה של ניירות ערך לציבור, לרבות באמצעות תשקיף.

כן הותקנו תקנות מיוחדות בנושא צורת התשקיף, המקנות לרשות לניירות ערך סמכות להכתיב לתאגיד המנפיק את האופן בו יוצגו הדברים בתשקיף, את מידת הבלטתם וכדומה.³⁷

3.2.4 סמכות בדבר דרישת פרטים נוספים בתשקיף

אף שרשימת הנתונים, שחובה על פי הדין לפרסמם בתשקיף, היא פרטנית ומקיפה, הרי שלרשות לניירות ערך, כגוף המבקר והמפקח על פרסום התשקיף, שמורה הזכות לדרוש פרסום פרטים נוספים לאלה שנקבעו בחוק או בתקנות. החוק מאפשר לרשות לדרוש, ולמעשה – לכפות, על התאגיד המציע, לפרסם בתשקיף פרטים או נתונים הדרושים, לדעת הרשות, לשיקולי משקיע סביר.

בכלל זה רשאית הרשות לדרוש נתונים המתייחסים לנושאים המפורטים להלן:

1. נתונים המתייחסים לחברה-בת או ל"חברה קשורה" לתאגיד, כהגדרת מונח זה בחוק;
2. חוות דעת של עורך דין, המתייחסת לנושא המפורט בתשקיף;
3. חוות דעת של מומחה, לעניין הערכה מחדש של שווי נכס כלשהו, או לכל עניין הנזכר בתשקיף או בדו"חות הכספיים שנכללים בתשקיף;
4. דו"ח או חוות דעת נוספים שיש לצרף או לכלול בתשקיף, וזאת, נוסף לכל חוות דעת או דו"ח שכבר נכללו בתשקיף.³⁸

זאת ועוד, הרשות מוסמכת לדרוש הגשה של דו"חות כספיים או חוות דעת חשבונאית או סקירת רואה חשבון, אשר יבואו במקום אלה שצורפו או שנכללו בטיוטת התשקיף, אם סבורה הרשות, כי אותם מסמכים לא נערכו בהתאם ל"כללים חשבונאיים מקובלים" או ל"כללי הדיווח המקובלים" או אם מצאה הרשות, כי המסמכים האמורים שצורפו או שנכללו בתשקיף אינם משקפים בצורה נאותה את מצב עסקי התאגיד.³⁹ נוסף על כל אלו, הסמיך המחוקק את הרשות לניירות ערך לדרוש מתאגיד מציע לפרסם פרטים נוספים, שלא נכללו בתשקיף, וזאת, בלא שהרשות הוגבלה באשר לטיבם או להקשרם של אותם "פרטים". הוראה זו, הנזכרת בסעיף 20(א)(1) לחוק, מקנה לרשות סמכות רחבה ביותר, ולמעשה – בלתי מוגבלת, לחיוב תאגיד, המבקש לפרסם תשקיף, לכלול מידע נוסף, שהרשות סבורה כי הינו רלוונטי לשיקולי משקיע סביר.

חשוב להדגיש, כי הרשימה המפורטת בסעיף 20 לחוק, בדבר דרישת פרטים נוספים בתשקיף, אינה רשימה סגורה. עקב כך, היא מקנה לרשות לניירות ערך סמכות רחבה וכמעט בלתי מוגבלת לקבוע אותם פרטים או נתונים, שהיא סבורה כי יש

37 ראו בעניין זה תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מכנהו וצורתו), התשכ"ט-1969.

38 ראו סעיף 20(א)(1)-(5) לחוק.

39 ראו סעיף 20(א)(6) לחוק.

לדרוש את פרסומם בתשקיף. בצוותא עם ההוראות המקנות לרשות גם סמכות לקבוע את דרך הצגת הדברים בתשקיף, לא רק מהפן התוכני אלא גם מן הפן הצורני,⁴⁰ אזי ברור עד כמה רחבות – ולמעשה כמעט בלתי מוגבלות – סמכויות הרשות לעניין התשקיף, פרסומו, תוכנו וצורתו.⁴¹

ניתן להצביע רק על שני "מסננים" שיש בכוחם כדי להגביל את שיקול דעתה וסמכותה של הרשות בנושא זה, של פיקוח על תוכן התשקיף, אם וכאשר יבואו החלטות הרשות בפני בית המשפט.⁴²

המסננת הראשונה היא, כמובן, חובת הרשות לניירות ערך, בהיותה רשות הממלאת תפקיד על פי דין וממלאת תפקיד ציבורי מהמעלה הראשונה, לנהוג בתום לב ובהגינות כלפי האזרח (ובכלל זה – כלפי התאגיד המציע ובעלי העניין בו), וכן לנהוג בסבירות ובמידתיות. פעולות הרשות לניירות ערך – בתור רשות הממלאת תפקיד על פי דין – חייבות לעמוד באמות המידה הללו של סבירות, הגינות, תום לב ומידתיות, שאם לא כן צפויות הן להיפסל על ידי בית המשפט.

אמנם, סביר להניח, כי בתי המשפט לא ימהרו להתערב בפעילותה של הרשות ובהפעלת סמכותה, כל עוד לא נפל בהחלטותיה פגם של אי סבירות קיצוני, וכל עוד לא התגלה חוסר הגינות או חוסר תום לב, או כי הרשות שקלה שיקולים הזרים למטרת החקיקה. על אף חוסר הרצון להתערב בשיקול דעת הרשות המינהלית, כמקובל על בתי המשפט בישראל, עת באות בפניהם החלטות של רשויות מינהליות, הרי שניתן להעלות על הדעת מקרים בהם בכל זאת יתערב בית המשפט ויפסול החלטת רשות: כך, למשל, אם דרישת הפרסום מצד הרשות לא תהיה סבירה, או מוגזמת בהיקפה. לחלופין, אם דרישת הרשות פוגעת באורח לא-סביר או מוגזם או לא-מידתי באינטרסים של התאגיד.⁴³

המסננת השנייה היא מסננת "המהותיות". הרשות לניירות ערך תצטרך להראות כי החלטותיה התחשבו בקריטריון המהותיות לעניין ההכרעה בשאלה איזה מידע יש לפרסם ואיזה יש להתיר את אי-פרסומו או את אי-חשיפתו בפני הציבור. מידע מהותי – חובה לפרסומו. מידע מהותי רשאיית הרשות לניירות ערך לדרוש כי יפורסם, גם אם אין הוא נכלל בטיטת התשקיף שהוגשה לאישורה, כאמור בסעיף 20 לחוק. ואולם, אם יוברר כי דרישות הרשות לניירות ערך אינן נוגעות לפרטים מהותיים או לכאלה שאין

40 ראו, למשל, סעיף 20(ב) לחוק וכן ראו תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, לעניין כריכת התשקיף.

41 ראו בעניין זה גם את סמכויות הרשות לניירות ערך לדרוש מתאגיד-מנפיק לעדכן את התשקיף, בטרם פורסם, בשל אירועים מהותיים: ראו תקנות ניירות ערך (מסירת הודעות לרשות), התשמ"ד-1984.

42 בהתאם להוראות סעיף 14א לחוק, רשאי כל מי שנפגע מהחלטת הרשות לעתור לבית המשפט המחוזי.

43 להרחבה בנושא התערבות בית המשפט בשיקולי הרשות לניירות ערך, ראו בסעיף 6 לפרק זה להלן.

דיני ניירות ערך

בהם חשיבות עבור "משקיע סביר", אזי ייתכן שהחלטות אלו יעברו ביקורת שיפוטית, כזו או אחרת, וזאת, על אף שיקול הדעת הרחב שהעניק המחוקק לרשות. זאת ועוד, בית משפט בפניו תבוא החלטת הרשות, לעניין פרסום או אי-פרסום של מידע, יידרש לבחון האמנם שקלה הרשות לניירות ערך כראוי את האינטרסים של המשקיע הסביר, והאם איזנה באורח סביר בין אינטרסים אלו לבין האינטרסים הלגיטימיים של התאגיד המציע ושל בעלי השליטה או העניין בו. לעתים, יכול להימצא פיתרון שיספק את שני האינטרסים הללו, המתנגשים באורח תדיר. אם דרישת הרשות לא תאזן כהלכה אינטרסים אלו, ותגן באורח מוגזם על אינטרס אחד (למשל, אינטרס ה"משקיע הסביר") בלי לשיקול כראוי גם את האינטרסים של התאגיד, אזי ייתכן שבית המשפט יתערב בשיקולי הרשות, על אף האוטונומיה הרבה שהעניק לה המחוקק בהפעלת שיקול דעתה. ראו הרחבה בנושא זה בסעיף 6 לפרק זה להלן.

3.2.5 סמכות בדבר דרישת פרטים נוספים בדיווח מיידי

שתי הוראות בחוק ניירות ערך מקנות לרשות לניירות ערך סמכות רחבה ביותר לדרוש פרטים נוספים, הבהרות ומסמכים מתאגיד-מדוות. הוראה אחת היא הוראת סעיף 36(ה) לחוק, ואילו ההוראה השנייה היא הוראת סעיף 36א, לחוק, אשר ייסקרו שתיהן להלן.

(1) הוראת סעיף 36(ה) לחוק

הוראת סעיף 36(ה) לחוק קובעת, כי לרשות לניירות ערך הסמכות לדרוש, בדרישה מיוחדת, מתאגיד לדווח בדו"ח מיידי על – "ענין או אירוע אם לדעת הרשות המידע חשוב למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד". הוראה זו מקנה לרשות לניירות ערך סמכות לדרוש מתאגיד-מדוות להוסיף על דיווחיו הרגילים, ולדווח על אירוע שהתאגיד עצמו לא דיווח ביוזמתו, או לא דיווח באופן מלא וראוי, לדעת הרשות. כעולה מלשון החוק, מדובר בסמכות חריגה, שכן המחוקק הגדירה כ"דרישה מיוחדת". אך אין ספק, שיש כאן קושי פרשני, שכן "דרישה מיוחדת" עשויה להתפרש גם כ"דרישה חדשה" או כ"דרישה נפרדת", ולא דווקא כדרישה "בנסיבות מיוחדות".

כהשלמה לסמכות האמורה, רשאית הרשות לדרוש – בתוך מועד שייקבע על ידה – פרטים נוספים, הסבר ואף מסמכים, בקשר לפרט הנכלל בדיווח של התאגיד.⁴⁴ יתר על כן, הרשות רשאית לדרוש מהגורם-המדוות להגיש דו"ח מתקן לדו"ח המקורי שהוגש, בתוך מועד שייקבע, וכן רשאית לדרוש (לאחר שתאפשר לתאגיד להשמיע טענותיו) הגשת חוות דעת חדשה, נוספת על זו אשר עליה התבססה החברה בדיווח המקורי.⁴⁵ אם לא די בכל אלו, הרי שסעיף 36(ז)(2) לחוק מקנה לרשות סמכות מרחיקת

44 ראו סעיף 36(ו) לחוק.

45 ראו סעיף 36(ז) לחוק.

לכת אף יותר, והיא לדרוש מהתאגיד להגיש דו"חות כספיים חדשים או חוות דעת חדשה של רואה חשבון, הצמודה לדו"ח הכספי. אין ספק, כי שימוש בסמכות הרשות על פי סעיף 36 חשוב וחיוני לעתים, על מנת שלא לאפשר לתאגיד-המדווח לגלות מידע חלקי לציבור, או להימנע מחשיפת פרטים או נתונים שאינם מחמיאים לתאגיד או להנהלתו.

(2) הוראת סעיף 36א לחוק

הוראת חוק נוספת היא סעיף 36א לחוק, המקנה לרשות לניירות ערך סמכות להורות על דרך הצגת פרטים בדו"חות כספיים, בדו"ח תקופתי או בדיווח מיידי. להבדיל מהוראת סעיף 36(ה) לחוק, סמכות זו, שאף היא רחבה ומקיפה ביותר, אינה מוגבלת ל"נסיבות מיוחדות" ואינה מחייבת "דרישה מיוחדת".

זאת ועוד, אף שכותרת סעיף 36א היא "סמכות להורות על דרך הצגת פרטים", הרי שכותרת זו מטעה: אין היא עוסקת אך ורק ב"דרך" הצגת הפרטים, אלא גם בתוכנם, ועל כן מדובר בסמכות מקיפה ביותר.

מלשון סעיף 36א(א) לחוק משתמע, כי הוא מכוון במיוחד לדרך הצגת פרטים ונתונים כספיים, או כאלו הנכללים בדו"חות הכספיים.⁴⁶ ואולם, לכאורה לפחות, לא סויגה סמכות הרשות רק לנושאים הכספיים-פיננסיים, ולשונו הרחבה של סעיף 36א מאפשרת לרשות ניירות ערך לדרוש פרטים נוספים גם בעניינים אחרים.

לאור הסמיכות וכפל הלשון שבין שני הסעיפים – 36 מחד גיסא ו-36א מאידך גיסא – מוטב היה אילו הקפיד המחוקק על הבהרת הסמכויות, ואולי אף הגבלתן, על מנת שיהא ברור באילו נסיבות נדרש מהרשות להצביע על "נסיבות מיוחדות", המבססות את סמכותה לדרוש "דרישה מיוחדת", כאמור בסעיף 36(ה) לחוק.

מאחר שסעיף 36א קובע במפורש, כי הוא חל רק במקרים שאינם מוסדרים על ידי סעיף 36 לחוק, הרי דווקא סעיף 36א הוא המקנה לכאורה סמכות שיורית לרשות. ואם אכן כך, אזי הסמכות לדרוש פרטים נוספים, בהתאם לסעיף 36(ה) לחוק, אמורה להיעשות ב"דרישה מיוחדת", שניתן לפרשה כדרישה "חריגה", או "במקרים מיוחדים" או "חריגים", ולא בדרך של שיגרה.

יצוין, כי למעשה, השימוש בסמכות הרשות, בין לפי סעיף 36(ה) ובין לפי סעיף 36א לחוק, אינו נדיר. הרשות אכן נוהגת לפנות לתאגידים המדווחים, מדי פעם, ולדרוש מהם למסור דיווחים מיידיים בנושאי מסוימים. זאת, בין כהבהרה בעקבות ידיעות בכלי התקשורת, בין כהבהרה שנועדה להזים או לאשר שמועות שנפוצו בשוק ההון, ובין כדרישה לפרטים נוספים, בעקבות דיווח חסר או שאינו מלא או שאינו בהיר דיו.

אחד המקרים הבודדים, בו דרשה הרשות מתאגיד למסור דיווח כזה, והתאגיד ערער על ההחלטה, היה בפרשת גיבור סבריינה.

46 ראו את הלשון – "עקרונות חשבונאיים מקובלים", בסעיף 36א(א) לחוק.

דיני ניירות ערך

בפרשה זו הועמדו לדין פלילי חברת גיבור סברינה בע"מ, חברה בורסאית אותה עת, יחד עם בעלי השליטה בה, בני משפחת רוזוב. אחד הנאשמים היה יו"ר דירקטוריון החברה, אשר חלה במהלך משפטו, ועקב מצבו הבריאותי הקשה עוכבו ההליכים כנגדו. הרשות לניירות ערך דרשה מהחברה לפרסם דו"ח מיידית המפרט את מצב בריאותו הרופף של יו"ר הדירקטוריון ואת עיכוב ההליכים הפליליים. החברה סירבה לפרסם דו"ח בנוסח שאותו דרשה הרשות, והגישה ערעור על כך לבית המשפט המחוזי. בין לבין, ועוד בטרם נדון הערעור, הוציאה הרשות תחת ידיה החלטה שנייה, ובה נוסח מפורט יותר של דו"ח מיידית, אותו דרשה מהחברה לפרסם. נוסח זה כלל התייחסות מפורטת לטיב המחלה, והחברה נדרשה לפרט, כי יו"ר הדירקטוריון אינו יכול להיות אחראי למעשיו, וכן נדרשה לציין כי מזה כשנתיים וחצי סובל יושב הראש מהפרעות זיכרון ומאירועי בלבול. גם על החלטה שנייה זו הוגש ערעור לבית המשפט המחוזי.

שני הערעורים נדונו במאוחד בבית המשפט המחוזי בתל אביב (בפני סגן הנשיא י' לויט), אשר מתח ביקורת חריפה על הרשות לניירות ערך וביטל את שתי החלטותיה.⁴⁷ בית המשפט המחוזי קבע, כי ההחלטה הראשונה התקבלה תוך הפעלת שיקול דעת מוטעה, ואילו ההחלטה השנייה התקבלה משיקולים שאינם ענייניים, ונעוצים אולי בכך שהחברה העזה לערער לבית המשפט על החלטת הרשות הראשונה. בית המשפט ביטל את ההחלטה הראשונה, וכלל לא דן בהחלטה השנייה (אם כי העיר כי ממילא היה מבטל גם אותה), בשל קביעתו, כי לא היה מקום שהרשות תשנה את החלטתה הראשונה.

בית המשפט העליון, בפניו הובא העניין בערעורה של הרשות לניירות ערך, סבר אחרת.⁴⁸ לגישת בית המשפט העליון, המידע באשר למצב בריאותו של יו"ר דירקטוריון החברה בהחלט רלוונטי לשיקולי משקיע סביר, במיוחד לנוכח העובדה שלמרות מצבו הבריאותי הלקוי, התנוססה חתימת יו"ר הדירקטוריון על דו"חות שהגישה החברה. בית המשפט העליון הדגיש את העובדה, כי הנהלת החברה לא מצאה לנכון להעביר את יושב הראש מתפקידו, עובדה המלמדת על דרך ניהול החברה. עוד קבע בית המשפט, כי פרסום מצבו של יושב הראש היה מאיר באור שונה את הדו"חות שפרסמה החברה בכל אותה עת. אכן יצוין, כי יושב ראש הדירקטוריון יצא לחופשת מחלה רק בעקבות פניית הרשות לניירות ערך, זמן רב לאחר שסימני המחלה כבר ניכרו בו היטב.⁴⁹ בית המשפט העליון קבע בפרשה זו, כי מצב בריאותו, העובדה כי הוא חתם על דו"חות במצבו זה, ההידרדרות הממושכת במצבו הבריאותי וקיומן של נורמות ניהוליות בחברה, שהותירו ליושב ראש הדירקטוריון להמשיך ולכהן בתפקיד

47 ראו ע"ש (ת"א) 872/92, 1011 גיבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ נ' רשות ניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(8) 111.

48 ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גיבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177.

49 שם, בסעיף 12.

זה, כל אלה מהווים מידע "מהותי" לציבור המשקיעים, השוקל אם לרכוש ניירות ערך של החברה.

לאור זאת ביטל בית המשפט העליון את ההחלטה הראשונה של הרשות, אך אימץ ואישר את תוקף ההחלטה השנייה, תוך שהוא דוחה את החשש כאילו שיקולים זרים עמדו ביסוד ההחלטה השנייה. יודגש, כי בית המשפט העליון נתן בהחלטתו זו עדיפות לסמכות הרשות לדרוש גילוי פרט מהותי בעבור ציבור המשקיעים, בהתאם לסעיף 36(ה) לחוק, על פני חוק הגנת הפרטיות, התשמ"א-1981.⁵⁰

3.2.6 מתן פטור על פרסום פרטים מסוימים בתשקיף או בדיווח כללי (1)

הרשות לניירות ערך מוסמכת לפטור מציע מלכלול פרטים מסוימים בתשקיף, אך סמכות זו הוגבלה על ידי המחוקק לרשימה סגורה ומוגדרת של שני מקרים בלבד: המקרה האחד הוא – שמירת סוד מסחרי.

המקרה השני – מניעת פגיעה בבטחון המדינה, בכלכלת המדינה או בחקירת משטרה.⁵¹

יצוין כי מתן פטור בתשקיף מגילוי פרט כלשהו מחייב, כי אותו התשקיף יפרט כי אכן ניתן פטור כאמור.⁵²

(2) שמירת סוד מסחרי

החוק נקט לשון "סוד מסחרי", שהינו מונח רחב וגמיש, המסוגל לקלוט אל תוכו מגוון רחב של "סודות" – סודות מקצועיים, טכניים, פטנט וכל קניין רוחני אחר, דוגמת מדגם או סימן מסחרי רשום. בה בעת יכול מונח אמורפי זה לכלול גם סוד מסחרי הנוגע לפעילות התאגיד.

הגדרה רחבה זו נבונה וראויה, שכן היא מותירה לרשות שיקול דעת רחב אם, ובאילו נסיבות או תנאים, אכן לפטור תאגיד מפרסום "סוד מסחרי". הרשות – כמדיניות – חסכונית עד מאוד במתן פטורים בשל "סוד מסחרי", ועצם טיעונו של תאגיד, כי חשיפת מידע בפני מתחריו, לא יקנה לו בהכרח את הפטור המיוחל.

50 זאת, מכח הסייג לפגיעה בפרטיות, הקבוע בסעיף 18(3) לאותו חוק, המדבר על "ענין ציבורי המצדיק את הפגיעה בפרטיות".

51 ראו סעיף 19(א) לחוק.

52 ראו סעיף 19(ג) לחוק. יצוין, כי מנתוני הרשות לניירות ערך עולה, כי בשנת 2002 הוגשו 130 בקשות פטור, מהן 14 בקשות פטור הנוגעות לתשקיף. 114 מתוך 130 הבקשות אושרו במלואן, 2 בקשות אושרו בחלקן, 11 בוטלו או נמשכו על ידי המגישים, ורק 3 בקשות נדחו. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002, לעיל הערה 22.

יצוין עוד, כי בשנת 2001 הוגשו לרשות ניירות ערך 34 בקשות פטור, שעניינן דיווח על עסקאות בעלי עניין, או עסקאות בין התאגיד המדווח לחברות בנות שלו. עוד מצוין בדו"ח, כי 33 בקשות נגעו לצירוף דו"חות כספיים של חברות כלולות. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2001, לעיל הערה 22.

הרשות לא תמהר לפטור תאגיד מפרסום סוד מסחרי, משני טעמים עיקריים: ראשית, לא כל מה שמוגדר על ידי התאגיד כ"סוד מסחרי" הוא אכן כזה. הרצון להסתיר מידע ממתחרים, משותפים עסקיים או מציבור המשקיעים, מוביל לא אחת תאגיד, המציע את ניירות ערך שלו לציבור, לעשות שימוש "בזבני" במונח זה. שנית, וחשוב יותר, הוא ה"מסנת" למתן הפטור, כפי שהמחוקק עצמו קבע בסעיף 19(א)(1) סיפא לחוק, ולפיו לא יינתן פטור כאמור אם מדובר בפרט שהינו "מהותי" לשיקולי משקיע סביר.⁵³

במילים אחרות, מלכתחילה הגביל המחוקק את מתן הפטור רק לאותם מקרים בהם מתייחס המידע לעובדה שאינה מהותית לשיקולי משקיע סביר. אם מדובר במידע "מהותי", ספק אם יש לרשות לניירות ערך שיקול דעת להעניק פטור כאמור. אין ספק, כי ניסוחו של סעיף 19 לחוק מגביל עד מאוד את שיקול דעתה של הרשות במתן פטור בטיעון של הגנה על סוד מסחרי, אף שההגדרה של "סוד מסחרי" הינה רחבה ביותר, כאמור.

הנחת המוצא של המחוקק, לעניין פרסום בתשקיף, היא — כמובן — הגנת עקרון הגילוי הנאות, ולפיו — יש למסור לציבור המשקיעים את כל המידע הרלוונטי לשיקוליו, אם לרכוש או למכור ניירות ערך. הגישה הראויה לעניין הגילוי היא מרחיבה ככל האפשר, ולפיה — בכל מקום בו קיים ספק, אין ספק. במילים אחרות — יש לספק לציבור המשקיעים את מירב המידע, ואין לגלות גישה פטרנליסטית, לפיה גורם אחר (לרבות הרשות לניירות ערך) יחליט בעבור המשקיע מה הוא אמור לדעת, מה לא. על כן וכנובע מכך, כל מידע שהינו מהותי, או שיכול להיחשב ככזה, חובה לפרסמו. נכונים הדברים בדיווחים העתיים (דו"חות כספיים, דו"ח תקופתי, דו"ח מידי) ונכונים הדברים שבעתיים ככל שאמורים הדברים בתשקיף, שהינו המסמך המקיף והמפורט ביותר שמפרסם התאגיד הבורסאי. נגזר מכל אלו, כי תאגיד המבקש להציע את ניירות הערך שלו לציבור, והמבקש את כספו של הציבור, מחויב לחשוף בפני אותו ציבור את כל המידע הרלוונטי, ללא יוצא מן הכלל. רק מידע שהינו בגדר "סוד מסחרי" שאינו מהותי, ניתן יהיה לפטור מפרסום בתשקיף.

אכן, אם תאגיד יבקש למנוע פרסום או גילוי של "סוד מסחרי" בנימוק, כי הפרסום עלול לפגוע בתאגיד, בעסקיו או בפעילותו, הרי עצם העלאת טיעון זה עלול לשמש להוכחת "מהותיותו" של אותו סוד מסחרי, ואזי — לשלול מהרשות אפילו את שיקול הדעת להעניק פטור.

53 סעיף 19(א)(1) סיפא לחוק אינו עושה שימוש במונח "מהותי", אלא נוקט לשון — "ובלבד שאינו פרט שאילו היה כלול בתשקיף, היה משקיע סביר עשוי להימנע מרכישת ניירות הערך המוצעים". ניסוח זה מעיד, כי מדובר על פרט שהינו "מהותי" לשיקולי משקיע סביר.

(3) מניעת פגיעה בבטחון המדינה, בכלכלת המדינה או בחקירה משטרתית מתן פטור על ידי הרשות לניירות ערך מהכללת פרט העלול לפגוע בבטחון המדינה, בכלכלתה או בחקירת משטרה, מותנה, ראשית לכל, בתעודה חתומה על ידי שר הביטחון, שר האוצר, שר המשטרה או יו"ר הרשות, או מי שהוסמך על ידם.⁵⁴ תעודה כאמור תאשר, כי יש חשש שפרסום אותו מידע אכן עלול לפגוע בבטחון המדינה, בכלכלתה או בחקירת משטרה.⁵⁵

ראוי להעיר על התייחסותו השונה של המחוקק לנושא הגנת המשקיע הסביר, בכל הנוגע לפטור שעניינו הגנה על בטחון המדינה, כלכלתה או חקירת משטרה, לעומת נושא "סוד מסחרי". בעוד שלעניין מתן פטור הנוגע לסוד מסחרי הוסמכה הרשות לניירות ערך להעניק פטור רק אם אין פגיעה אפשרית במשקיע הסביר, הרי שכאשר קיים חשש לפגיעה בבטחון המדינה, בכלכלתה או בחקירת משטרה, אין למעשה לרשות לניירות ערך יכולת לכפות על התאגיד המפרסם לכלול את המידע, כשם שהיא יכולה לעשות לעניין סוד מסחרי. על כן, התוצאה במקרה של חשש לפגיעה בבטחון המדינה, בכלכלתה או בחקירת משטרה, וכאשר מדובר במידע שהינו "מהותי" לשיקולי משקיע סביר, תהיה מניעת פרסום התשקיף וביטול ההצעה לציבור.⁵⁶

באשר לסמכות למתן פטור, ראוי להזכיר את דין וחשבון ועדת ברנע: בחודש מארס 2001 פרסמה ועדת מומחים, בראשות פרופ' אמיר ברנע, את המלצותיה בנושא – מודל הדיווח ביחס לעסקי החברה, הן במסגרת התשקיף והן במסגרת הדיווחים התקופתיים והשוטפים.⁵⁷ בין יתר המלצותיה ניתן למצוא המלצה המתייחסת לסמכות הרשות לניירות ערך לפטור תאגיד-מדווח מחובת פרסום מידע הכולל "סוד מסחרי".⁵⁸ באופן כללי, אימצה ועדת ברנע את המצב הקיים בישראל, שלפיו מוסמכת הרשות לפטור תאגיד מלחשוף מידע הכולל "סוד מסחרי". ואולם, הוועדה הוסיפה והמליצה, כי משך תחולת הפטור יהיה רק עד למועד הגשת הדיווח העוקב. במילים אחרות, התאגיד יידרש להגיש בקשת פטור מחודשת בכל מועד דיווח, קרי – בפועל – לפחות אחת לרבעון.⁵⁹

54 מנתוני הרשות לניירות ערך עולה, כי בשנת 2002, הוגשו 17 בקשות אשר נגעו לפטור מפרסום בשל שמירת סוד מסחרי או בטחוני, בתשקיף או בדיווחים השוטפים. לשם השוואה, בשנת 2001, הוגשו 10 בקשות אשר נגעו לפטור מפרסום בשל שמירת סוד מסחרי או בטחוני, בתשקיף או בדיווחים השוטפים. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002, לעיל הערה 22, בעמ' 22.

55 ראו סעיף 19(א)(2) לחוק.

56 ראו סעיף 19(ב) לחוק.

57 ראו "דו"ח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו" (להלן: "דו"ח ועדת ברנע") (ירושלים, ניסן התשס"א, מארס-2001). יצוין, כי יתר חברי הוועדה, מלבד היו"ר – פרופ' ברנע, היו – פרופ' יצחק סוארי, עו"ד דוד חודק, רו"ח דליה לב, מר רון לובש, רו"ח משה פרץ, פרופ' אבי משולח, מר צבי שכטר ורו"ח יהלי שפי.

58 סמכות הרשות לניירות ערך בעניין זה מעוגנת, כאמור, בסעיף 19 לחוק.

59 ראו דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 57, בעמ' 39. נדמה, כי המלצה זו לא רק שמחמירה היא מדי עם התאגידים המדווחים, אלא גם מכבידה באופן בלתי סביר על הרשות לניירות ערך, שתאלץ

דיני ניירות ערך

3.2.7 מתן פטור מפרסום תשקיף

הכלל הוא, כאמור, כי כל הצעה לציבור מחויבת בפרסום תשקיף. בגדר "הצעה לציבור" ייכלל כל רישום של ניירות ערך בבורסה וכן – פנייה לציבור על מנת שירכוש ניירות ערך כלשהם.⁶⁰

לכלל זה, כדרכו של כלל, יש חריגים המאפשרים קבלת פטור מפרסום תשקיף. אחד מהם הוא במקרה של הצעה לעובדים של תאגיד שניירות ערך שלו נסחרים בחו"ל: בהתאם להוראות החוק, רשאית הרשות לפטור מפרסום תשקיף, ומחובות נוספות על פי החוק, תאגיד שניירות הערך שלו נסחרים בחו"ל, ואינו נחשב "תאגיד מדווח" על פי החוק.⁶¹ הפטור האמור יכול לחול לא רק על הצעה לעובדי התאגיד, אלא גם על עובדי תאגיד הנשלט על ידי התאגיד (למשל חברה-בת).

מאחר שהרשות לניירות ערך ממונה, בין היתר, על הגנת זכויות הציבור בישראל המשקיע בניירות ערך, ומאחר שבין עובדי התאגיד האמור יכולים להיות גם תושבי ישראל (כפי שאכן קורה, לא אחת, בחברות הון סיכון והיי-טק) אין ספק, כי שיקול מרכזי של הרשות במתן פטור כאמור, הוא באיזו מידה דיני ניירות הערך של המדינה, בה הוצעו ניירות הערך, אכן מסדירים את חובות הגילוי לעובדים ולציבור בכלל, כפי שהדבר מוסדר בחוק ניירות ערך של ישראל.⁶² מתן פטור כזה על ידי הרשות יכול שיהא מותנה בתנאים, לשם הגנת זכויות העובדים בישראל.⁶³

3.3 סמכויות לעניין חקירות ואכיפה

3.3.1 חקירות

מחלקת החקירות מרכזת את אחת הפעילויות המרכזיות של הרשות לניירות ערך, שכן פירות פעילותה משליכות במישרין על מידת האכיפה של חוקי ניירות ערך בישראל. תפקידה של מחלקת החקירות הוא לחקור חשד לביצוע עבירות בניירות ערך, הן על פי החוק ותקנותיו, הן על פי חוק השקעות משותפות בנאמנות וכן על פי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ. חוקרי הרשות הוסמכו לחקור גם עבירות מסוימות לפי חוק העונשין, התשל"ז-1977.

חקירה נפתחת לפי הוראה יו"ר הרשות ומסתיימת בהעברת חומר החקירה לפרקליטות, בצירוף המלצה להגיש כתב אישום או לגנוז את התיק. את ההמלצה נותן

להתמודד, מדי רבעון, עם כמות בקשות פטור גדולה ביותר. חשוב מכך, ולגופו של עניין, אין ביטחון שיש אכן הצדקה לבקשת פטור מחודשת בהפרשי זמן כה קצרים. מוטב אולי לקבוע, כי תקופת תחולת הפטור תהא עד לדו"ח השנתי העוקב.

60 ראו סעיף 1 לחוק.

61 ראו סעיף 115 לחוק. "תאגיד מדווח" הוא תאגיד שהציע ניירות ערך לציבור בישראל ואשר הוראות החוק בכלל, וסעיף 36 לחוק בפרט, חלות עליו. סעיף 36 קובע את חובת הדיווח הכללי של תאגיד שהציע ניירות ערך בישראל, קרי – במסגרת פרסום דו"חות כספיים תקופתיים, דו"ח שנתי ודיווחים מידיים.

62 ראו, למשל, הוראות סעיף 15ב(1) לחוק, בעניין פרטי מיתאר הצעה לעובדים.

63 ראו סעיף 115 וכן סעיף 15ב(1) לחוק.

יו"ר הרשות לניירות ערך לאחר התייעצות עם מנהל מחלקת החקירות ועם הממונה על אכיפה.

מחלקת חקירות זו עורכת חקירות, סמויות או גלויות, בחשד לעבירות על חוק ניירות ערך, והיא פועלת באורח עצמאי ובלתי-תלוי, חוקרת חשודים בעבירות ומעורבת גם בשלבים המוקדמים של מעצר חשודים. לאחר גיבוש תיק חקירה וממצאיו, מועבר התיק מטיפול של מחלקת החקירות לטיפול פרקליטות מחוז תל אביב, מחלקת מיסוי וכלכלה, שפרקליטיה הם המחליטים אם להגיש כתב אישום, הם המגבשים את כתב האישום והם אשר מנהלים את התיק בין כתלי בית המשפט.

בתקופה, בה עמד בראש המחלקה ראובן קובנט, בשנות ה-90, בלטה המחלקה בפעילותה כנגד עברייני שוק ההון, וזאת, בין היתר, על רקע הגיאות בשוק ההון באותן שנים. פעילות מחלקת החקירות של הרשות, ומעצריהם של בכירים רבים בשוק ההון, לוותה אז בסיקור תקשורתי רחב. לאחר פרישתו של קובנט שבה מחלקת החקירות של הרשות לדומייה תקשורתית יחסית, שאולי תואמת את פעילותה ואשר לא-בהכרח מעידה כי היא פעילה פחות מבעבר.

יצוין, כי נוסף לפעילות החקירה מבצעת המחלקה חיקורי דין על פי פרק ט'2 לחוק ניירות ערך ועל פי חוק עזרה משפטית בין מדינות, התשנ"ח-1998.

3.3.2 הסמכות להטלת קנסות

חוק ניירות ערך כולל שורת הוראות ארוכה שבהן נקבעו העונשים על עבירות פליליות בתחום ניירות הערך.⁶⁴ יודגש, עם זאת, כי מדובר בסמכות המוקנית לבית המשפט, הגוזר דינו של נאשם המורשע בפלילים, ולא בסמכות המוקנית לרשות ניירות ערך. עם זאת, מוקנית לרשות לניירות ערך סמכות להטיל קנסות בהתאם לחוק להשקעות משותפות בנאמנות, התשמ"ד-1984: סעיף 114 לחוק האמור קובע, כי מי שהפר הוראה מההוראות המנויות בחוק זה, יחויב בקנס אזרחי. הפרות הוראות הדין, בגינן יוטל הקנס האמור הן רבות ומגוונות, וביניהן –

- החזקת נכס בניגוד למדיניות ההשקעות המוצהרת של קרן הנאמנות.⁶⁵
- פרסום בעיתון מטעם קרן נאמנות, שאינו תואם את הוראות החוק.
- חריגה ממדיניות ההשקעות, ביותר מ-5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- הצעת יחידות לציבור בטרם פורסמה מודעה בדבר קבלת היתר לפרסום התשקיף בשני עיתונים יומיים.⁶⁶
- אי הגשה במועד של דו"ח שקרן הנאמנות חייבת להגישו.⁶⁷
- פרט מטעה בדו"ח שהגישה קרן נאמנות.⁶⁸

64 ראו למשל, סעיפים 53 ו-54(א) לחוק.

65 סעיף 61(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

66 סעיף 31(ג) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

67 סעיף 72(א)(1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

68 סעיף 26(א)(ג) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

סעיף 114 לחוק השקעות משותפות בנאמנות קובע מדרג של ענישה – על עבירות מסוימות יוטל קנס אזרחי בשיעור של פי-3 מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין, שהוא סך של 9,600 ש"ח.⁶⁹

על עבירות מסוימות יוטל קנס אזרחי בשיעור של פי-6 מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין.

על עבירות מסוימות יוטל קנס אזרחי בשיעור של פי-12 מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין.

על עבירות מסוימות יוטל קנס אזרחי בשיעור של עד פי-15 מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין, או קנס בשיעור חמישית מהסכום שלגביו בוצעה ההפרה, על פי הגבוה מביניהם.⁷⁰

שאלה היא, האם סמכות הרשות כוללת שיקול דעת לעניין גובה הקנס, או שמא מדובר בקנס קצוב וקבוע, כך שאם סבורה הרשות שנעברה עבירה על ידי קרן נאמנות, עליה לקנוס את הקרן במלוא הסכום הקבוע בסעיף 114 לחוק האמור.

פסיקתו המפורשת של בית המשפט המחוזי בירושלים, בפרשת קרן הנאמנות "אפיקים", היא, כי לרשות לניירות ערך יש שיקול דעת לפסוק גם סכום הנמוך מזה הנקוב בלשון סעיף 114 לחוק.⁷¹ פסיקה זו אושרה על ידי בית המשפט העליון, אשר דחה את עמדת הרשות, שלפיה אין לה, כביכול, כל שיקול דעת להפחית את סכום הקנס, מהסכום הקבוע בסעיף 114 לחוק.⁷² בית המשפט המחוזי ציין בפרשת אפיקים, כי על יו"ר הרשות לניירות ערך, הדין בקנס הראוי, לשיקול שיקולים, כגון: האם צמחה לקרן הנאמנות טובת הנאה או רווח כלשהו מההפרה, האם נזק למחזיקי יחידות הקרן, ושיקולים אחרים. בית המשפט העליון, בדחותו את הערעור שהגישה הרשות לניירות ערך, קבע, כי אף שיש מדרג בסעיף 114, לעניין חומרת הענישה, אין משמעות הדבר כי שלל המחוקק מהרשות שיקול דעת לעניין גובה הקנס, ואין להסיק, כי מדובר בסכום קצוב וקבוע. בית המשפט הוסיף וקבע כי, בדרך כלל, אכן יוטל העונש הקבוע בסעיף 114, אך זאת בסייג בו מתקיימים "טעמים מיוחדים", כאמור בסעיף 117(א)(2) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.⁷³ יצוין, כי סעיף 117(א)(2) לחוק השקעות משותפות בנאמנות קובע –

"הרשות רשאית לקבוע שלא יידרש קנס על הפרה לפי סעיפים 114 ו-115, מטעמים מיוחדים שיירשמו".

69 ראו סעיף 114(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות. יצוין, כי סכום הקנס נכון לחודש אוקטובר 2003.

70 ראו סעיף 114(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

71 ראו ע"ש (י"ם) 8118/00 "אפיקים" ניהול קרנות נאמנות בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (להלן: "פרשת אפיקים-מחוזי") (לא פורסם).

72 ראו רע"א 7021/01 הרשות לניירות ערך נ' "אפיקים" ניהול קרנות נאמנות בע"מ (להלן: "פרשת אפיקים-עליון") (לא פורסם).

73 ראו שם, בסעיפים 4-6 לפסק הדין.

בית המשפט העליון הסיק בפרשה זו כי אם הוסמכה הרשות לפטור כליל מקנס, "מטעמים מיוחדים", הרי שמקל וחומר ברור, כי היא גם הוסמכה לקנוס בסכום הנמוך מהקנס המירבי שצוין בחוק.

3.3.3 סמכות בעניין איסור הלבנת הון

בעקבות כניסתו לתוקף של חוק איסור הלבנת הון וצווים שהותקנו מכוחו,⁷⁴ הוקמה "ועדה לעיצום כספי", בראשה עומד יו"ר הרשות לניירות ערך. בסמכות הוועדה להטיל עיצום כספי (קנס) על מנהלי תיקי השקעות ועל חברי בורסה, שאינם ממלאים אחר הוראות החוק והצווים האמורים. בין החובות העיקריות, ניתן למנות את חובת זיהוי לקוח ורישום פרטיו, חובת אימות פרטי הלקוח, קבלת הצהרה בכתב בדבר נהנה בחשבון, חובות דיווח שונות, חובת ניהול מאגר נתונים ממוחשב, חובת שמירת מסמכים, ועוד.

3.3.4 יוזמת הרשות לניירות ערך בעניין "אכיפה אזרחית"

בחודש אוקטובר 2003 נתנה הרשות לניירות ערך פומבי לנייר עבודה פנימי של צוות משפטנים בראשות עו"ד פנינה גיא, הממונה על האכיפה ברשות לניירות ערך, בנושא "אכיפה אזרחית". הכוונה ליזום שינוי חשיבת־תפישתי באכיפת דיני ניירות ערך בישראל, ולא תהיה בכך הגזמה אם ייאמר שה"רפורמה" האמורה, אם תיושם, תביא למהפכה של ממש בנושא זה.

תכלית היוזמה המכונה "אכיפה אזרחית" היא לייעל, לזרז, להוזיל ולהגביר, את האכיפה של חוקי ניירות ערך בישראל. זאת, באמצעות העברת חלק ניכר מהעבירות הפליליות של חוק ניירות ערך מעבירות, שדינן עונשי מאסר, לכאלה שעונשן קנסות כספיים (כבדים ומרתיעים), ולעתים – גם חילוט נכסים. זאת, בהליכים משפטיים מהירים, קצרים ויעילים. על פי ההצעה, ובדומה לענישה בתחומי ההגבלים העסקיים בישראל, ניתן יהיה להגיע להסכמה עם העבריינים על עונשם (הכספי), בלא ניהול הליכי משפט יקרים וממושכים, ותוך חיסכון בכח אדם, במשאבים ובזמן שיפוטי יקר. חלופה אחרת היא הסתפקות ב"הכאה על חטא" מצד העבריין, בגין עבירות קלות שאין בהן כוונה פלילית: במקרים (חריגים) ניתן יהיה להסתפק בהודאה באי־ציות להוראות הדין, בתיקון הטעות או המחדל במהירות, ללא כל הליך משפטי וללא כל ענישה. המלצה חשובה נוספת בעניין זה הינה הקמת בית דין מקצועי בנושאי ניירות ערך.

הקמת "צוות החשיבה" האמור לעיל, בנושא האכיפה האזרחית, מעידה, כי גם הרשות לניירות ערך הפנימה, אם כי באיחור מסוים, כי דיני ניירות ערך בישראל

74 הצווים הם – צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב–2001, וצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של חבר בורסה), התשס"ב–2001.

דיני ניירות ערך

מצוים במצב קשה של תת־אכיפה: חלק ניכר מהעבירות כלל אינו נחשף והעבירות שנחשפות אינן בהכרח החמורות ביותר, אלא הן אלו שבמקרה או שלא במקרה, עלה בידי הרשות לניירות ערך לגלותן. לא־בהכרח מובאים לדין עבריינים שאכן חטאו את החטאים הקשים ביותר ולא העבריינים המועדים־באמת בנושאי ניירות ערך, הם אלו בהכרח העומדים לדין בישראל.

חלק מהעבירות קשה להוכחה במישור העובדתי, והעבירה של תרמית בניירות ערך או של שימוש במידע פנים, הן דוגמאות טובות לכך. בהעדר הודאה של מי מהעבריינים, יש קושי לחשוף מלכתחילה עבירות אלו, קל וחומר — להרשיע בהן. כן קיים קושי משפטי בהשגת הרשעה בעבירות שונות בתחום ניירות הערך. לעתים נדרשת התביעה להצטייד בחוות דעת של מומחים, בנושאים טכניים ומורכבים הנוגעים למידת ההשפעה (כפועל או בכח) של מידע על תנודת שערי מניות, או למידת ההשפעה של פעולות נאשמים בבורסה על "התנהגות" נייר ערך זה או אחר. זאת ועוד, חלק ממעשי התרמית, הנוגעים לדיווח הכספי, מחייבים, לצורך חשיפתם, השקעת משאבים ניכרים וביצוע חקירות חשבונאיות מורכבות. ספק, אם הרשות לניירות ערך בישראל ערוכה לביצוען. גם המספר הנמוך יחסית של מקרים, בהם דרשה הרשות לניירות ערך מתאגיד בורסאי לבצע הצגה מחדש (Restatement) של דו"חותיו הכספיים, תעיד אולי גם על מיעוט המשאבים בישראל בנושא זה. התוצאה הכוללת והמצטברת ממצב דברים זה הוא כרסום גובר והולך של מימד ההרתעה בתחום ניירות ערך. גם המיעוט היחסי של מספר התיקים הפליליים בתחום ניירות הערך בישראל, הנפתחים כל שנה, יעיד על כך.⁷⁵

אין ספק, כי יוזמת ה"אכיפה האזרחית" הינה חיובית ורצויה. היא תאפשר הקלת העומס המוטל על אנשי הרשות לניירות ערך וחקריה מחד גיסא, על אנשי פרקליטות מחוז תל אביב (מיסוי וכלכלה) העוסקים בניהול ההליכים הפליליים מאידך גיסא. היא תפנה את כל אנשי האכיפה לטפל בעבירות החמורות יותר, בעוד שהעבירות הזוטרות בחשיבותן ובחומרתן, יסתיימו בדרך הראויה להן: עבירות של ברירת קנס או קנס מינהלי וכד', בלא ניהול הליכי משפט יקרים וממושכים, הגורם לא אחת לעינוי דין אמיתי לנאשמים, שכל אשמתם היא ביצוע מחדלי דיווח, למשל, ותו לא. עם זאת, נראה, כי רפורמה כזו ושינוי חשיבתי (מבורך) כזה, חייבים להיות מלווים גם בשינוי נוסף ובו־זמני: הקניית זכויות תביעה אזרחיות, פרטיות, למשקיעים

75 מנתוני הרשות לניירות ערך עולה, כי בשנת 2002 הוגשו 20 כתבי אישום בנושא עבירות בניירות ערך. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002, לעיל הערה 22, בעמ' 57. אף אם ברור שמספר כתבי האישום אינו זהה למספר החקירות המתנהלות, סביר להניח, כי מבוצעות בישראל יותר מ־20 עבירות פליליות בשנה בתחום ניירות הערך. לעניין מספר החקירות בנושאי ניירות ערך, יצוין, כי מנתוני הרשות עולה כי בשנת 2002 נפתחו בסך הכל 18 תיקי חקירה, מתוכם — 3 בנושאי תרמית בניירות ערך, 4 בנושאי פרט מטעה בתשקיף או בדו"ח, 3 בקשר למחדלי דיווח ואף חקירה בנושא שימוש במידע פנים. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002, לעיל הערה 22, בעמ' 65.

מהציבור בגין כל אחת מהעבירות על פי חוק ניירות ערך. אכיפה יעילה בתחומי הכלכלה והעסקים אינה יכולה להיעשות בלעדי אכיפה אזרחית ופרטית, בה מביא משקיע מהציבור את ריבו (ולעתים – את ריב הציבור כולו) ומבקש לבוא חשבון ולמצות את הדין עם התאגיד הבורסאי שהפר את הדין ופגע בזכויותיו. ראו הרחבה בנושא זה בפרקים ט' ו-י' לספר זה לעניין הקניית זכויות תביעה אזרחיות בגין עבירות של תרמית בניירות ערך ושימוש במידע פנים.

3.4 סמכויות לעניין פטור מצירוף דו"חות כספיים

אחת הסמכויות העקרויות של הרשות לניירות ערך, באשר לתאגידים מדווחים, היא סמכותה, בהתאם לתקנה 23 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993, לפטור, באופן חלקי או מלא, תאגיד מחובת צירוף דו"ח כספי של חברה כלולה. תקנה 23 לתקנות קובעת כדלקמן:

"(א) לדו"חות התאגיד יצורפו דו"חות כספיים מבוקרים של חברות כלולות, למעט דו"חות שאינם מהותיים לעסקי התאגיד.

(ב) הרשות רשאית לפטור את התאגיד מצירוף דו"חות של חברה כלולה, כאמור בתקנת משנה (א) אם לדעתה כרוך צירוף הדו"חות בקשיים מיוחדים, או שאינו רצוי, ובלבד שמתן הפטור לא יפגע בענייניו של המשקיע בניירות ערך של התאגיד."

מלשון תקנה 23 האמורה עולה, כי סמכות הרשות להעניק פטור מותנית בשני תנאים מצטברים:

ראשית, צירוף הדו"חות "כרוך בקשיים מיוחדים, או שאינו רצוי";
שנית, ובנוסף – הפטור לא יפגע באינטרסים של המשקיע הסביר.

יודגש, כי התנאי השני הוא המכריע, והוא זה שתינתן לו עדיפות על פני כל שיקול אחר. בלעדי התקיימותו, אין הרשות רשאית לפטור חברה מלצרף דו"חות כספיים של חברה כלולה. במילים אחרות, מקום בו מתנגשים האינטרסים של המשקיע הסביר עם אלה של החברה הציבורית (או הפרטית, "החברה הכלולה"), חייבת הרשות לניירות ערך להעניק עדיפות לאינטרסים של המשקיע הסביר.

שאלה היא, כמובן, מהו אינטרס המשקיע הסביר, בכל מקרה ומקרה, והאם עניינו של ציבור המשקיעים מחייב, במקרה זה או אחר, גילוי של דו"ח כספי של חברה כלולה.

הפעלת הסמכות האמורה של הרשות לניירות ערך נדונה בארבעה מקרים, המפורטים להלן בסעיף 6 לפרק זה – פרשת ברנוביץ,⁷⁶ פרשת חברת "דלק"

76 ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (להלן: "פרשת ברנוביץ-עליון"), פ"ד מו(2) 818.

(והחברה האמריקאית-ישראלית לגז),⁷⁷ פרשת קרדן (וחברת UMI)⁷⁸ ופרשת דיסקונט השקעות (וחברת ישקר).⁷⁹

יודגש, כי בכל ארבעת הפרשות האמורות קיבלו כתי המשפט השונים שדנו בנושא, לרבות בית המשפט העליון, את עמדת הרשות לניירות ערך, ולפיה אכן היתה חובה באותם מקרים לצרף את הדו"חות הכספיים של החברות הפרטיות לאלו של החברות הציבוריות.

אין להסיק מהכרעות אלו על איפוק שיפוטי או על כיבוד חריג שמכבד בית המשפט את שיקול דעתה של הרשות. המסקנה היחידה הנראית נכונה בהקשר זה היא, כי בנסיבות אותם מקרים, אכן שקלה הרשות לניירות ערך כראוי את מכלול השיקולים, והתעקשה על צירוף הדו"חות לא היתה קטנונית, אלא אכן נבעה משיקולי הגנת ענייניו של ציבור המשקיעים. על כך שמדובר היה בשיקול דעת נכון מצד הרשות, תעיד גם העובדה, כי לגבי אותן חברות ממש, אכן העניקה הרשות פטור מצירוף הדו"חות בשנים קודמות. אלא שכאשר הפכו התוצאות העסקיות של חברות-הבת או החברות הקשורות/כלולות, ל"מהותיות" לעסקי התאגידים הבורסאיים (חברות-האם), מצאה הרשות לדרוש (ובצדק) את גילוי הדו"חות ואת צירופם.

3.5 סמכות פיקוח על הבורסה לניירות ערך

חוק ניירות ערך קובע באופן ברור, כי ביחסים שבין הבורסה לניירות ערך לבין הרשות לניירות ערך, הבכורה היא לרשות לניירות ערך, והיא זו אשר מפקחת על הבורסה ועל פעילותה. סמכות זו מצאה ביטוי מפורש בסעיף 51 לחוק.

ביטוי נוסף ליחסי הכפיפות שבין הבורסה לבין הרשות לניירות ערך, ניתן למצוא בהוראת סעיף 745 לחוק, לפיו מחויבת הבורסה למסור לרשות לניירות ערך ולרשם החברות את דו"חותיה הכספיים, וזאת, לא יאוחר מתום שישה חודשים מתום השנה המדווחת. עוד חייבת הבורסה להגיש לרשות דו"חות על פעילות הבורסה, בהתאם להנחיות שתמסור לה הרשות. קרי – הרשות היא גם זו אשר תקבע לבורסה אילו דו"חות ואיזה מידע עליה למסור לרשות לניירות ערך.⁸⁰ על מנת לאפשר לרשות לניירות ערך פיקוח ובקרה אפקטיביים על הנעשה בבורסה, רשאי נציג הרשות להיות נוכח בישיבות של דירקטוריון הבורסה, בישיבות של ועדות הדירקטוריון וכן באסיפות הכלליות של הבורסה.⁸¹

77 ה"פ (ת"א) 691/91 החברה האמריקאית-ישראלית לגז בע"מ נ' "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ ואח' (להלן: "פרשת החברה האמריקאית-ישראלית לגז"), פ"מ תשנ"ד (3) 3.

78 ע"ש (ת"א) 892/95 קרדן השקעות בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (4) 473.

79 ה"פ (ת"א) 1589/95, 1740 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט ואח' (להלן: "פרשת ישקר" מחוזי) (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג (1) 44 רע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (להלן: "פרשת ישקר-עליון") (לא פורסם), דינים עליון, כרך נב, 521.

80 ראו סעיף 51(ג) לחוק.

81 ראו סעיף 51(ד) לחוק. מלשון הסעיף עולה, כי הנציג משולל זכות הצבעה ונוכחותו תהא כשל משקיף בלבד.

חוק ניירות ערך מסמיך את הרשות להתערב בפעילות הבורסה ולהורות לה כיצד לפעול, אם סברה שהבורסה אינה פועלת כדין, אינה פועלת באופן התואם את תקנון הבורסה, או אינה שומרת על מסחר הוגן ותקין בבורסה.⁸² במקרה שהרשות מוצאת, כי הבורסה אכן פעלה שלא כדין עליה לאפשר להנהלת הבורסה להסביר את פעולותיה, אם כי לרשות לניירות ערך שמורה זכות ההכרעה בעניין זה. אם לא תשתכנע כי הבורסה פעלה כדין או כראוי, שמורה לרשות לניירות ערך הסמכות להורות לבורסה כיצד לפעול.

המחוקק הסדיר, אם כן, באופן ברור וחד את מערכת היחסים בין שני גופים אלו. בעשותו כאמור דאג למנוע חיכוכים מיותרים ואי-ודאות ביחס לחלוקת הסמכויות והגדרת תחומי סמכויות בין שני גופים אלו, העוסקים שניהם בהיבטיו השונים של שוק ההון והמסחר בניירות ערך. מלשון החוק ברור, כי לרשות לניירות ערך מסורה הבכירות הבלתי מעורערת בנושאי ניירות ערך, וזאת, גם כאשר אמורים הדברים בממלכה, הלכאורה-בלעדית של הבורסה – המסחר בניירות ערך. גם בנושא מקצועי זה אין הבורסה אדון לעצמה, והרשות אוחזת בידיה את הסמכות להורות לבורסה לפעול בדרך הנראית לה ראויה. במקרה של חילוקי דעות, ההכרעה היא בידי הנהלת הרשות לניירות ערך.

ההסבר להיררכיה זו בין שני הגופים ניתן על ידי בית המשפט המחוזי בפרשת נמרודי לנד דבלופמנט, אשר קבע כי הרשות לניירות ערך, ולא הבורסה לניירות ערך, היא אשר מופקדת על האינטרסים של ציבור המשקיעים, בעוד שהבורסה, לדבריו –

“אינה אלא אורגן לרישום ניירות ערך ולניהול העסקאות בהן בדרך שתבטיח את המסחר התקין וההוגן, ואל לה להתיימר וליטול מסמכויות שהחוק העניק במפורש (בסעיף 2) לרשות לניירות ערך.”⁸³

אף אם נדמה כי ראיית הבורסה לניירות ערך כ"אורגן לרישום ניירות ערך ולניהול עסקאות בניירות ערך", ותו לא, היא תפשיה צרה מדי ואף טכנית של תפקיד הבורסה, הרי ברור כי מצטיירים ממנה יחסי הכפיפות הברורים בין הבורסה לבין הרשות. עם זאת, נדמה, כי תפקיד הבורסה בוודאי אינו תפקיד טכני בלבד. על כן אין לפרש את סמכויותיה באופן צר וטכני גרידא, שכן לא ניתן לומר, באותה נשימה, כי הבורסה ממלאת תפקיד ציבורי על פי דין וכי היא – "אינה אלא אורגן לרישום ניירות ערך ולניהול עסקאות".⁸⁴ זאת ועוד, אף אם ביחסים שבין הבורסה לרשות ברור, הן מלשון חוק ניירות ערך והן מהפסיקה בנושא זה, כי הבכורה שמורה לרשות לניירות ערך, גם אז אין מקום לשלול מהבורסה את תפקידה לשמור על האינטרס הציבורי.

בהקשר לסמכויות הפיקוח של הרשות על הבורסה, ראוי להזכיר את פרשת העיתונאי

82 ראו סעיף 51(ב) לחוק.

83 ראו ע"ש (ת"א) 272/89 נמרודי לנד דבלופמנט ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, פ"מ תש"ן (2) 89, בעמ' 99.

84 ראו שם, שם, מול האות ב', והשוו – שם מול האות ז'.

יואב יצחק: בית המשפט בישראל כבר קיבל בפרשה זו את טענת העיתונאי יואב יצחק, כי הרשות לניירות ערך לא הפעילה פיקוח כראוי על הבורסה, ואישרה החלטה של דירקטוריון הבורסה, שנתקבלה שלא כדין.⁸⁵

באותה פרשה, אישר דירקטוריון הבורסה את צירוף חברת דברת-שרם כחברת בורסה, לתקופת ניסיון של שנתיים. יצחק טען, כי בדיון בדירקטוריון הבורסה נטלו חלק ארבעה אנשים הקשורים לדברת-שרם בקשרי עבודה והמוגדרים, על כן, כ"בעלי עניין מוסדי". לטענתו, נכחו בהצבעה עוד שלושה אחרים שהם "בעלי עניין אישי".⁸⁶ בית המשפט המחוזי בירושלים, מפי השופטת שידלובסקי-אור, קיבל את טענות יצחק וקבע כי לפחות ארבעה, אם לא חמישה, מהנוכחים בהצבעה בדירקטוריון הבורסה היו אכן בעלי עניין מוסדי. לא רק זאת, אלא שהם אף נמנעו מלגלות את העניין האישי שלהם ליו"ר הדירקטוריון.

אף שהחלטת דירקטוריון הבורסה אושרה בשנית בהחלטה מאוחרת יותר של הדירקטוריון, בה לא השתתפו הדירקטורים ה"נגועים" בעניין אישי/מוסדי, ביטל בית המשפט גם את ההחלטה השנייה של הבורסה. בהחלטתו לא חסך בית המשפט ביקורת גם מהרשות לניירות ערך על הימנעותה מלמלא את תפקידה ולעשות שימוש בסמכותה על פי סעיף 51 לחוק.⁸⁷ זאת, במיוחד לנוכח העובדה שההחלטות התקבלו בבורסה בניגוד לנוהל תקין והיו פסולות מעיקרן, בשל ניגוד העניינים של חלק ניכר מהנוכחים, כאמור.

3.6 סמכויות לעניין אכיפת הוראות חוק החברות

בחודש אפריל 2003, פרסמה הרשות לניירות ערך כי בכוונתה לזום תיקון חקיקתי אשר יקנה לה סמכויות אכיפה, לא רק לגבי חוק ניירות ערך אלא גם לגבי חוק החברות. הנימוק המרכזי ליוזמה זו של הרשות, מעבר לרצון – המאפיין כל רשות מינהלית וממשלתית – לספח ולנכס לעצמה סמכויות רבות ככל האפשר, הוא להגביר את האכיפה של הוראות חוק החברות. הוראות אלו, לטענת הרשות, אינן נאכפות דיין, בין היתר, משום שחלק מההוראות קובעות עונש אזרחי בלבד קרי –

85 ראו ע"ש (י"ם) 47/93 יואב יצחק נ' רשות ניירות ערך ואח' (להלן: "יואב יצחק-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו' (3) 555.

86 המונח "עניין אישי" בהקשר זה מתייחס למשקיעים מוסדיים או גופים, כגון חתמים, הקשורים לתאגיד שעניינו מובא בפני הדירקטוריון, במקרה זה – דברת-שרם. ראו בעניין זה את ההגדרות ל"בעלי עניין מוסדי" ו"בעל עניין אישי" בסעיף 53 לתקנון הבורסה.

87 ראו פרשת יואב יצחק-מחוזי, לעיל הערה 85. בית המשפט לא הסתפק בהחלטה המאוחרת שקיבלה הבורסה, שכן זו היתה החלטה פרוצדורלית של הצבעה-חוזרת, ללא כל דיון ענייני, בשאלה אם לקבל את דברת-שרם כחברת בורסה. פגם מהותי נוסף שנפל בהחלטות הבורסה היה העדר כל התייחסות של חברי הדירקטוריון לדו"ח של הרשות לניירות ערך, לעניין החשד למעורבותם של דברים ושרם בעבירות פליליות בניירות ערך, וזאת, בעקבות חקירה שנוהלה בעניין זה (יודגש, שחקירה זו הסתיימה בלא הגשת כתב אישום). חברי דירקטוריון הבורסה כלל לא רצו לעיין בדו"ח זה, לאחר שנמסר להם על קיומו, וסברו ברוב דעות כי הדו"ח כלל אינו רלוונטי.

רק מקנות זכות תביעה אזרחית (בין תביעה כספית ובין תביעה לסעד הצהרתי או לצו עשה), אך אין לצידן עונש פלילי, ואין לצידן הוראות אכיפה ברורות. נדמה, כי יש יסוד של ממש לטענת הרשות כי הוראות חוק החברות מצויות באכיפת-חסר. יש גם ממש בטענה, כי האכיפה החלקית והחסרה פוגעת באינטרסים של הציבור הרחב, לרבות ציבור המשקיעים בחברות ציבוריות. הסיבות לכשלון האכיפה של חוק החברות רבות ומגוונות, ולא כאן המקום לעסוק בהן.

ייאמר רק, כי נדמה שהמצב הנוכחי נובע, בין היתר, ממדיניות שיפוטית נוקשה מדי לעתים, אשר אינה מתחשבת די הצורך באינטרסים של המיעוט בחברות. בתי המשפט בישראל אינם ערים, לעתים, די הצורך למילכוד בו מצויים בעלי מניות המיעוט בחברות ציבוריות, כמו גם בחברות פרטיות רבות, בהן המניות אינן סחירות. בתי המשפט בישראל נוטים לקבל, כאקסיומה וכהנחת-מוצא שיש לאמצה תמיד, כי הרוב בחברה הוא הרשאי לעשות בה כרצונו. הדבר מוביל לכך שמרבית הפניות לבתי המשפט בשל קיפוח המיעוט, למשל, נדחות במידה רבה בשל אותה אקסיומה, הנזכרת לעיל. במצב דברים זה, וב"אקלים שיפוטי" כזה, ברור, כי קיים קושי אמיתי להגן על זכויות המיעוט ולאכוף את הוראות חוק החברות שעניינן הגנת המיעוט ומניעת קיפוחו. לאור זאת, נראה, כי יוזמת הרשות לניירות ערך הינה יוזמה ברוכה, אם אכן תניב בסופו של דבר אכיפה טובה, נמרצת ויעילה יותר, של הוראות החוק.

3.7 סמכויות מכח חוק הסדרת העיסוק בייעוץ

לרשות לניירות ערך הוקנתה שורה של סמכויות על פי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה–1995, סמכויות הנסקרות בהרחבה בפרק י"ג לספר זה.

3.8 נטילת חלק בהליכים משפטיים בעלי חשיבות ציבורית – תובענות ייצוגית

בהתאם להוראת סעיף 209 לחוק החברות, רשאית הרשות לניירות ערך לשאת בהוצאות הליכיה של תובענה ייצוגית. זאת, אם שוכנעה כי יש בתובענה עניין לציבור וכי יש סיכוי סביר שבית המשפט יאשר אותה כתובענה ייצוגית.

הרשות עשתה שימוש בסמכות זו במספר מקרים, בהם היא אכן מצאה לנכון לנקוט עמדה, לטובת האינטרס הציבורי. מנתוני הרשות לניירות ערך עולה, כי בשנת 1998 נאותה הרשות להשתתף במימון של שתי תובענות ייצוגיות;⁸⁸ בשנת 1999 הסכימה להשתתף במימון 4 תובענות ייצוגיות,⁸⁹ בשנת 2001 הסכימה להשתתף במימון

88 מדובר בתובענה כנגד דיסקונט השקעות ובתובענה כנגד ל.ס. יוזמה. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 1998.

89 מדובר בתובענה הייצוגית כנגד איפקס שיא ניהול קרנות נאמנות בע"מ, בתובענה כנגד כץ תעשיות בע"מ, בתובענה כנגד ויטלגו מפעלי טקסטיל בע"מ, ובתובענה כנגד אלסינט בע"מ וכנגד אלביט הדמייה ואח'. ראו הדו"ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 1999.

תובענה בודדת,⁹⁰ ואילו בשנת 2002 אושרו 6 בקשות להשתתפות במימון תובענות ייצוגיות.⁹¹

4. שמירת סודיות בפעולות הרשות לניירות ערך

על חלק ניכר מפעילותה של הרשות לניירות ערך מוטלים איפול ומסך של סודיות, המעוגנים בלשון החוק. סעיף 13 לחוק קובע כי:

“אין לגלות מדיוניה של הרשות, או מהחומר שהוגש לה או שהוגש לחבריה מכח היותם חברי הרשות, אלא בהסכמת הרשות או יו”ר הרשות... אין בהוראה זו כדי למנוע גילוי לפי דרישת היועץ המשפטי לממשלה לצורך משפט פלילי או לפי דרישת בית המשפט”.

אין ספק, כי חובת הסודיות נועדה לשתי מטרות מקבילות: מחד גיסא, נועד הדבר לאפשר לעובדי הרשות לקבל החלטות ענייניות ומקצועיות, ללא השפעות זרות וללא חשש כי עמדות, שיביעו בפורומים סגורים ופנימיים של הרשות, יודלפו לגורמי חוץ, לרבות למושאי ההחלטות, כגון תאגידים מדווחים, בעלי עניין או בעלי שליטה בתאגידים המדווחים, או משקיעים מהציבור, שהחלטות הרשות עשויות להשפיע עליהם. מאידך גיסא, נועדה חובת הסודיות להגן גם על התאגידים המדווחים, כך שדיונים המתנהלים ברשות לניירות ערך בענייניהם, לא יודלפו לציבור הרחב או לכלי התקשורת.⁹²

5. פרסום החלטות

בהתאם לרוח הסודיות האופפת את הוראת סעיף 13 האמור לעיל, קובע באופן דומה סעיף 9 לחוק, כי החלטות הרשות לניירות ערך לא יפורסמו כדרך של קבע, וכי יפורסמו רק אותן החלטות שהרשות תמצא לנכון לפרסמן.

לא ברור כיצד מתיישבת הוראה זו עם עקרון הפומביות ועם זכות הציבור לדעת, במיוחד ככל שנוגעים הדברים בתאגידים שניירות הערך שלהם הוצעו לציבור. אין ספק, כי חלק ניכר מהחלטות הרשות נוגע לנושאים שבוודאי רלוונטיים לקבלת ההחלטות של “משקיעים סבירים” רבים. הוראות הסודיות, כמפורט בסעיף 13 מחד גיסא ובסעיף 9 מאידך גיסא, מקנות לרשות לניירות ערך חופש פעולה נרחב, תחת מעטה של סודיות בעייתית.

אכן, גם בפרסומי הרשות באשר להחלטותיה, נזכר רק לעתים רחוקות שמה של

90 מדובר בתובענה ייצוגית כנגד חברת סנואי ישראל בע”מ וחברת מירג’ פיתוח ישראל בע”מ (בשליטת גד זאבי). ראו הדו”ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2001, לעיל הערה 22.

91 ראו הדו”ח השנתי של הרשות לניירות ערך לשנת 2002, לעיל הערה 22, בעמ’ 71.

92 ראו דברים ברוח דומה – פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז, לעיל הערה 77.

החברה או שמם של בעלי העניין או השליטה, בהם עוסקות ההחלטות. עובדה זו מרוקנת במידה רבה את האפקטיביות של החלטותיה והטמעתן בציבור בכלל, ובציבור שחקני שוק ההון בפרט.

6. ערעור על החלטת הרשות לניירות ערך

6.1 כללי

צד הרואה עצמו נפגע מהחלטת הרשות לניירות ערך בעניין כלשהו, רשאי לערער על החלטתה לבית המשפט המחוזי.⁹³ הוראה זו משווה את מעמד הרשות למעמד גופים סטטוטוריים או ממשלתיים אחרים, שגם על החלטתם ניתן לערער לבית המשפט, דוגמת – כונס הנכסים הרשמי, האפוטרופוס הכללי, רשם הפטנטים, רשם המקרקעין, ואחרים.

משמעות הערעור על החלטת הרשות לניירות ערך היא, כי בית המשפט, בפניו תבוא החלטת הרשות, יוכל להחליט את ההחלטה שהיה – לדעתו – על הרשות לקבל מלכתחילה.

עם זאת ברור, כי הדברים אשר פורטו בפרק העוסק בסמכויות הבורסה לניירות ערך, נכונים ביתר שאת גם ביחס לרשות לניירות ערך.⁹⁴ קרי, בית המשפט לא יתערב בנקל בהחלטות הרשות לניירות ערך באותם נושאים בהם יש חשיבות למומחיות שיש לאנשי הרשות בתחום ניירות הערך.⁹⁵

ואולם, הניסיון מלמד, כי לעתים נדירות בלבד, אם בכלל, סבר בית המשפט, כי לרשות לניירות ערך יש מומחיות המצדיקה כיבוד אוטומטי של החלטותיה. ייתכן שנובע הדבר מכך שאותם מקרים (המעטים יחסית) הבאים בפני בתי המשפט והנוגעים להחלטות הרשות, עוסקים בהחלטות בהן הפעילה הרשות שיקול דעת, עליו ניתן להרהר ולערער. באותן פרשות סברו המערערים (בדרך כלל – תאגידים בורסאיים), כי שיקול הדעת שהופעל על ידי הרשות לניירות ערך לא היה כדין או לא היה סביר או כי הרשות פעלה בחריגה מסמכות. לעתים, כפי שייסקר להלן, אכן התקבלו טיעונים אלו על ידי בתי המשפט.

יודגש, כי בחלק ניכר מהמקרים, בהם עסקו החלטות הרשות בבתי המשפט, אכן נדונו נושאים מקצועיים של ניירות ערך. אף על פי כן, לא מצאו בתי המשפט לסוד הצידה ולכבוד, על אתר ובאופן אוטומטי, את החלטת הרשות לניירות ערך. תחת זאת, בדקו, שקלו וראו בתי המשפט אם אכן שקלה הרשות שיקולים סבירים וראויים, או לחלופין – האם פעלה בסמכות.

93 ראו סעיף 14א לחוק.

94 ראו בעניין זה פרק ד' לספר זה.

95 ראו בעניין זה פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז, לעיל הערה 77.

כמובן, לא אחת ציין בית המשפט כי –

”...ובענינים שבמומחיות, בהם בקיאה הרשות, יתן בית המשפט משקל לשיקוליה המקצועיים.”⁹⁶

יודגש עם זאת, כי גם בית המשפט שאמר דברים אלו, הגם שהכיר במומחיותה של הרשות, לא קיבל – בהכרח – את עמדתה בכל עניין מקצועי, אלא רק ציין, כי הוא “ייתן משקל” לשיקוליה המקצועיים. ואכן, גם בנושאים מקצועיים מובהקים, דוגמת השאלות – מתי יש צורך בפרסום תשקיף ואם שינוי תנאי איגרות חוב שהונפקו לציבור מהווים “הצעה של ניירות ערך לציבור”, המחייב פרסום תשקיף, גם אז לא היסס בית המשפט מלהתערב בהחלטות הרשות, לבקרן ולהפכן על פיהן.⁹⁷ דוגמא נוספת להתערבות בית המשפט בשיקוליה הלגיטימיים-לכאורה של הרשות לניירות ערך היה נושא של קביעת קנסות בגין הפרת חוק להשקעות משותפות לנאמנות, שם הפך בית המשפט המחוזי את החלטת הרשות לניירות ערך, שסברה, כי אין לה כל שיקול דעת וכי היא מחויבת לקנוס קרן נאמנות בגובה המקסימלי הקבוע בחוק.⁹⁸ בית המשפט המחוזי דחה גישה זו של הרשות, ובית המשפט העליון אישר את פסק הדין ודחה אף הוא את עמדת הרשות ופרשנותה לגבי עצם סמכותה על פי החוק.⁹⁹ להלן יידונו הפרשות הבולטות בהן דנו בתי המשפט בהחלטותיה של הרשות לניירות ערך. לעתים, כובדו החלטותיה במלואן ואומצו שיקוליה, על ידי בתי המשפט, ולעתים בוטלה עמדת הרשות ואומצה גישת התאגידים הבורסאיים, שהלינו על החלטות הרשות לניירות ערך. אין למצוא בפסיקה בישראל נכונות עקרונית של בתי המשפט לסגת בפני הסמכות המקצועית בתחומי ניירות ערך, כפי שצוין לעיל.

6.2 נושאים בהם התערב בית המשפט בהחלטות הרשות לניירות ערך

6.2.1 דרישת הרשות לפרסם תשקיף בגין שינוי תנאי איגרות חוב

האם שינוי תנאי איגרות החוב שהונפקו לציבור מהווה “הצעה (חדשה) של ניירות ערך לציבור”, המחייב פרסום תשקיף? הרשות לניירות ערך ענתה על שאלה זו ב”הן” גמור ומוחלט. ואולם, לא כך סבר בית המשפט המחוזי בתל אביב. חברת אלרוד יזום ונדל”ן, שניירות הערך שלה נסחרו בבורסה בתל אביב, ביקשה בשנת 1997 לשנות את תנאי איגרות החוב שהנפיקה לציבור. הטעם לכך היה קשייה הכלכליים הכבדים, עד כדי אזהרת “עסק חיי” בדרו”חותיה.¹⁰⁰ החברה הגיעה להסדר

96 ש.ם.

97 ראו, לדוגמא, בש”א (ת”א) 192291/01 אלרוד יזום ונדל”ן בע”מ נ’ רשות לניירות ערך (להלן: “פרשת אלרוד”) (לא פורסם).

98 ראו פרשת אפיקים-מחוזי, לעיל הערה 71. ראו דיון בפרשה זו בסעיף 3.3.2 לפרק זה לעיל.

99 ראו פרשת אפיקים-עליון, לעיל הערה 72.

100 יצוין, כי החברה סבלה מהמשבר בשוק הנדל”ן, בסוף שנות ה-90 והגרעון בהון העצמי שלה הגיע לכ-12 מיליון ש”ח. עקב מצבה, לרבות – אזהרת “עסק חיי” בדרו”חותיה הכספיים, השעתה הבורסה את המסחר במניותיה. ראו פרשת אלרוד, לעיל הערה 97.

מוסכם עם בעלי האג"ח, לפיו הם יוותרו על חלק מהתשלום במזומן המגיע להם על פי תנאי איגרות החוב. מנגד, התחייבה החברה לפרוע את יתרת הסכום המגיע להם, באמצעות מימוש ערכויות בנקאיות, שהפקידה בידי הנאמן לאיגרות החוב.¹⁰¹ החברה ביקשה את אישור הרשות לניירות ערך להסדר האמור, בנימוק, כי הוא מיטיב למעשה עם בעלי איגרות החוב, בהשוואה לחלופה האחרת העומדת בפניהם והיא – מימוש הבטוחות כנגד האג"ח, בטוחות שניבו להם הכנסה נמוכה מזו המובטחת להם בהסדר האמור. נימוק עיקרי נוסף הוא, כי בלעדי ההסדר הנן, תיקלע החברה להליכי פירוק.

כל הנימוקים הללו לא שיכנעו את הרשות לניירות ערך, אשר סברה, כי מדובר ב"הצעה" של ניירות ערך לציבור, הצעה המחייבת פרסום תשקיף. עמדה תמוהה זו של הרשות נדחתה, ובצדק, על ידי בית המשפט המחוזי, אשר נימק את פסיקתו במספר נימוקים, שכל אחד מהם לבדו די בו כדי לשמוט את הבסיס תחת עמדת הרשות:¹⁰²

ראשית, קשה לראות כיצד שינוי תנאי אג"ח, כנובע מהסכמתם של בעלי איגרות החוב לוותר על חלק מזכויותיהם לשם הצלת החברה (והצלת הנכס שבידיהם – איגרות החוב), מהווה יצירת ניירות ערך חדשים.

שנית, גם שטר הנאמנות עצמו, המהווה יסוד ליצירת איגרות החוב מלכתחילה, יוצר תשתית עתידית לשינוי תנאי האיגרות.

שלישית, ניתן להעלות על הדעת שינויי תקנון של חברה, המשפיעים על זכויות ניירות הערך של החברה. האם נאמר כי בכל מקרה כזה, תיאלץ החברה להיכנס להליך של פרסום תשקיף, על ההוצאות הכבדות הכרוכות בכך ?

רביעית, הרשות לניירות ערך טענה כי יש הבדל מהותי בין שינוי תנאי אגרות החוב, לבין הארכת תקופת המימוש של כתבי אופציה, שכן השינוי השני אינו מהווה הצעה של ניירות ערך חדש, להבדיל מהמקרה הראשון.

טיעון זה מעורר תמיהה, והוא אכן נדחה על ידי בית המשפט. אין יסוד להבחנה האמורה, שכן בשני המקרים דובר על שינוי בתנאי ניירות ערך.

היסוד להבחנה האמורה, לגישת הרשות, היה שהארכת תקופת מימוש האופציות מיטיבה, לכאורה, עם בעלי האופציות, בעוד ששינוי תנאי איגרות החוב מרע את תנאי בעליהן.

גם על טיעון זה ניתן לערער בקלות רבה: ראשית, לא בהכרח מיטיבה הארכת תקופת המימוש של כתב האופציה עם בעליו. אמנם לעתים, ההארכה נובעת מכך

101 נוסף לאמור לעיל, התחייבה החברה להקצות בעתיד לבעלי איגרות החוב, מניות, שיהוו 25% מההון המונפק של החברה, וזאת, גם לאחר שהחברה תקצה מניות נוספות לבעלי המניות הקיימים של החברה, בדרך של הצעת זכויות. הקצאה זו תידרש על מנת להשיב את מניות החברה למסחר, לאחר ההשעיה שכפתה הבורסה.

102 ראו פרשת אלרוד, לעיל הערה 97.

שבתום תקופת המימוש המקורית, האופציה היא "מחויב לכסף", באופן שאינו מצדיק את מימושה, ובדרך זו אובדים לחברה כספים היכולים להיות מגויסים על ידה (כתוצאה ממימוש האופציות).

ואולם, ניתן להעלות על הדעת מקרים בהם לא ייטיב שינוי זה עם בעלי האופציות, או לפחות — לא עם כולם. לעתים, יהיה כדאי יותר לבעלי האופציות לממש אותם במועד המקורי, ולא במהלך תקופת ההארכה. למשל, אם שער המניה יירד לאחר הארכת תקופת המימוש של האופציה. מנגד, שינוי תנאי איגרות החוב, כתנאים של פרשת אלרוד, למשל, אינו מרע את מצבם של בעלי איגרות החוב. במיוחד כשים לב לחלופה הריאלית, שהיא, למעשה, כניסת החברה להליכי פירוק.

חמישית, אין זה סביר לדרוש מחברה המצויה על עברי-פי-פחת והליכי פירוק, לפרסם תשקיף, שהוא הליך יקר ביותר וממושך. כל זאת, כאשר יש ספק — כאמור לעיל — אם שינוי תנאי איגרות החוב פוגע במצב בעליהן, וכאשר יש ספק פרשני ממש אם אמנם נוצר נייר ערך "חדש", המצדיק "הצעה" בדרך של פרסום תשקיף.

שישית, לא כל שינוי בתנאי נייר ערך יכול וצריך להיחשב כמצדיק "הצעה" לציבור של ניירות ערך, שכן גם סעיף 15א לחוק ניירות ערך קובע סייגים לחובת פרסום תשקיף. סעיף זה קובע, כי בין יתר המקרים שלא ייחשבו כ"הצעה" לציבור של ניירות ערך הוא — "הקצאה או העברה של ניירות ערך על פי החלטה שניתנה בהליך לפי סעיף 350 או 351 לחוק החברות".¹⁰³

בעניין זה קבע בית המשפט המחוזי, מפי הנשיא א' גורן, כי אם סעיף 15א לחוק קובע, כי גם "הקצאה" או "העברה" של ניירות ערך יכולות להיחשב, בנסיבות מסוימות, כפטורות מתשקיף, ולא ייחשבו כהצעה לציבור, הרי מקל וחומר שאין לומר כי שינוי תנאי איגרות החוב, ללא הקצאה, יחייבו פרסום תשקיף.¹⁰⁴

6.2.2 דרישת הרשות לפרסם תיקון לתשקיף

שותפות חיפושי הנפט ישראל מקו פרסמה תשקיף, ובמועד ההנפקה עצמה פורסם בעיתונות כי יו"ר החברה פרסם איגרת לבעלי המניות האמריקאיים של החברה, ובה נתונים אופטימיים מאלו שפורסמו בתשקיף ואשר לא היו זהים לנתונים שצוינו בתשקיף.

הרשות לניירות ערך דרשה לפרסם תיקון לתשקיף והחברה סירבה ופנתה לבית המשפט, אשר קיבל דווקא את עמדת החברה. בית המשפט סבר, כי די בפרסום דו"ח

103 הכוונה להליך של "הסדר", שתכליתו הסדר הבראה או הסדר נושים או הסדר פשרה אחר, שהוא בדיוק המקרה דנן.

104 ראו פרשת אלרוד, לעיל הערה 97, בסעיף 20 לפסק הדין. בית המשפט הבהיר שם כי כאשר תבקש החברה לבצע את הקצאת המניות או הקצאת הזכויות, תהיה מחויבת לפרסם תשקיף, ואולם, בשלב זה של אישור ההסדר ושינוי תנאי איגרות החוב, לא חלה עליה חובה כזו.

מיידית על מנת לעדכן את ציבור המשקיעים בדבר הודעת יו"ר החברה, ועל ההבדלים שבין תוכן הודעתו לבין תוכן התשקיף, באותו נושא.¹⁰⁵

התוצאה אליה הגיע בית המשפט באותו מקרה נראית נכונה, אם כי ניתן לערער על ההנמקה לה. בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי השופט טלגם, סבר, כי המידע שפרסם יו"ר החברה, לאחר פרסום התשקיף, לא היה מהותי במיוחד לשיקולי משקיע סביר, וכי מאחר שהוא הופנה למשקיעים בארה"ב, לא נגרם נזק של ממש למשקיעים בישראל.

קשה לקבל הנמקה זו, שכן עצם פרסום מידע אופטימי, או תחזית חיובית, בקשר לקידוחי נפט צפויים של החברה, תחזית שלמען הזהירות לא העזה החברה לכלול בתשקיף, מהווה הפרת חובותיה של החברה והפרת חובת הגילוי. אם מידע זה מהותי, ואין דרך לומר כי מדובר במידע שולי או משני בחשיבותו, חייבת היתה החברה לכלול אותו בתשקיף, אם אמנם יש בו אמת.

הכתרת המידע האמור כ"מידע פרסומי", כהגדרת בית המשפט, אינה שוללת את מהותיות אותו מידע ואינה מונעת אפשרות, כי מדובר במידע מטעה, הסותר מידע שנכלל בתשקיף. ואכן, לא במקרה נמנעה החברה מלפרסם תחזית אופטימית זו בתשקיף והתירה לעצמה לעשות כן בפרסום שהוא, לכאורה, "בלתי-מחייב". בעשותה כאמור היא עקפה את הוראות החוק, המחייבות אותה להביא לידיעת ציבור המשקיעים כל מידע מהותי.

ברור, על כן, כי הניסיון לפרסם מידע כאמור באמצעות פנייה "לא-רשמית" לציבור המשקיעים, הינו ניסיון להתחמק מהאחריות התשקיפית, ועל כן, אין ספק, שעמדת הרשות לניירות ערך היא – ולא עמדת החברה – שהיתה נכונה באותן נסיבות. מנגד, דרישת הרשות היתה נוקשה, קיצונית, ונבעה ככל הנראה מהתחושה (שייתכן שהיה בה שמץ של אמת), שהחברה עקפה בתחבולה ושלא כדין את התחייבותה התשקיפית. אבל נדמה, כי גם אם היה מדובר במידע מהותי, די היה בדיווח מיידית, על מנת להביא את המידע לידיעת ציבור המשקיעים. הפיתרון הראוי היה להורות על פרסום דו"ח מיידית שיפרט את המידע החדש, ולא על תיקון תשקיף, כפי שדרשה הרשות.

סביר להניח, כי במועד הסמוך להנפקה, ציבור המשקיעים המעוניינים בניירות ערך של מנפיק, יגלו עירנות רבה לכל דיווח מיידית, ועל כן סביר להניח שלא היה מקום לתיקון תשקיף, שהוא הליך מסורבל, ארוך ויקר יותר. נראה, כי ההצדקה היחידה לעמדת הרשות היא הרצון להרתיע חברות-מנפיקות מלנקוט תחבולות דומות בעתיד.

6.2.3 החלטת הרשות לקנוס קרן נאמנות בקנס המקסימלי הקבוע בחוק
הרשות לניירות ערך מצאה, כי קרן הנאמנות "אפיקים אג"ח", שנוהלה על ידי חברת

105 ע"ש (ת"א) 1246/93 ישראלמקו אויל אנד גז בע"מ ואח' נ' רשות לניירות ערך ואח' (לא פרסום), דינים מחוזי, כרך לב (8), 93.

אפיקים, חברה לניהול קרנות נאמנות, חרחה משיעור האחזקה המותר לה על פי הדין,¹⁰⁶ ובכך הפרה הקרן את הוראות סעיף 114 לחוק להשקעות משותפות לנאמנות, התשמ"ד-1994.

לאחר ששמעה הרשות את טיעוני הקרן, מצאה שלא לפטור אותה מעונש והחליטה לקנוס אותה בקנס המקסימלי הקבוע בסעיף 114 לחוק האמור. לכאורה, מדובר בשיקולים לגיטימיים של הרשות לניירות ערך ובעניין המסור כל כולו לסמכותה, על פי דין מפורש.

לא כך סברו שתי ערכאות של בתי המשפט בישראל, הן המחוזי והן בית המשפט העליון, שפסלו את החלטות הרשות.

הרשות לניירות ערך סברה באותו מקרה, כי אין לה כל שיקול דעת וכי היא מחויבת לקנוס את קרן הנאמנות בגובה הקנס המקסימלי הקבוע בחוק. בית המשפט המחוזי סבר אחרת, ודחה את הגישה הפרשנית של הרשות לניירות ערך לעניין היקף סמכותה או שיקול דעתה: בעוד שהרשות בחרה לאמץ לעצמה (באופן חריג) פרשנות מצמצמת לעניין סמכותה ושיקול דעתה להטלת קנסות, וסברה, כי אין לה סמכות לפסוק קנס הנמוך מסכום הקנס הנקוב בסעיף 114 לחוק, הרי שבית המשפט המחוזי, ובעקבותיו – גם בית המשפט העליון – דחו מכל וכול את עמדת הרשות ואת פרשנותה לגבי עצם סמכותה.¹⁰⁷

בית המשפט המחוזי ציין באותה פרשה, כי על יו"ר הרשות לניירות ערך, הדן בקנס הראוי, לשיקול שיקולים, כגון האם צמחה לקרן הנאמנות טובת הנאה או רווח כלשהו מההפרה, האם נגרם נזק למחזיקי יחידות הקרן, ושיקולים אחרים. מאחר שגם בית המשפט העליון השתכנע, כי הרשות ויו"ר הרשות לא שקלו שיקולים כאמור, הורה בית המשפט העליון להשיב את הנושא לדיון מחדש בפני הרשות לניירות ערך, על מנת שזו תשקול את כל השיקולים הראויים, בטרם תחליט על הקנס שיוטל על קרן הנאמנות.¹⁰⁸

יצוין, כי סעיף 117(א)(2) לחוק השקעות משותפות בנאמנות קובע כי:

"הרשות רשאית לקבוע שלא יידרש קנס על הפרה לפי סעיפים 114 ו-115, מטעמים מיוחדים שיירשמו".

בית המשפט העליון הסיק מהוראה זו כי אם הוסמכה הרשות לפטור כליל מקנס,

106 ראו תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן בשיעורים המירביים), התשנ"ה-1994.

107 ראו פרשת אפיקים-עליון, לעיל הערה 72.

108 ראו שם. בית המשפט העליון, בדחותו את ערעור הרשות, קבע, כי אף שיש מדרג בסעיף 114, לעניין חומרת הענישה, אין משמעות הדבר כי המחוקק שלל מהרשות שיקול דעת לעניין גובה הקנס, ואין להסיק כי מדובר בסכום קצוב וקבוע. בית המשפט הוסיף וקבע שם כי, בדרך כלל, אכן יוטל העונש הקבוע בסעיף 114, אך זאת בסייג בו מתקיימים "טעמים מיוחדים", כאמור בסעיף 117(א)(2) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

”מטעמים מיוחדים”, הרי מקל וחומר ברור, כי היא הוסמכה גם לקנוס בסכום הנמוך מהקנס המירבי המצוין בחוק.

6.2.4 החלטת הרשות לניירות ערך לדרוש הסרת חיסיון עורך דין-לקוח בקשר לתשקיף

האם חיסיון עורך דין-לקוח חל גם על הליכים הקשורים להכנת תשקיף? הרשות לניירות ערך טענה בפרשת לה-נסיונל כי החיסיון אינו חל ומשום כך חייב עורך הדין לחשוף בפניה מידע, נתונים ומסמכים, שנדרשו לה לשם חקירה פלילית כנגד החברה ומנהליה. הנמקת הרשות לניירות ערך התבססה הן על עקרון הגילוי הנאות והן על העובדה שעורך הדין מחויב לפרסם את חוות דעתו במסגרת התשקיף, באשר לפרטים הנכללים בו. כמו כן, טענה הרשות, כי התקיים באותן נסיבות החריג לחיסיון, לפיו במקרה בו עורך הדין נותן ייעוץ לדבר עבירה, מתבטל החיסיון.¹⁰⁹ בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי הנשיא א' גורן, דחה אחת לאחת את כל טענות הרשות ואימץ את עמדתה של חברת לה-נסיונל, בגיבוי לשכת עורכי הדין, שטענה כי החיסיון אכן חל וכי העובדה שמדובר בתשקיף, אינה גורעת כהוא-זה מהחיסיון. המנפיק, כך קבע בית המשפט – ”צריך להיות בבטחון, כי השירות המקצועי שניתן לו על ידי עורך הדין אינו הופך לחרב פיפיות כנגדו, אלא נועד לסייע לו לבצע את דרישות החוק”.¹¹⁰

6.2.5 סירוב הרשות לדחות את המועד לביצוע מכרז הנפקה

חברת גלבוע תעשיות עץ ביקשה להנפיק ניירות ערך לציבור, וקיבלה היתר לכך מהרשות לניירות ערך. ואולם, בסמוך לפני מועד ביצוע המכרז של ההנפקה, אירעו מספר אירועים חריגים בבורסה, אשר חייבו – לדעת חתם ההנפקה – את דחייתו של מועד המכרז. הקושי שהתעורר נבע מכך שכל שינוי במועד המכרז, שנקבע וצוין בתשקיף, מחייב על פי דין את תיקון התשקיף. תיקון תשקיף מחייב פרסום ודו"חות כספיים עדכניים, מה שהיה מעכב את ההנפקה, ואולי אף מבטלה לגמרי. הרשות נתבקשה, על כן, על ידי המנפיקה לדחות את מועד המכרז, ומנגד – לפטור אותה מצירוף דו"חות כספיים מעודכנים.

בית המשפט, בפניו בא העניין, ביקר את דרך התנהלותה של הרשות לניירות ערך באותה פרשה. על אף פניות החברה, לא קיבלה הרשות כל החלטה פורמלית בעניין זה, לטוב או לרע, ואף כאשר הגיע הנושא לדיון בבית המשפט, לא היתה בידי נציג הרשות גירסה ברורה מה עמדת הרשות לעניין בקשת החברה. בית המשפט המחוזי

109 ראו המ' (ת"א) 11444/97 לה נסיונל חברה ישראלית לביטוח בע"מ נ' רשות ניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי כרך לב(1) 546.

110 שם, בסעיף 15 לפסק הדין.

דיני ניירות ערך

בתל אביב, מפי הנשיא דאז, א' וינוגרד, דחה את עמדת הרשות, אימץ את בקשות החברה והעניק לה את הפטור המיוחל, אגב דחיית מועד המכרז.¹¹¹

6.3 נושאים בהם נמנע בית המשפט מלהתערב בהחלטות הרשות לניירות ערך

החלטת הרשות לדרוש צירוף דו"חות כספיים של חברה "מסונפת" או "כלולה"

למעשה, הנושא היחיד שנדון בישראל, ובו נמנעו בתי המשפט מהתערבות בהחלטה מהותית של הרשות לניירות ערך, היה נושא צירוף דו"חות כספיים של חברה כלולה. בארבע פרשות שונות עלתה בבתי המשפט בישראל שאלת צירופם של הדו"חות הכספיים של "חברה קשורה" או "חברה מסונפת", כהגדרת מונחים אלו בחוק ניירות ערך: פרשת ברנוביץ, משנת 1990, פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז משנת 1991, פרשת קרדן ויבואנית הרכב — UMI, משנת 1995; וכן פרשת ישקר, מאותה שנה. להלן ייסקרו ארבע פרשות אלו.¹¹²

מקרה א' — פרשת ברנוביץ

פסק הדין בפרשת ברנוביץ הינו, ללא ספק, אחד מפסקי הדין המנחים שניתנו בישראל בנושאי ניירות ערך בכלל, ובנושא הגילוי הנאות בפרט.

בפרשה זו נדרשה חברה ציבורית — חברת הנדל"ן ברנוביץ — לפרסם את דו"חותיה הכספיים של חברה פרטית שבשליטתה. יובהר, כי החברה הבורסאית העבירה לחברה הפרטית, טרם הנפקתה, את כל עסקי הבנייה שלה, באופן שלאחר ההנפקה עסקה החברה הבורסאית רק בהשכרת נכסים ובהשקעות בנדל"ן. במסגרת קשרי העבודה בין שתי החברות, ערבה החברה הבורסאית לחובות החברה הפרטית לבנקים השונים. ערבויות אלו היוו כ-30% משווי ההון העצמי של החברה הבורסאית. כל התנגדויותיה של החברה הבורסאית לחשיפת דו"חותיה של החברה הפרטית, לא הועילו והרשות לניירות ערך

111 ראו ע"ש (ת"א) 384/94 גלבווע תעשיות עץ (1982) בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב(2) 396. בהחלטה זו מתח השופט וינוגרד ביקורת על רשות ניירות ערך גם לאור העובדה, כי היא העבירה את הנושא להכרעתו של יו"ר הרשות, בלי שהיתה רשאית לכך, שכן הסמכות היתה של הרשות כגוף, ולא של העומד בראש, אישית. זאת ועוד, גם העובדה שהרשות נמנעה מלקיים דיון מסודר בבקשת חברת גלבווע ולקבל החלטה, חיובית או שלילית בבקשת החברה, מעוררת תמיהה.

112 סעיף 1 לחוק מגדיר "חברה קשורה" כ"חברה מסונפת וכן חברה, אשר חברה אחרת — שאינה חברה-אם שלה — השקיעה בה סכום השווה ל-25% או יותר מההון העצמי של החברה האחרת, בין במניות ובין בדרך אחרת, למעט הלוואה במהלך עסקים רגיל". "חברה מסונפת" מוגדרת באותו סעיף כ"חברה, אשר חברה אחרת — שאינה חברה-אם שלה — מחזיקה ב-25% או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המונפק שלה, או מכח ההצבעה בה, או רשאית למנות 25% או יותר מהדירקטורים שלה". להרחבה בנושא חובות הגילוי והדיווח הכספי המוטלות על חברה קשורה, חברה מסונפת וחברה-בת, ראו פרק ו' לספר זה.

עמדה על דרישתה זו בשל מהותיות עסקי החברה הפרטית לחברה הציבורית, ובשל התלות הרבה של החברה הציבורית בעסקי החברה הפרטית.

שתי ערכאות, אשר דנו בעתירה של החברה הציבורית, נתנו גיבוי מלא לעמדתה של הרשות לניירות ערך.¹¹³ בית המשפט העליון קבע שם, כי מאחר שהרשות לניירות ערך הופקדה על שמירת ענייני ציבור המשקיעים בשוק ההון, הרי שהוקנו לה סמכויות שונות ומגוונות, וביניהן – סמכות לדרוש גילוי נאות מתאגידים מדווחים. זאת ועוד, הרשות לניירות ערך היא רשות ציבורית, עליה חלים כללי המינהל הציבורי, וככל רשות ציבורית סמכויותיה אינן בלתי-מוגבלות.¹¹⁴

יובהר, כי בנסיבות פרשת ברנוביץ, לא מצאו בתי המשפט שדנו בעניין, כי הרשות חרגה מסמכותה או ממתחם הסבירות, אלא מצאו, כי היא פעלה בסבירות, ודרישתה לגילוי דו"חות החברה הפרטית מעוגנת בעקרון הגילוי הנאות.

אין ספק, כי החלטות אלו בפרשת ברנוביץ התבססו במידה רבה על נסיבות המקרה, בו היה ברור לכל כי עסקי החברה הפרטית הינם מהותיים לאלו של החברה הציבורית, וכי החברה הציבורית סיכנה את כספיה במתן ערכויות כה נרחבות לטובת החברה הפרטית. עובדות אלו הפכו את דו"חותיה הכספיים של החברה הפרטית לרלוונטיים ביותר ו"מהותיים" לשיקולי משקיע סביר.

באשר להיקף חובת הגילוי, והיקף סמכותה של הרשות לניירות ערך בסוגיה זו, הבהיר בית המשפט העליון כי סמכויות הרשות לא הוגבלו לדרישת מידע מהתאגיד-המדווח בלבד. סמכויותיה משתרעות גם על מידע הנוגע לצד שלישי, אם כי הדבר תלוי בנסיבות ובקיומה של זיקה בין התאגיד המדווח לבין אותו צד שלישי.¹¹⁵

מקרה ב' – פרשת חברת "דלק" והחברה האמריקאית-ישראלית לגז
בפרשה זו נדרשה חברת הדלק הבורסאית "דלק", על ידי הרשות לניירות ערך לצרף לדו"חותיה הכספיים את אלה של חברה מסונפת לה, החברה האמריקאית-ישראלית לגז. האחרונה היתה חברה פרטית, ובה החזיקה "דלק" בכ-30% מהון המניות ומכח ההצבעה. במשך מספר שנים, ועד לשנת 1986, העניקה הרשות לחברת "דלק" פטור מצירוף הדו"חות של החברה הפרטית. החל משנת 1987 חדלה "דלק" לבקש פטור, שכן לדעתה הדו"חות לא היו מהותיים לעסקי חברת דלק, שכן רווחי החברה הפרטית היו, לטענתה, רק כ-5% מכלל רווחיה. ואולם, בשנת 1990 הפכו רווחי החברה הפרטית למהותיים עבור עסקי חברת דלק והיא שבה לבקש פטור מהרשות, אלא שבקשה זו נדחתה.

113 ראו פסיקת בית המשפט המחוזי בחל אביב, מפי השופט בן יאיר: ע"ש (ת"א) 737/89 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"מ תשנ"א (2) 89. כן ראו פסיקת בית המשפט העליון, מפי הנשיא מ' שמגר בפרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 76.

114 פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 76, בעמ' 836.

115 שם, בעמ' 843.

ערעורה של החברה הפרטית, על כך שהיא נדרשת לחשוף את דו"חותיה, נדחה על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי הנשיא א' גורן, אשר העניק גיבוי מלא להחלטת הרשות לניירות ערך ולפרשנותה להוראות חוק ניירות ערך.¹¹⁶ בית המשפט קבע שם, כי עקרון הגילוי הנאות מחייב חשיפת דו"חות כספיים של חברה פרטית, מרגע בו הם הופכים ל"מהותיים" לעסקי חברה בורסאית, והיא נחשבת לגביה ל-"חברה מסונפת".¹¹⁷ בעניין זה קבע בית המשפט, כי חובת הגילוי היא קוגנטית וכי הגורם היחיד המוסמך להתיר לחברה ציבורית להימנע מגילוי, הוא הרשות לניירות ערך, וכי גם סמכות זו הוגבלה בחוק ניירות ערך.¹¹⁸

מקרה ג' – חברת קרדן ו-UMI

קרדן, חברה ציבורית, החזיקה בכ-45% מזכויות ההצבעה ובכ-39% מהון המניות של יבואנית הרכב, חברת UMI, שהינה חברה פרטית. מכח אחזקות קרדן נחשבה UMI ל"חברה כלולה", כהגדרת המונח בחוק.¹¹⁹ לאחר שפטרה הרשות את חברת קרדן מצירוף דו"חותיה של UMI במשך מספר שנים, סירבה הרשות בשנים 1994–1995 להתיר לה שלא לצרף אותם. זאת, לאחר שהתברר, כי רווחי UMI בשנת 1994 היו מהותיים ביותר, לדעת הרשות, לעסקי חברת האם, קרדן.¹²⁰ בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי הנשיא א' וינוגרד, אימץ במלואה את גישת הרשות לניירות ערך וקבע, כי אין דרך שלא לראות את רווחי החברה הפרטית UMI ועסקיה, כ"מהותיים" לעסקי החברה הציבורית-בורסאית, קרדן. ראוי להעיר, כי בית המשפט דחה את טענת קרדן, כי היא מנועה מלצרף את דו"חות UMI, לאור התחייבות חוזית שלה כלפי החברה הפרטית, וקבע, כי אין בהתחייבות כזו כדי לגרוע מסמכותה של הרשות לניירות ערך לדרוש מהחברה הציבורית גילוי הדו"חות של החברה הפרטית.

- 116 ראו פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז, לעיל הערה 77.
- 117 בית המשפט מסתמך שם, לעניין חשיבות עקרון הגילוי הנאות, על פסק דינו של בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, בפרשת ברנוביץ, אשר פורסם כשנה לפני כן. ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 76.
- 118 ראו פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז, לעיל הערה 77.
- 119 "חברה כלולה" מוגדרת בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993, כ"חברה, למעט חברה מאוחדת וחברה מאוחדת באיחוד יחסי, שהשקעת התאגיד בה כלולה בדו"חות התאגיד על בסיס השווי המאזני". יצוין, כי "חברה מאוחדת" מוגדרת שם כ-"חברה שדו"חותיה מאוחדים עם דו"חות התאגיד, למעט חברה מאוחדת באיחוד יחסי". "חברה מאוחדת באיחוד יחסי" מוגדרת שם כ-"חברה שדו"חותיה מאוחדים עם דו"חות התאגיד בדרך של איחוד יחסי". להרחבה בנושא חובות הדיווח הכספי ראו פרק ו' לספר זה.
- 120 התברר שבשנת 1994 היו רווחי UMI הגורם לכך שקרדן סיימה אותה שנה ברווח של 1.7 מיליון ש"ח, ובלעדי רווחי UMI היתה קרדן מסיימת את השנה בהפסד של כ-4.2 מיליון ש"ח. ראו – ע"ש (ת"א) 892/95 קרדן השקעות בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (4) 473.

מקרה ד' – חברת דיסקונט השקעות וחברת ישקר העימות בין אינטרס הגילוי של הציבור הרחב לבין אינטרס הפרטיות של חברה פרטית, התגלה במלוא עוצמתו בפרשת דיסקונט השקעות וחברת ישקר.¹²¹ בפרשה זו, עמדו מנגד שתי חברות הקשורות זו בזו, כאשר כל אחת מונחית על ידי מערכת נפרדת של אינטרסים ורצונות, ועל כל אחת מהן חלה מערכת נפרדת ושונה בתכלית של הוראות דין. מחד גיסא, ניצבה חברת השקעות דיסקונט, חברה ציבורית ובורסאית, שאחזה בידיה כ-27% ממניות ישקר, חברה פרטית. ישקר, בהיותה חברה פרטית, היתה מקור מהותי לרווחי החברה הציבורית. לאור זאת, תבעה הרשות לניירות ערך מהחברה הבורסאית לצרף בדו"חותיה את הדו"חות הכספיים של החברה הפרטית. ישקר, בהיותה חברה פרטית, סירבה בתוקף לחשוף בפני הציבור את דו"חותיה, והסתמכה, בין היתר, על חוק הגנת הפרטיות. ואולם, עמדה זו של ישקר נדחתה על ידי שתי הערכאות שדנו בנושא, תוך מתן גיבוי מלא לעמדת הרשות לניירות ערך.¹²² עמדת הרשות לניירות ערך וחברת דיסקונט השקעות, שאומצה כאמור הן על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי השופט ג' קלינג, והן על ידי בית המשפט העליון, היתה, כי במפגש האינטרסים תינתן עדיפות ברורה לאלה של הציבור הרחב וכי חובת הגילוי הנאות תגבר על חובת שמירת הסודיות ושמירת הפרטיות של החברה הפרטית.

יתרה מזאת, בית המשפט העליון פסק באותו מקרה, כי חובת הגילוי, החלה על פי הדין על החברה הציבורית, משליכה וחלה גם על החברה הפרטית, מעצם אחזקתה של החברה הציבורית בה, בשיעור המחייב אותה לצרף את דו"חותיה הכספיים של החברה הפרטית לדו"חות החברה הבורסאית.¹²³ זאת, אף שהחברה הפרטית אינה מחויבת לפרסם את דו"חותיה הכספיים.

גישת בתי המשפט בפרשת ישקר ממשיכה את מגמת הפסיקה כעולה הן מפרשת ברנוביץ, הן מפרשת "דלק" והן מפרשת "קרדן" הנזכרות לעיל, ומעידה על מתן עדיפות ברורה לאינטרס הציבורי על פני האינטרס הפרטי, בהקשר של גילוי נאות. מובן שיש לסייג את הדברים לנסיבותיו של כל אחד מהמקרים, ואין להסיק מההלכות דלעיל כי תמיד תידרש חברה פרטית, המוחזקת בידי חברה ציבורית, לחשוף את דו"חותיה. המבחן יהיה, במידה רבה, האם נתונה העסקיים של החברה הפרטית הינם "מהותיים" לעסקיה של החברה הציבורית, השולטת בה.

121 פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 79.

122 ראו שם, וכן ראו פרשת ישקר-מחוזי, לעיל הערה 79. יודגש, כי בפרשה זו היתה הרשות בגדר משיבה פורמלית, שכן ההליך לא הוגש כערעור על החלטת הרשות, אלא התנהל כהליך אזרחי-פרטי בין החברה הפרטית ישקר לבין החברה הציבורית דיסקונט השקעות. כמוכך זה שונה ההליך של פרשת ישקר משלושת ההליכים שנסקרו לעיל – פרשת קרדן, פרשת ברנוביץ ופרשת דלק, שהתנהלו כערעורים על החלטות הרשות. המשיבה בתיק זה, דיסקונט השקעות, היא אשר "ייצגה" מכורח הנסיבות את עמדת הרשות, שכן גם היא תמכה בכך שהיא חייבת לפרסם את דו"חותיה של ישקר.

123 ראו פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 79, בעמ' 15.

7. מעמד עובדי הרשות לניירות ערך

בהתאם להוראת סעיף 10 לחוק, עובדי הרשות לניירות ערך הם עובדי מדינה, וזכויותיהם הסוציאליות זהות לאלו של עובדי מדינה.

על עובדי הרשות חלות מספר מגבלות לעניין פעילותם בניירות ערך:

1. ככלל, נאסר על עובדי הרשות לניירות ערך, בדומה לחברי הרשות, לרכוש ניירות ערך. ואולם לכלל האמור יש חריג, והוא – קבלת היתר מיוחד משר האוצר, היתר אשר יכול להיות מלא או חלקי לגבי סוגי ניירות ערך מסוימים.¹²⁴
2. עובד של הרשות לניירות ערך חייב להודיע לרשות ולשר האוצר, בתוך שבעה ימים ממועד מינויו לתפקיד, על ניירות הערך המוחזקים על ידו ועל ידי בן זוגו, וכן יודיע להם על כל פעולה שביצע – הוא או בן זוגו – בניירות ערך.¹²⁵
3. מגבלה נוספת על עצם קבלת אדם לעבודה ברשות לניירות ערך היא זו המונעת קבלת עובד שהינו חבר הבורסה לניירות ערך או כזה המועסק על ידי חבר הבורסה. כן נאסר על הרשות לניירות ערך להעסיק אדם העוסק בניירות ערך, בין לעצמו ובין עבור אחרים, למעט, אם הוא מועסק על ידי בנק ישראל.¹²⁶ כן לא יועסק ברשות לניירות ערך אדם שלגביו קיים, לדעת שר האוצר, סיכון של ניגוד עניינים בין עיסוקיו האחרים לבין עבודתו ברשות.
4. גם לאחר פרישת עובד הרשות מעבודתו, הוא מוגבל בעיסוקיו כדלקמן:
 1. עובד לשעבר של הרשות לא יהא רשאי לייצג אדם בעניין בו טיפל במסגרת עבודתו ברשות;¹²⁷
 2. עובד לשעבר של הרשות לא יהא רשאי לייצג אדם לפני עובד שהיה כפוף לו ערב פרישתו, ולא יבקש מעובד שהיה כפוף לו להעניק לו זכות, בין עבור עצמו ובין עבור אחרים, וזאת – כאשר הענקת הזכות מסורה לשיקול דעת עובד הרשות. כל זאת – במהלך שנה מאז סיום יחסי הכפיפות בין השניים;
 3. עובד לשעבר של הרשות לא יהא רשאי לקבל – במהלך שלושה חודשים מיום פרישתו – זכות או טובת הנאה מאדם שעמד בקשרים עם הרשות במהלך השנה שקדמה למועד פרישת העובד מהרשות, אלא אם כן קיבל העובד אישור לכך מיו"ר הרשות.¹²⁸

124 ראו סעיף 5(א) לחוק. המגבלה האמורה חלה, כאמור בסעיף 10(ב) לחוק, רק על עובדי הרשות הממלאים ברשות תפקידים מקצועיים או מינהליים. ואולם, מניסוח המגבלה, ומאחר שהיא חלה גם על עובדים מינהליים של הרשות, כלל לא ברור על מי, מבין עובדי הרשות, אין חלה המגבלה האמורה.

125 ראו סעיף 10(ב) לחוק. כן ראו סעיפים 5(א) ו-10(ב) לחוק.

126 ראו סעיף 10(ב) בצוותא עם סעיף 3(ג) לחוק.

127 ראו סעיף 10(א) לחוק.

128 יצוין, כי יו"ר הרשות חייב לדווח על מתן אישור כאמור למליאת הרשות. החוק נוקט לשון

4. עובד לשעבר של הרשות לא יהא רשאי להיות "בעל עניין" בחבר בורסה מכח אחזקת מניות, כל עוד לא עברה שנה ממועד פרישתו, ולא יהיה רשאי להיות עובד של חבר בורסה, במהלך שלושה חודשים ממועד פרישתו, והכל – אלא אם כן קיבל היתר לכך מוועדת ההיתרים של שירות המדינה.¹²⁹
5. עובד לשעבר של הרשות לניירות ערך לא יהא רשאי לעסוק במסחר בניירות ערך, הן עבור עצמו והן עבור אחרים, במהלך שלושה חודשים ממועד פרישתו, אלא אם כן קיבל היתר לכך מיו"ר הרשות.¹³⁰
6. יצוין, כי בכל הנוגע לעובדי מחלקת החקירות של הרשות לניירות ערך או לעובדי הרשות המוסמכים לבצע חקירות, חיפושים וכד' בנושאי ניירות ערך, רשאים שרי המשפטים והאוצר לקבוע הוראות מיוחדות, אשר יחולו עליהם לאחר סיום עבודתם ברשות לניירות ערך.¹³¹

כללית – "עמד בקשרים", בלי להבהיר על אלו "קשרים" מדובר. תכליתו של איסור זה היא למנוע מעובדי הרשות לנהוג במילוי תפקידם במחשבה לעתיד, בחזקת "שלח לחמך", ולמנוע ניגוד עניינים אפשרי בפעולתם כעובדי הרשות.

129 ראו סעיף 10א(ד) לחוק. סעיף זה מסייג את ההגבלה לעניין הפיכה ל"בעל עניין" רק לגבי אחזקת מניות, אך לא לגבי רכישת מעמד של "בעל עניין" מכח מינוי לדירקטור, למשל, אצל חבר בורסה. ראו בנושא זה – את הגדרת "בעל עניין" בסעיף 1 לחוק.

130 יצוין, כי יו"ר הרשות חייב לדווח על מתן אישור כאמור למליאת הרשות.

131 ראו סעיף 10ב לחוק.