

סמכות רשות ניירות ערך להסדיר ענייני משטר חברות

הערה בעקבות מאמרם של נייגר ואלשיך-קפלן

מאת

ד"ר עמיר ליכט*

א. מבוא

בקיץ 2005 פירסמה רשות ניירות ערך (להלן גם "הרשות") הנחיה מכוח סעיף 36א לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק") בעניין סקר עמיתים. הנחיה זו מטילה על כל תאגיד מדווח לגלות מידע אודות מידת שיתוף הפעולה של התאגיד המדווח בביצוע סקירה של עבודת רואה החשבון המבקר שלו על ידי המוסד לסקירת עמיתים שליד לשכת רואי חשבון בישראל. ביצוע סקר עמיתים כרוך בחשיפה ניכרת של ענייני הפנימיים של התאגיד המדווח לעיניהם של רואי חשבון, אשר אינם קשורים קשר ישיר עמו אלא סוקרים את עבודת רואה-החשבון של התאגיד. לא ייפלא איפוא, כי בעת שנקבעה ההנחיה הובעה התנגדות ליישומה מצד איגוד החברות הציבוריות עד שפורסמו נהלים הולמים לכך.

לאחרונה פירסמו איל נייגר ומאיה אלשיך-קפלן מאמר מעל גבי דפים אלה, ובו מתחו ביקורת על הנחיית הרשות.¹ לדעת מחברים אלה:

"הנחיה זו מהווה אך ציון דרך נוסף במה שמצטייר כמגמה נמשכת של התערבות רשות ניירות ערך בדפוסי הפעילות של החברות הציבוריות בישראל ובמשטר החברות (corporate governance), על דרך של הטלת חובת גילוי בעניינים נשוא ההתערבות."²

לדעתם של נייגר ואלשיך-קפלן, אין מדובר בשאלה טכנית גרידא אלא בשאלה "הנוגעת למהותם של דיני ניירות ערך בכלל ואלו הישראליים בפרט."³ המחברים גורסים, כי שימוש זה שעושה רשות ניירות ערך בסמכותה לקבוע כללי גילוי אינו ראוי, שכן הוא יוצר "מעקף להליכי החקיקה המקובלים בדיני חברות"⁴.

* דיקן, בית ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה; פרופסור נספח, בית הספר למשפטים Boalt Hall, אוניברסיטת קליפורניה ברקלי; עמית מחקר, המוסד האירופי למשפט חברות (ECGI).

1. איל נייגר ומאיה אלשיך-קפלן, "סקר עמיתים - התערבות מכוח פיקוח על גילוי נאות", **תאגידים** 5/ב (תשס"ו) 20.

2. שם, שם.

3. שם, בעמ' 22.

4. שם, שם.

ברשימה זו נבקש להציג דעה שונה לגבי השאלה הנזכרת. אנו תמימי דעים, כי שאלה זו עומדת בבסיסם של כל דיני ניירות הערך ואולם במסגרת זו נבקש להבהיר, כי סמכותה של רשות ניירות ערך במשטר משפטי מודרני משתרעת באופן מלא גם על התחום המכונה משטר חברות. כך הדברים מבחינת הדין הרצוי וכך גם מבחינת הדין הפוזיטיבי הנוהג בישראל. בפרט, רשות ניירות ערך מוסמכת לקבוע חובות גילוי שמטרתן ותוצאתן הן שינוי במשטר החברות הנוהג. לעומת זאת, סמכותה המינהלית של הרשות אינה כוללת שתי צורות התערבות אחרות: האחת, קביעת אמות-מידה איכותיות כתנאי סף לכניסת מנפיקים לשוק ניירות הערך; השנייה, קביעת כללי התנהגות, שאינם קשורים לגילוי מידע, ודרישות מבניות לגבי מוסדות החברה, אלא אם הוסמכה לכך בחקיקה ראשית. קוצר היריעה אינו מאפשר פיתוח מלא של עמדה זו במסגרת הנוכחית, אך אנו תקווה כי יהיה בדברים להלן כדי לתרום לפחות לביאור הסוגייה הראשונה.

ב. פערי מידע ובעיית הנציג

נקודת המפתח להבנת העמדה המוצגת ברשימה זו היא הקשר האמיץ בין פערי מידע לבין בעיית הנציג. בעיקרו של דבר, התובנה הבסיסית פשוטה למדי: ביסודם של הסדרים משפטיים וחברתיים רבים עומדת הנחה סמויה, כי מרבית בני האדם פועלים במרבית הנסיבות באופן אנוכי. מתוך הנחה זו נובע, כי כל אימת שפלוני ("השליח" או "הנציג") אמור לפעול לקידום ענייניו של אלמוני ("השולח"), יש חשש כי הראשון יעדיף את ענייניו האישי על פני טובתו של האחרון. ואולם חשש זה מתפוגג במידה ניכרת אם לשולח יש מידע מלא על מעשיו של השליח, שכן אז יכול השולח לכלכל באופן מושכל את צעדיו.

בספרות הכלכלית התפתח דיון ענף בסוגייה זו, אשר זכתה לכינוי "בעיית הנציג" (agency problem).⁵ הנחת היסוד של הכלכלה הניאו-קלאסית הינה, שהפרטים פועלים מתוך שאיפה להשיא את תוחלת התועלת שלהם. התנהגות זו מכונה באופן כללי "התנהגות רציונלית". לפחות בהקשרים הכלכליים, שדיני החברות וניירות הערך דנים בהם, מדובר בתועלת האישית של הפרט עצמו וניתן להתעלם מתועלתם של הקרובים לו מעבר לבני המשפחה הגרעינית, כגון חברי קבוצה חברתית. הנחת הרציונליות בדבר התנהגות הפרטים מנביעה לפיכך, כי כל אימת שיש לפלוני אפשרות להיטיב עם עצמו על חשבון חברו, יש לצפות כי כך יעשה. הגם שהנחה זו אינה מצויינת במפורש במקורות המשפטיים, המשטר המשפטי החל על נציגים למיניהם משקף אותה, לדעתנו, בבירור.⁶

5. מאמר היסוד בסוגייה הוא מאמרם הנודע של Michael C. Jensen & William H. Meckling "Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", 3 J. Fin. Econ. 305 (1976)

6. על דרך ההפלה ניתן לומר, כי למעשה, מדובר בהנחה כי יצר לב האדם רע מנעוריו. במחלוקת אודות השקפה זו עסקו טובי ההוגים ואנו לא נתיימר להוסיף לה. יצויין, כי בין המחברים בתחום משטר החברות יש המוצאים תימוכין להשקפה הנגדית - לאמור, כי יצר לב הדירקטור טוב מנעוריו. ראו, למשל, Lynn A. Stout & Margaret M. Blair "Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law", 149 U. Pa. L. Rev. (2001) 1737

הן הגישה הניאו-קלאסית בכלכלה והן הגישה הקלאסית בדבר האוטונומיה של הרצון במשפט הפרטי, ובפרט בדיני החוזים,⁷ מבוססות על העמדה כי הפרטים מבינים את מצב הדברים לאשורו. יתר על כן, גישות אלה מוסיפות ומניחות, כי הפרטים יכולים לשאת ולתת ביניהם ולכרות חוזה אשר יגדיר את חלוקת הסיכונים והסיכויים ביניהם באופן שיספק את שניהם. מכך נובע, כי גם שולחים ושליחים בכוח מבינים היטב את מערכת היחסים אליה הם שוקלים להיכנס, וכי ביכולתם לכרות חוזה אשר יקבע את חלוקת הסיכונים ביניהם. לנוכח החשש לפעולות אנוכיות של השליח/הנציג, המכונות לא פעם "אופורטוניזם", יש לצפות לכך שהצדדים יסכימו מראש על שורה של צעדים להתמודדות עם אפשרות זו. Jensen ו-Meckling במאמרו החלוצי הצביעו על התמריצים המניעים את השליח (שם נדון יזם של חברה המבקש לגייס הון ממשקיע) להתנהג באופן אופורטוניסטי והראו, כי כל צעדי המנע שיכולים הצדדים לנקוט כרוכים בעלויות. עלויות אלה כונו "עלויות הנציגות" (agency costs).⁸ המחברים הוסיפו ומיינו את צעדי המנע השונים שהצדדים יכולים לנקוט לשלוש קטיגוריות-משנה. הקטיגוריה העיקרית היא הוצאות הניטור (או הוצאות הפיקוח - monitoring costs) והיא כוללת את ההוצאות הכרוכות במעקב אחר פעולותיו של הנציג. הוצאות אלה יכולות לכלול התקנת אמצעי מעקב על ידי השולח, הטלת חובה על הנציג לדווח על מעשיו במתכונת מסויימת (למשל, דוחות כספיים) ובמועדים מסויימים, וכולי. קטיגוריה נוספת היא הוצאות המחויבות (bonding costs) והיא כוללת את אובדן הערך הנובע מרצון הצדדים להבטיח, כי הנציג ימנע מפעולות הסותרות את מטרת השולח (הקטיגוריה השלישית מוגדרת כשיורית ונובעת מן המודל). בין כך או ובין כך, הוצאות הניטור באות על חשבון הערך הכלכלי שאמורה ליצור פעולתו של הנציג, אלא שהן בגדר ההכרח, שכן אחרת - כך מניחה התיאוריה - לא יהיה כל רסן להתנהגותו האופורטוניסטית של הנציג ולא ניתן יהיה לכרות הסכמים לשיתוף פעולה, שיתוף משאבים וכולי.

התפתחויות שחלו בתורת החוזים (contract theory) בתחום הכלכלה, במיוחד מאז שנות ה-80, חידדו את התובנה, כי לא ניתן לכרות חוזה אשר יתעד באופן ממצה את יחסי הצדדים, ובכלל זה גם לא חוזה בין שולח לנציג. חוזה אשר כזה - החוזה המושלם (complete contingent contract) - אינו אפשרי. לכך ייתכנו סיבות רבות.⁹ בין השאר, על מנת להסדיר בהסכם את כל המצבים האפשריים בעתיד, נדרשות עלויות בלתי-סבירות, בזמן ובממון כאחד, לצורך המשא ומתן ולשם עריכת חוזה מעין זה. אף בהעדר מגבלות של זמן וממון, יכולתם המוגבלת בדרך כלל של הצדדים לנבא את

7. לסקירת המודל הקלאסי בדיני החוזים והנחות היסוד שלו ראו דניאל פרידמן ונילי כהן, **חוזים**, כרך א (תשנ"א) 10.

8. Jensen ו-Meckling, **לעיל** הערה 5. לסקירת עלויות הנציגות בהקשר של דיני חברות ראו זהר גושן "בעיית-הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה** (תשנ"ז) 239.

9. הספרות הכלכלית בתחום זה גוּאָה. ראו, למשל, Oliver Hart, **Contracts and Financial Structure** (1995); Kathryn E. Spier, "Incomplete Contracts and Signaling", 23 **Rand J. Econ.** 432 (1992); Douglas B. Bernheim & Michael Whinston, "Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity", 88 **Am. Econ. Rev.** 432 (1998); Oliver Hart & John Moore, "Incomplete Contracts and Renegotiation", 56 **Econometrica** 755 (1988); Oliver Hart, "Incomplete Contracts and the Theory of the Firm", 4 **J. L. Econ. & Org.** 119 (1988).

העתיד גורמת לכך שייתכנו התפתחויות אשר לא נחזו מראש. יתר על כן, ייתכנו מצבי-עתיד מסויימים, שצד לחוזה צופה אותם אל נכון (ואולי אף מייחל להם) אך אין הם מועלים על שולחן המשא ומתן. כך, למשל, במקרה שבו פיקוח על הצד השני אינו אפשרי, או כאשר צד יכול לגלות הפרה של הצד השני אך מסיבות שונות לא יוכל לעמוד בנטל ההוכחה הנדרש לשם אכיפת זכויותיו המשפטיות בבית המשפט (בעיות המוכרות כ-unobservability ו-unverifiability, בהתאמה).

מן האמור לעיל נובע, כי בין השולח לבין הנציג יהיו לעולם פערי מידע. השולח לעולם יידע פחות על מעשי הנציג מאשר יודע עליהם הנציג עצמו. חלק מפערי המידע יינבע מכך, שעלות השגת המידע גבוהה מן התועלת שהוא יקנה לשולח ולפיכך השולח יוותר על השגתו. חלק אחר של פערי המידע יינבע מכך שמדובר במידע שאין ביכולתו של השולח להשיגו כלל. במילים אחרות, בכל מערכת של יחסי נציגות יימצא הנציג ביתרון מידע מובנה ויהיה לו מרחב תימרון לנהוג באופורטוניזם לקידום ענייניו האישיים. בעיית הנציג אינה ניתנת לפתרון מלא, שכן גם כאשר השולח והנציג מוציאים הוצאות ניכרות לצמצומה, אין ביכולתם לאיין את הבעיה כליל. לכל היותר ניתן לשאוף לאופטימיזציה של התועלת הנובעת מיחסי הנציגות לנוכח סיכוני האופורטוניזם של הנציג והעלויות שניתן להוציא לצמצום ההתנהגות האופורטוניסטית.

ג. פערי מידע ויחסי כוח וכפיפות

בטרם נפנה לאמצעים בהם מערכת המשפט יכולה לנקוט לשם צמצום בעיית הנציג - ביניהם, כמובן, חובת הגילוי - נצביע על תחולתה הרחבה של הבעיה. למעשה, בעיית הנציג, שתיארנו לעיל כתופעה הנובעת באופן הכרחי מפערי מידע בין הצדדים, מתארת כל מערכת יחסים של כוח וכפיפות על-פי מודל היחסים המשפטיים של ווסלי הוהפלד (Hohfeld).¹⁰ כוח הוא היכולת להשפיע באופן חד-צדדי על ענייניו של אחר. ובמילותיו של הוהפלד, "ניתן לומר כי לאדם, אשר שליטתו הרצונית היא המכרעת, יש כוח (משפטי) ליצור שינוי ביחסים המשפטיים הכרוכים בסוגייה."¹¹ כפיפות (liability) היא המושג המשפטי המשלים, והיא מציינת את היותו של האחר נתון לכוחו של הראשון. למיטב ידיעתנו, לא מופיעה במשפט החרות בישראל הגדרה ל"כוח". הגדרה כזו גם אינה מצויה בנוסח המוצע של קודקס דיני הממונות.¹² לעומת

10. בראשית המאה הקודמת הציג הוהפלד מודל אלגנטי אשר נועד למצות את כל מערכות היחסים המשפטיים באמצעות דיאגרמה של צמדי יחסים והכפיים - "דיאגרמת הוהפלד". הצמד המפורסם ביותר הוא זכות-חובה. ראו

Wesley N. Hohfeld "Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning", 23 *Yale L.J.* 16 (1913) (hereinafter Hohfeld 1913); Wesley N. Hohfeld, "Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning", 26 *Yale L.J.* 710 (1917) לסקירה ראו Andrew Halpin "Rights and Law: Analysis and Theory" (1997).

11. Hohfeld 1913, שם, בעמ' 44.

12. ראו משרד המשפטים, חוק דיני ממונות, ניתן לצפיה ב- <http://www.justice.gov.il/MOJHeb/Codex> (להלן: "טיטוט חוק דיני ממונות"). הליכי החקיקה הרשמיים של הקודקס בדמות תזכיר חוק והצעת חוק טרם החלו.

זאת, הגדרה ל"כוח" ברוח השקפתו של הוהפלד אומצה במשפט האמריקאי במסגרת הריסטייטמנט השני על שליחות: "כוח הוא היכולת של אדם ליצור שינוי במערכת יחסים משפטיים באמצעות מעשה או מחדל מסויימים."¹³

בכל מערכת נסיבות שבה יש לצד א' עדיפות על-פני צד ב' מבחינת המידע העומד לרשותו של א', ניתן, לכאורה, לראות את א' כמי שיש לו כוח כלפי ב'. פער המידע יוצר מרחב פעולה למי שיש לו עדיפות במידע, אשר בגידרו יכול הוא לקדם את ענייניו האישיים גם על חשבון הצד האחר. כמבואר לעיל, קיומם של פערי מידע הוא לעתים קרובות בלתי-נמנע. מכאן, שגם קיומם של יחסי כוח וכפיפות יהיה בלתי-נמנע. השאלה הנשאלת הינה, באיזו מידה צריכה מערכת המשפט להתערב ביחסי כוח וכפיפות הנובעים מפערי מידע.

לעתים קרובות לא יהיה כל פסול בכך שבעל הכוח ייטיב עם עצמו על חשבון חברו מכוח עדיפותו במידע. כך הדברים, למשל, כאשר בין הצדדים שוררת יריבות ואחד מהם השקיע מאמצים וממון לרכישת מידע חדש. דוגמה אחת היא יחסים חוזיים מסחריים.¹⁴ דוגמה אחרת תיתכן כאשר אנליסט משקיע זמן ומאמץ לבחינת השווי של ניירות ערך של חברה ומגלה בדרך זו הזדמנויות לעשיית עסקה ריווחית עם מי שמידע זה אינו מצוי בידי. בדרך כלל גם לא נראה יחסים כאלה כיחסי כוח וכפיפות. לעומת זאת, במערכות אחרות של נסיבות נראה את העדיפות במידע שיש לאדם על פני רעהו ככזו, שאינה מקנה לראשון זכות לגיטימית להיטיב עם עצמו על חשבון חברו. יחסי שולח ונציג הם דוגמה מובהקת לנסיבות שכאלה.

ד. פערי מידע וחובת האמון

קושי מיוחד מתעורר כאשר פערי מידע המקנים כוח לצד אחד על פני משנהו ומאפשרים לראשון לנהוג באופורטוניזם כלפי האחרון, צומחים מעצם יצירתם של היחסים בין הצדדים. אם יצירת היחסים מאפשרת אופורטוניזם, עשוי הצד הצפוי להימצא בעמדת כפיפות לחשוש מן הפגיעה בו ולהימנע כליל מכניסה ליחסים אלה. לדוגמה, אם אדם מעוניין לשכור את שירותיו של פלוני לשם ניצול הזדמנות עברו, הוא עלול לחשוש כי פלוני ייטול את ההזדמנות לידי (או יעבירנה לאחר תמורת תשלום) מבלי שתהיה לאותו אדם יכולת לפקח באופן מלא על מעשיו של פלוני, ולכן הוא יימנע כליל מלהפקיד את המשימה בידי פלוני. מערכות היחסים המעוררות קושי זה הן, בראש ובראשונה, אלה שבהן צד אמור לדאוג לקידום עניינו של אדם אחר - שליחות, נאמנות, שותפות, משרה בתאגיד, כהונה כמפרק או מנהל עזבון וכיוצא באלה. ואולם, קיומו של כוח אינו מוגבל רק ליחסים שבהם בעל הכוח הוא באופן מובהק הצד החזק יותר. כוח הנובע מעדיפות במידע נוצר גם בידי עובד כלפי מעבידו

13. Restatement (Second) Agency, § 6 ("A power is an ability on the part of a person to produce a change in a given legal relation by doing or not doing a given act.")

14. ראו ע"א 838/75 ספקטור נ' צרפתי, פ"ד לב(1) 231.

או בידי מבוטח כלפי המבטח. באופן כללי נתפסות מערכות יחסים אלה כיוצרות "סיכון מוסרי" (moral hazard) - מונח השאול מדיני הביטוח.

העובדה, כי לא ניתן לאיין באמצעות חוזה את עדיפות המידע, עלולה לגרום לכשל שוק במובן זה שלא ייכרתו כלל חוזים מסוג זה. ככל שהחברה בכללותה רוצה להבטיח, כי מערכות יחסים כאלה אמנם ייווצרו ויביאו תועלת, עליה ליצור מוסדות חברתיים מעבר למוסד החוזה, אשר יצמצמו במידת האפשר את היקף האופורטוניזם ויבטיחו כי יתקיימו שוק עבודה, שוק לביטוח, שותפויות, חברות וכולי. הכלי המרכזי להשגת מטרה זו, לפחות בשיטות המשפט המקובל, הוא הגדרת בעל הכוח - הנציג - כ-fiduciary של הנהנה או הזכאי (beneficiary). מעמד זה מטיל עליו מערכת חובות, אשר יתר הבריות אינן כפופות לה, ובראשן חובת האמון.

במשפט הישראלי מעוגן הסדר יסוד זה במשפט המקובל יציר הפסיקה. כידוע, קובעת הלכת **קוסוי** פרופוזיציה משפטית כללית לפיה "חובת האמון היא חובה כללית המוטלת על בעל הכוח"¹⁵. במסגרת חובת האמון מנוע חב האמון מלהפיק טובות הנאה אישיות מניגוד עניינים עם הכפוף לכוח. על כך מצויים בתי המשפט להקפיד הקפדה יתירה. "עקרונות יסוד אלה מקובלים גם על שיטתנו המשפטית... אכן, בית המשפט קלט את עקרון היסוד בשחר הפסיקה, ומאז הריהו מפתח אותו על פי צרכינו שלנו, כחלק מהמשפט המקובל נוסח ישראל"¹⁶. טיטוט קודקס דיני ממונות משקפת עיקרון זה בסעיפים 512-513 הקובעים, כי חיוב אמון עשוי להיווצר על פי הנסיבות, בין השאר, כאשר ענייניו של הזכאי מופקדים בידי חב האמון לשם ניהולם לטובתו של הזכאי. משנוצרו יחסי כוח וכפיפות ועמם חיוב אמון, קמות לחב האמון שתי חובות עיקריות: חובה אחת, שצויינה לעיל, הינה האיסור להימצא בניגוד עניינים ולהפיק מהם טובות הנאה.¹⁷ לצד חובה זו עומדת חובה נוספת, חובת הגילוי המלא, אשר בהשוואה לראשונה זכתה לפחות תשומת לב בפסיקה עד לזמן האחרון. בגדר חובה זו נדרש בעל הכוח החב חובת אמון לגלות לזכאי כל מידע מהותי הקשור ליחסים ביניהם. בדומה לאיסור על ניגוד עניינים, גם חובת הגילוי המלא נסמכת הן על הדין החרות¹⁸ והן על זה הפסוק¹⁹. היקפה וחשיבותה של חובה זו בהקשר של חבות האמון

15. ע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ**, פ"ד לח(3) 253, בעמ' 280.

16. שם, הדברים נסבו על אמרתו המפורסמת של השופט קרדוזו (Cardozo) בפרשת

Meinhard v. Salmon, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928):

"Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length, are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the "disintegrating erosion" of particular exceptions... Only thus has the level of conduct for fiduciaries been kept at a level higher than that trodden by the crowd."

17. ראו, למשל, סעיף 8 לחוק השליחות, תשכ"ה-1965; סעיפים 10 ו-13 לחוק הנאמנות, תשל"ט-1979; סעיף 254(א)(1) לחוק החברות, תשנ"ט-1999. כן ראו סעיפים 511 ו-515 לטיטוט חוק דיני ממונות.

18. ראו, למשל, סעיף 18(1) לחוק השליחות; סעיף 7(ב) לחוק הנאמנות; סעיפים 254(א)(4) ו-269 לחוק החברות. כן ראו סעיף 517 לטיטוט חוק דיני ממונות.

19. ראו ע"א 741/01 **קוט נ' עזבון ישעיהו איתן ז"ל**, פ"ד נו(4) 171.

של נושאי משרה בחברה מתבררים בהדרגה בשנים האחרונות גם במשפט הישראלי וגם במשפט האמריקאי.²⁰

לאור הניתוח לעיל מתחוור פועלה של חובת הגילוי המלא כאחד משני האדנים עליהם נשענת חובת האמון. גילוי של כל מידע מהותי מצמצם, ככל שהדבר אפשרי, את עדיפות המידע שיש לבעל הכוח, הנציג, ביחס לזכאי. בכך מביא הגילוי לצמצום מרחב הפעולה שיש לנציג לנהוג באופורטוניזם ולהיטיב עם עצמו על חשבון הזכאי. לשון אחר, חובת הגילוי המלא היא אמצעי ראשון במעלה להתמודדות החברה בכללותה עם פגיעתה הרעה של בעיית הנציג.

ה. תכליתה של חובת הגילוי בדיני ניירות ערך

חובת הגילוי המלא היא עמוד התווך של דיני ניירות הערך. אף על פי כן, הדרישה המופנית אל תאגידים המציעים ניירות ערך לציבור, לגלות ולהמשיך לגלות לכולי עלמא כמויות ניכרות של מידע אודותיהם, אינה מובנת מאליה. ככלות הכול, החברה היא בעיקרה התארגנות רצונית, המושתתת על מסגרת בעלת אופי הסכמי.²¹ הסכם מסגרת זה יכול שיקבע גם את היקף הגילוי של התאגיד ונושאי המשרה בו. ההתערבות הרגולטיבית מרחיקת הלכת בהיקף המידע הטעון גילוי, כפי שהיא מקובלת כיום בדיני ניירות הערך בכל המדינות המתקדמות, מחייבת הסבר והנמקה.²² מהיקף המידע הטעון גילוי ומטיבו, תיגזר גם התשובה לשאלה נושא רשימה זו אודות היקף סמכותה של רשות ניירות ערך להסדיר משטר חברות.

בפרשת **ברנוביץ** עמד בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, על התכליות העומדות בבסיס חובת הגילוי על ידי כך שהצביע על האינטרסים החברתיים שדיני הגילוי נועדו להגן עליהם.

עיקרו של דבר, מקובל לראות פעלו של הגילוי בשניים: האחד - הספקתו של בסיס מידע נאות למשקיעים, באופן המאפשר קבלת החלטות רציונאליות

-
20. ראו **קוט, שם**. בשולי הדברים נעיר כי לדעתנו, לא דייק בית המשפט בנייתו המקורות עליהם מבוססת חובת הגילוי המלא ביחסי אמון. בפרט, טעות היא בעינינו לבסס חובה זו על חובת תום הלב כמו גם על זכותו של בעל מניות לקבלת מידע במקרים מסויימים. חובות אלה נובעות ממקורות אחרים ומנביעות מסקנות שונות בדבר היקף החובה ומושאיה. ניתוח מלא של הסוגייה חורג מן המסגרת הנוכחית. השוו ת"א (ת"א) 1981/02 **גרינפלד נ' לסר** (טרם פורסם, ניתן ביום 23.6.03); כן ראו ה"פ 1165/95, המ' 7778/95 **גדיש קרנות תגמולים בע"מ ואח' נ' י-ש-גד תעשיות לתשתית (1993) בע"מ**, דינים מחוזי כו(5) 555. גם דיני החברות במדינת דלאוור עוברים בשנים האחרונות תהליך של עדכון והבהרה בכל הנוגע לחובת הגילוי המלא של נושאי משרה בחברה כחלק מן ה-fiduciary duties שלהם. ראו **להלן** טקסט להערה 38 ואילך.
21. ראו סעיף 17 לחוק החברות הקובע, כי דין התקנון כדין חוזה בין החברה ובין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם.
22. הסברה המושמעת תדיר, לפיה ניירות ערך נבדלים מיתר הנכסים העומדים לממכר בשוק מכיוון שערכם אינו ניכר על פניהם, עומדת על כרעיים דקות. ככלות הכול, בשווקים מודרניים רבים הם הנכסים הבלתי-מוחשיים - למשל, נכסי קניין רוחני כגון פטנטים או תוכנה - שערכם אינו ניכר על פניהם ואין הקונה יכול לאומדם בחושיו. אף על פי כן, חושים לממכר נכסים כאלה אינם כפופים לחובת גילוי מלא. נמצא, התכלית לחובה זו אינה תלויה בטיב הממכר.

בנוגע להשקעותיהם; השני - הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית והתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם... מובן כי קיימת זיקה הדוקה בין הגילוי המלא לבין קיומו של שוק יעיל לניירות ערך, שכן בעזרת החשיפה של מידע רלוונטי יש לשוק יכולת להגיב בזריזות לשינויים הנוגעים למצבה של החברה.²³

הנשיא שמגר מצביע, אם כן, על שני אינטרסים שחובת הגילוי המלא מגינה עליהם, הלא הם שוק ההון בתאגיד. הגילוי המלא נועד לקדם הן את יעילותו ויושרתו של שוק ההון והן את משטר החברות בתאגיד.

הניסוח ההדוק מקפל בתוכו שורה של טעמים, אשר נדונו בהרחבה בספרות. האינטרס החברתי בהגנה על שוק ההון זכה לתימוכין שונים במרוצת השנים. מנקודת מבט כלכלית, מידע אודות התאגיד הוא מוצר ציבורי, דהיינו, הוא אינו מתכלה על ידי עצם השימוש בו וקשה להדיר מן השימוש בו. לפיכך אין תמריצים כלכליים נאותים לשחקנים בשוק לספק את כמות המידע האופטימלית ועלול להיווצר כשל שוק. הטלת חובת גילוי מכוח דין אמורה לפתור כשל שוק זה.²⁴ מחברים אחרים, הדוגלים בגישה חוזית צרה לדיני תאגידים, כפרו בצורך לכפות גילוי מלא מטעם זה. אך גם לדעתם של אלה, יש צידוק לחובת הגילוי כדי לאפשר למשקיעים להשוות ביעילות בין חברות שונות.²⁵ לצד הנימוקים הכלכליים ניצב הנימוק המכונה לא פעם "אמון הציבור". לגירסה זו, ציבור המשקיעים רגיש לאותות אודות איכות ההגנה על זכויותיו ולכן יש מקום לרגולציה שתתמוך באמון הציבור. המוניטין של שוק ניירות ההון כזירה הגונה להשקעות עבור משקי הבית הם מוצר ציבורי, שלחברה בכללותה יש אינטרס להגן עליו.²⁶

בין ובין כך, חובת הגילוי המלא כמנגנון לסיבסוד העברת מידע למעוניינים בו מוצדקת בהקשר זה ללא תלות בתאגיד המדווח ובמשטר החברות בו. לכך יש ביטוי בעובדה, כי הן הכפופים לגילוי מכוח הטעמים הנזכרים והן הנהנים ממנו אינם בהכרח חלק מן התאגיד. בין הכפופים לחובת גילוי (ובמיוחד לאיסורים על הפרתה בדרך של תרמית) מצויים גם שחקנים שאינם מחזיקים בניירות ערך של התאגיד, כגון יועצי השקעות, סחרנים, עיתונאים ואף אנשים סתם. באותה מידה, גם בין הנהנים מן הגילוי מצויים אנליסטים, משקיעים פוטנציאליים בניירות ערך של התאגיד ואף משקיעים בניירות ערך של תאגידים מתחרים.

23. ע"א 5320/90 ברנוביץ נ' רשות ני"ע, פ"ד מו(2) 818, 831 (להלן: "עניין ברנוביץ").

24. ראו

John C. Coffee, Jr. "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System" 70 *Va. L. Rev.* 717 (1984); Merritt B. Fox, "Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment" 85, *Va. L. Rev.* 1335 (1999).

25. ראו Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* 669 (1984)

למותר לציין, הנמקה זו מוגבלת לחברות ציבוריות.

26. ראו Joel Seligman "The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System", 9 *J. Corp. L.* 1 (1983)

לצד ההגנה על שוק ההון קיים אינטרס ציבורי בפיקוח על המשטר בתאגיד. כפי שראינו, לא ניתן להשתית את הסדרי הגילוי בין צדדים ליחסי כוח וכפיפות לשם צמצום בעיית הנציג על חוזה בלבד, ונדרשת התערבות חברתית בדרך של קביעת הסדרים משפטיים מחייבים. לכאורה, ניתן לבסס את הצידוק לכך על נימוקים של יעילות בהספקת הסדרים משפטיים אחידים. דהיינו, אם ניתן להניח שהסדרי גילוי מלא יועדפו על ידי מרבית המתקשרים, יהא זה יעיל יותר לספקם בדרך של הסדר אחיד בחקיקה. בעינינו, אין זה טעם משכנע, מכיוון שהוא טעם חלש התומך רק בחקיקה דיספוזיטיבית. בהקשר של בעיית הנציג וחובת האמון, משמשת חובת הגילוי המלא כלי להתמודדות עם בעיית הסיכון המוסרי וכשל השוק הנובע ממנה. את פערי המידע הקיימים במצבים של סיכון מוסרי יש לצמצם בהסדרים כופים, מכיוון שההנחה היא, שלא ניתן להסתמך על התחייבויות חוזיות. מטעם זה גם לא ניתן להתנות על חובת האמון - ובגידרה, על חובת הגילוי המלא - לפחות לגבי הפרות שלא בתום לב.²⁷

אם כן, פועלה של חובת הגילוי המלא ככלי של משטר חברות הוא צמצום הנחיתות במידע בה נתונים בעלי מניות מיעוט או בעלי מניות מן הציבור לעומת המנהלים בחברה או בעלי שליטה בה. לצד התכלית של צמצום פערי המידע מוזכרת לא פעם תכלית נוספת, שעיקרה הוא יצירת לחץ על בעלי הכוח בחברה להימנע מלעשות שימוש לרעה בכוחם. תכלית זו משתקפת במימרה הוותיקה של השופט ברנדייס הגורסת, כי "אור השמש הוא המחטא הטוב ביותר ואור החשמל הוא השוטר היעיל ביותר."²⁸ דהיינו, בעלי הכוח יהססו לנצל את כוחם לרעה לאור היום יותר מאשר במחשכים. זאת, בין אם מכוח דחף מוסרי פנימי להימנע מבושת-פנים ובין אם מכוח החשש להיתבע על ידי הזכאים, שבעל הכוח אמור לקדם את ענייניהם. אכן, הצורך להתמודד עם בעיית הנציג בחברות הציבוריות היה גם הוא בין הטעמים לקביעת משטר הגילוי בדיני ניירות הערך של ארצות הברית בשנות השלושים.²⁹ בצורה רחבה יותר נטען, כי חובת הגילוי המלא מסייעת לא רק לקיום חובת האמונים אלא בעקיפין גם לקיום חובת הזהירות (שהאפשרות לאכוף אותה בהליך משפטי קלושה).³⁰

27. במסגרת גל הליברליזציה בחקיקת התאגידים בארצות הברית נקבעו מסגרות משפטיות לתאגידים שבהם ניתן להתנות באופן מלא על חובת האמון, כגון חברת אחריות מוגבלת (limited liability corporation - LLC) התוצאה המתקבלת היא כשלוש מוחלט של המסגרת התאגידית. לתוצאות העגומות (או מגוחכות, לפי ראות הצופה) של הסדר זה ראו (McConnell v. Hunt Sports Enterprises, 725 NE 2d 1193 (Ohio 1999)).

28. Louis Brandeis, *Other People's Money* (1914) 85.

29. ראו Paul G. Mahoney, "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems", 62 U. Chic. L. Rev 1047 (1995).

30. ראו Louis Lowenstein, "Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure" (Colum L. Rev. 1335 (1996) 96).

עקרונית, תוכן של החלטות ניהוליות, שאינן נגועות בניגוד עניינים (ולכן מפרות את חובת האמונים) או בחוסר תום לב, אינו נתון לביקורת שיפוטית וזאת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgment Rule) המשתקף בסעיף 253 לחוק החברות.

חשיבותם של טעמי משטר החברות במסגרת הציודקים להטלת חובת הגילוי המלא נלמדת גם מהיקף המידע הטעון גילוי ומן המקורות המשפטיים לפרשנות היקף החובה. הדינים השונים הקובעים חובת גילוי על בעלי כוח, בגידרה של חובת האמון נוקטים דרך שגרה במבחן המהותיות³¹ שהוא, כידוע, מבחן-העל להיקף המידע הטעון גילוי גם בדיני ניירות ערך.³² אולם דווקא בחקיקת ניירות הערך לא הופיע עד לאחרונה ממש כל איזכור לתיבה "מהותי" או נגזרותיה בהוראות ההסמכה לקביעת היקף המידע הטעון גילוי. כך, סעיפים 17 ו-36(ג) לחוק ניירות ערך מבוססים על מבחן "המשקיע הסביר".³³ היה זה בית המשפט העליון בפרשות **ברנוביץ, גיבור סבריינה ורוזוב**, אשר המיר את מבחן המשקיע הסביר במבחן המהותיות, תוך הפניה מפורשת לפרשנות מושג זה בדין האמריקאי. לפי גישה זו, מידע הוא מהותי אם בעיני משקיע סביר יש בפרט המידע האמור כדי לשנות את מכלול המידע העומד לרשותו - זהו המבחן הידוע בכינוי "מבחן מכלול המידע" (the total mix test).³⁴

החלת מבחן מכלול המידע מאלפת במיוחד בהקשר של משטר חברות. במקרים רבים מידע ייחשב למהותי מבחינה משפטית אף אם אין הוא משקף שינויים משמעותיים בערכים הכלכליים הרלוונטיים לחברה המדווחת. הדוגמה המובהקת למידע מסוג זה היא מידע אודות המשטר בחברה. עסקה של נושא משרה בחברה, הנגועה בניגוד עניינים, טעונה גילוי מלא אף אם שוויה הכספי נופל בהרבה מערכי סף המקובלים בקרב חשבונאים. זאת מכיוון שהיא משליכה על יושרת ההנהלה (management integrity) באופן כללי.³⁵ כלל זה אינו מוגבל רק לעסקות בניגוד עניינים,

31. ראו הפניות לעיל הערה 18. בפרשת קוט לא נדון בפירוט המבחן להיקף המידע הטעון גילוי בגדר חובת האמון, אך בית המשפט, מפי השופטת פרוקצ'ייה, נוקט לשון התומכת בהחלת מבחן המהותיות בקובעו, כי מנהלי החברה הפרו את חובת האמון כלפי קוט בכך ש"לא גילו לבעלי המניות במסגרת מהלכיהם לגיוס הון פרטים מהותיים שהיו נדרשים כדי לאפשר להם לקבל החלטה מושכלת בכל הקשור לשינוי מבנה ההון."
32. ראו **ברנוביץ, לעיל** הערה 23; ע"א 1928/93 **רשות ני"ע נ' גבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ**, פ"ד מט(3) 177; ע"פ 4675/97 **רוזוב נ' מד"י**, פ"ד נג(4) 337.
33. תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תשי"ל-1970 מזכירה את יסוד המהותיות: "בדוח יובאו פרטים בדבר כל אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד."
34. ראו, למשל, **ברנוביץ, לעיל** הערה 23, בעמ' 837:
- אמת המידה של ה'מהותיות' (materiality) הינה זו השלטת במשפט האמריקני, שם נקבע, כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (material facts) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון - ניתן להכליל ולומר, כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין.**
35. ראו **ברנוביץ, לעיל** הערה 23, בעמ' 838:
- יש הסוברים כי אפילו אם אין בגילוי משום השפעה ישירה על מצבה הכלכלי של החברה, הרי מקום בו מדובר בעיסקה יוצאת דופן עם בעלי עניין, המידע אודות עיסקה כאמור יהא מהותי עבור המשקיע הסביר. לחשיפתו של המידע יש**

שגילוי מלא לגביהן מוסדר בדין בדרך כלל.³⁶ בעניין **גבור סבריינה** הבהיר השופט גולדברג, כי דבר מחלת הנפש (דמנטיה סנילית) של נשיא החברה ויו"ר הדירקטוריון הוא מידע מהותי לעניין דו"חות כספיים שאושרו בחתימת ידו, הגם שהלה כבר הלך לבית עולמו ותוקפו של המידע הכספי שנכלל באותם דו"חות פג לאחר שפורסמו דוחות מאוחרים יותר. זאת, מכיוון שאישור הדו"חות נעשה בידיעתם של יתר חברי הדירקטוריון, שהיו בני משפחתו של יושב הראש והמשיכו לכהן. עובדה זו נוסכת אור חדש על יושרתם ואיכות תיפקודם של חברי הדירקטוריון,³⁷ היא משנה באופן מובהק את מכלול המידע אודותם, וייתכן שיש בה כדי לבסס עילת תביעה נגדם.

זאת ועוד. עיון מזורז בתולדותיו של מבחן מכלול המידע בדין האמריקאי מדגים היטב את עירוב התחומין בין דיני החברות לדיני ניירות הערך ועד כמה מוגבל תוקפה של ההבחנה בין שני הדינים. במשפט האמריקאי נודעת להבחנה זו חשיבות בלתי מבוטלת, שכן נובעות ממנה השלכות לגבי חלוקת הסמכויות בין המדינות השונות לבין הממשל הפדרלי. בעוד שלמדינות מוקנית הסמכות לקבוע הסדרים בדיני תאגידים בכל הנוגע לענייניהם הפנימיים, לזרועות הממשל מוקנית הסמכות להפעיל את דיני ניירות הערך הפדרליים. הורתו של מבחן מכלול המידע בפרשת TSC Industries,³⁸ שם נדונו הוראות של נציבות ניירות ערך האמריקאית (SEC) לגבי מסמכי גילוי בקשר עם שידול להצבעה (proxy statements). הקשר זה כשלעצמו מצוי בתחום-הביניים שבין שני הדינים, שכן ההצבעה באסיפה הכללית היא הליך פנים-תאגידי מובהק והקשר בינה לבין הצעת ניירות ערך לציבור או למסחר בהם הוא רופף. מכל מקום, מבחן זה אומץ לדיני החברות של דלאוור לעניין חובת הגילוי של נושאי משרה לבעלי המניות בפרשת **Rosenblatt**.³⁹ אולם בעוד דיני הגילוי נותרו שוקטים על שמריהם בדין של דלאוור, חלה בהם התפתחות בדיני ניירות ערך הפדרליים. כך, בפרשת **Basic** הנודעת נקבעו קווים מנחים להחלתם של מבחן המהותיות ומבחן מכלול המידע לגבי מידע צופה פני עתיד ("מידע רך") לעניין עבירת התרמית בניירות ערך בדין הפדרלי.⁴⁰ לאחר שינויי חקיקה בדין הפדרלי אודות סמכות השיפוט בתובענות ייצוגיות בניירות ערך, שבה והתעוררה הסוגייה של חובת הגילוי בגדר חובות נושאי משרה. בתי המשפט של דלאוור הבהירו, כי חובה זו בעינה עומדת,⁴¹ ולאחרונה אימצו את הלכת **Basic** לדיני החברות של דלאוור תוך שהם הופכים את הלכת **Rosenblatt**.⁴² מהלך הדברים עצמו איננו חשוב במיוחד למשפטן

במקרה כזה השפעה ישירה על המצב הכלכלי של החברה, מאחר ויש לו השפעה ישירה וחיונית על היושר של ההנהלה וביצועיה.

36. ראו סעיף 269 לחוק החברות.

37. גיבור סבריינה, לעיל הערה 32, בעמ' 190-189.

הידיעה בדבר מצב בריאותו הנפשית של רוזוב היתה מאירה באור שונה את אמינותם של דו"חות אלה, והיה בה להשפיע על החלטות הקנייה או המכירה של המשקיע הסביר. בידיעה זו היה אף להשליך על הערכת תיפקודה של הנהלת החברה (בראשה עומד חיים רוזוב כמנכ"ל ושני ילדיו האחרים של רוזוב, ישראל רוזוב ושולמית גרודצקי, שמשמשים כדירקטורים), לאור העובדה שהנהלה זו התירה ביוזעין למי שאינו בריא בנפשו לאשר את דו"חות החברה.

38. TSC Industries, Inc. v. Northway, 426 US 438, 96 S. Ct. 2126 (1976).

39. Rosenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985).

40. Basic v. Levinson, 485 US 224 (1988).

41. Malone v. Brincat, 722 A.2d 5 (Del. 1998).

42. Alessi v. Beracha, 849 A.2d 939 (Del. Ch. 2004).

הישראל. הנקודה החשובה היא, שמבחן המהותיות מופעל באותו אופן ולאופן מטרות בדיני החברות ובדיני ניירות ערך. בכך יש כדי להדגים את יחסי הגומלין בין שני התחומים, הנבדלים זה מזה בקווי האופי שלהם כמשפט פרטי ומשפט ציבורי אך חולקים ביניהם את אותן תכליות ואת אותם כלים משפטיים.⁴³

1. גילוי לעומת התערבות בדיני ניירות ערך

חוק ניירות ערך, אשר הקים את רשות ניירות ערך, קובע כי תפקיד הרשות הוא שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך.⁴⁴ מן הדיון לעיל עולה בבירור, כי תכליתם של דיני ניירות הערך כוללת גם את החלת חובת הגילוי מתוך מטרה לקדם משטר חברות תקין - בראש ובראשונה באמצעות צמצום פערי מידע בין בעלי הכוח לכפופים לו. זהו חלק אינטגרלי משמירת ענייניו של ציבור המשקיעים. התערבות על דרך קביעת חובות גילוי בהקשר זה איננה בגדר התנדבות לשם תיקון עולם אלא היא מהווה הפעלה מתחייבת של הסמכות המינהלית, שהוקנתה לרשות לשם קידום התכלית החקיקתית של חוק ניירות ערך.

דוגמה לשימוש יעיל ונכון שעשתה רשות ניירות ערך בסמכותה לקבוע חובות גילוי בהקשר של משטר חברות מצויה בסוגייה, שהיא אולי הרגישה ביותר מבחינת בעיית הנציג המתעוררת בחברה - דהיינו, עסקאות בניגוד עניינים. סעיפים 270-275 לחוק החברות מסדירים את הליכי האישור של עסקאות שיש חשש שהן נגועות בניגוד עניינים. בעסקאות כאלה סעיף 269 לחוק החברות מחייב את נושא המשרה וצד מעוניין לגלות כל מידע מהותי לחברה - לאמור, לדירקטוריון, לוועדת ביקורת, או כיוצא בזה. במקרים קיצוניים נדרש לכך אישור האסיפה הכללית⁴⁵ אלא שחוק החברות ותקנות מכוחו אינם קובעים במפורש חובת גילוי ומסתמא שאינם נוקבים במבחן המהותיות לגבי היקף המידע הטעון גילוי.⁴⁶ את החסר משלימות תקנות ניירות ערך הקובעות חובת דיווח בהתאם למבחן המשקיע הסביר, אשר מהווה בפועל כינוי נרדף למבחן המהותיות.⁴⁷ דוגמה יפה נוספת ליחסי הגומלין המשלימים בין דיני

43. על ההבחנה בין דיני התאגידים ודיני ניירות ערך כגופי משפט פרטי וציבורי, בהתאמה, ראו Amir N. Licht, "International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence", 20 *Cardozo L. Rev.* 227 (1998).

44. סעיף 2 לחוק ניירות ערך.

45. למשל, לגבי הצעה פרטית מהותית לפי סעיף 274 לחוק החברות ותקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין) או הקצאה של יותר מ-20 אחוזים מההון או עסקה חריגה עם בעל עניין לפי סעיפים (4)270

ו-275 לחוק.

46. תקנה 4(א) לתקנות החברות (פרסום הודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית), התש"ס-2000 קובעת, כי בהודעה לבעלי המניות על אסיפה כללית יצוין סוג האסיפה, מקום כינוס האסיפה ומועדה, פירוט הנושאים שעל סדר היום, תמצית ההחלטות המוצעות, הרוב הנדרש לקבלת ההחלטות, וכן המועד לקביעת זכאות כל בעלי המניות להצביע באסיפה הכללית, כאמור בסעיף 182 לחוק.

47. תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001 קובעת חובת הודעה באמצעות דוח מידי, פירסום הודעה לפי תקנות החברות, ומשלוח בדואר רשום. תקנה 3

החברות לדיני ניירות ערך מצויה בתקנות העוסקות בהצעות פרטיות בחברה רשומה.⁴⁸ נמצא, מבחן המהותיות מוחל בחקיקה בהקשרים של חובת הגילוי בדיני חברות ובדיני ניירות ערך באופן דומה, תוך השלמה הדדית בין הדינים.⁴⁹

נייגר ואלשיך-קפלן מצביעים על מספר מקרים נוספים שבהם קבעה רשות ניירות ערך כללי גילוי שתכליתם התערבות במשטר החברות בחברות רשומות. מקרים אלה כוללים החלטת פרשנות אודות עיסקה חריגה שמבצעת חברה פרטית בבעלות מלאה, החלטה אודות התחייבות בגין הסכם ניהול עם בעל שליטה, והנחיה בדבר גילוי אודות דירקטורים בעלי מיומנות חשבונאית פיננסית. ההנחיה האחרונה הוחלפה בהסדר מכוח חוק החברות, אשר צפוי לאמץ את המיתווה שעיצבה הרשות.⁵⁰ לאור הדיון המפורט לעיל, תוכל הקוראת להסיק בנקל, כי בניגוד לדעת מחברים אלה, אנו סבורים כי לא רק שאין פגם ביוזמות אלה, אלא שיש בהן ברכה רבה. יוזמות אלה משקפות הערכה נכוחה של הצוות המקצועי של הרשות, כי בנסיבות האמורות יש חשש ממשי לשימוש לרעה בכוחם של בעל שליטה או נושא משרה על ידי הפרת חובותיהם. האמצעי שננקט לצמצום פגיעתה הרעה (הפוטנציאלית) של בעיית הנציג בהקשר זה הוא מדוד ועקבי עם הגישה הכללית להתמודדות עם הבעיה - גילוי מלא של כל מידע מהותי. אכן, ככל שמשמעת מחקיקת הרשות או החלטותיה הוראה לנקוט קו פעולה מסויים, שאינו קשור במישרין או בעקיפין עם קיום חובת הגילוי, יש לראות בכך עמדה פרשנית גרידא.⁵¹ ניסיון של הרשות המינהלית (דהיינו, שר האוצר, המתקין תקנות שהרשות יוזמת) לחרוג ממסגרת זו יהיה בטל מחמת חוסר סמכות, והדברים בגדר פשיטא.⁵²

אכן, לא כל התערבות של רשות ניירות ערך - אף בהקשר של משטר חברות - היא לגיטימית. בשנים הראשונות של המאה הקודמת הופיעו בארצות הברית ניצנים

לתקנות אלה קובעת, כי דוח העסקה יכלול כל פרט הנוגע לעסקה שעשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו באסיפה הכללית.

48. תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התשי"ס-2000 קובעות, כי דוח ההצעה יכלול כל פרט הנוגע להצעה העשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו באסיפה הכללית.

49. דוגמה נוספת למקרה שבו הושלמו חוסרים בדיני החברות באמצעות תקנות ניירות ערך הינה ההסדר לגבי הצעות רכש טרם כניסתו לתוקף של חוק החברות. כיום העניין מוסדר בעיקר על ידי חוק החברות ותקנות מכוחו. ניתן להצביע על דוגמאות נוספות לתופעה זו, בנפרד מסוגיית חובת הגילוי ומבחן המהותיות - למשל, הסדרת התובענה הייצוגית תחילה בחוק ניירות ערך וכיום בחוק החברות.

50. ראו נייגר ואלשיך-קפלן, לעיל, הערה 1, בעמ' 31-32.

51. כך הדברים, לדעתנו, לגבי החלטת הרשות בדבר עסקאות של חברה-בת. בעניין זה אנו תמימי דעים עם נייגר ואלשיך-קפלן, כי רשות ניירות ערך אינה מוסמכת לקבוע חובת אישור עסקה לפי סעיף 275 לחוק החברות. ואולם, הרשות רשאית לנקוט עמדה, כי בנסיבות אלה קמה חובת גילוי ולהסדיר בפירוט את מתכונתו. חברה שתיסבור כי אין חובת אישור שכזו, ומניה וביה - שאין חובת דיווח על האישור, תוכל לנהוג בהתאם ולטעון לצדקת עמדתה בבית המשפט. הגם שאין להקל ראש בהוצאות הכרוכות בכך, עדיף המצב שבו הרשות מגלה את עמדתה ברבים מראש.

52. דוגמה לתקנות שהיה ספק לגבי תוקפן, הגם שלא לגבי רצינותן, הינה תקנות ניירות ערך (הגבלות בענין ניגוד עניינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה), תשנ"ד-1994, אשר היו בתוקף בעת שפקודת החברות היתה בתוקף. תקנות אלה הותקנו מכוח הסמכות לפי סעיפים 36 ו-56(ד)(3) לחוק ניירות ערך דאז, שעניינם הסדרת הגילוי בלבד. אף על פי כן, כללו התקנות שורה של כללי התנהגות מהותיים ביחס לאישור עסקאות כאמור.

ראשוניים של פיקוח ממשלתי על שוק ניירות הערך במסגרת חקיקה מדינתית, שכונה Blue sky laws. מודל הפיקוח שאומץ אז התבסס על פיקוח איכות (merit regulation). דהיינו, שיקול הדעת המינהלי, אם להתיר הצעת ניירות ערך לציבור, השתרע גם על איכותם הכלכלית של ניירות הערך או החברות המנפיקות, בעיקר מתוך רצון להגן על הציבור מפני השקעות "בלתי הוגנות".⁵³ גישה זו לפיקוח על השוק נדחתה בארצות הברית כבר בשנות השלושים בעת חקיקת חוקי ניירות הערך הפדרליים, וכיום אבד עליה הכלח כליל.⁵⁴ מודל הפיקוח המודרני בתחום ניירות הערך מבוסס במידה מרחיקת לכת על קביעת חובות גילוי (disclosure regulation) והותרת חופש מלא למשתתפים בשוק ההון לקבל החלטות השקעה בעצמם.⁵⁵ האיזכורים השכיחים בפסיקה לכך, שחוקי ניירות הערך מותירים לאדם את החירות להשתטות אך שוללים את החירות למנוע ממנו מידע,⁵⁶ מכוונים לנטישת הגישה של פיקוח טיב והעדפת הגישה של קביעת חובות גילוי מלא על פניה. דומה, כי ברשות ניירות ערך אין מי שיחלוק על עמדה זו.

השגות מיוחדות הובעו - בין השאר, על ידי איגוד החברות הציבוריות - נגד גישת פיקוח המכונה "קיים או הסבר" (comply or explain). על פי גישה זו, נקבעת חובת גילוי לגבי השאלה, האם התאגיד מקיים הסדר מהותי כלשהו - למשל, אימוץ קוד אתי, מינוי דירקטורים חיצוניים בעלי מיומנות פיננסית, שיתוף פעולה עם סקר עמיתים וכיוצא באלה. גם ניגר ואלשיך-קפלן מתייחסים להסדרים אלה בנימה של ביקורת.⁵⁷ אם ניתן לסכם את עיקר הביקורת בתמצית, הרי שהטענה היא, כי גישת הפיקוח של "קיים או הסבר" קובעת בפועל חובת קיום, שכן אחרת יולבנו פניו של התאגיד כמי שאינו עומד בתקן המומלץ, וכי כך עוקפת הרשות את העדר הסמכות שלה לקבוע כללי התנהגות מהותיים.

בעינינו, אין כל פסול בגישת פיקוח זו. נהפוך הוא: חסרונה העיקרי הוא, שברבות הזמן היא עלולה להתגלות כעקרה. במה דברים אמורים? מקורה של גישת הפיקוח האמורה הוא בדוח ועדת קדבורי (Cadbury Report) משנת 1992.⁵⁸ דוח זה הוכן על

-
53. לסקירה ראו Louis Loss & Joel Seligman, **Securities Regulation**, Vol. 1 (3d ed. 1998) 35 et seq. מכוח חקיקה זו רשאית היתה רשות הפיקוח המינהלית שלא להתיר הצעת ניירות ערך לציבור אם התזכיר או התקנון של החברה או התוכנית העסקית שלה כללו הוראה שהיא "בלתי-הוגנת, בלתי-צודקת, לא ישרה או מקפחת כלפי קבוצת משתתפים כלשהי", שם, שם.
54. במדינות רבות בארצות הברית עדיין מצויה חקיקת פיקוח המבוססת על פיקוח איכות, אך חשיבותה המעשית שולית מכיוון שתחולתה מוגבלת לעסקות בתחום המדינה בלבד.
55. במשטרי הפיקוח בארצות הברית ובישראל ניתן בכל זאת להבחין ביסודות מסויימים של פיקוח טיב - דווקא לגבי המשקיעים, ולקולא ולא לחומרא. כוונתנו לקטיגוריות מסויימות של משקיעים "הולמים" (qualified), אשר לגביהם נקבעים פטורים מקיום חובות הגילוי שבדין כלפיהם. זאת, לאור הנחה כי מדובר במשקיעים "מתוחכמים", שאינם זקוקים להגנה שמספקים דיני ניירות הערך בדרך של חובת גילוי כופה. במשפט הישראלי אומצה גישה זו באופן נרחב בעיקר במסגרת חקיקת סעיפים 15א-15ג לחוק ניירות ערך ותקנות מכוחם, אשר בגדרם ניתן פטור מחובת תשקיף בהצעת ניירות ערך למוסדות פיננסיים מסויימים - מן הסתם, מכיוון שהם מוחזקים כמתוחכמים.
56. ראו, למשל, ברנוביץ, לעיל הערה 23.
57. ניגר ואלשיך-קפלן, לעיל, הערה 1, בעמ' 33-35.
58. Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance) (1992). לנוסח הדוח ראו http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132.

ידי נציגים של ענף החשבונאות, שוק ההון והבורסה של לונדון, ובמסגרתו נכללה שורה של המלצות לשיפורים במשטר החברות בחברות ציבוריות אנגליות. להמלצות אלה לא היה מעולם תוקף מחייב מכוח דיני החברות האנגלים. מחברי הדוח סברו, כי השיפורים המוצעים עשויים להתאים במידה שונה לחברות שונות ולכן העדיפו לקבוע משטר ציות וולונטרי, אשר בגידרו תבחר כל חברה אלו שינויים לאמץ, ובלבד שתגלה אלו אימצה ותסביר מדוע לא אימצה את הנותרים. הסברה המקובלת הינה, שזהו אחד החידושים המוצלחים ביותר בתחום הפיקוח על משטר חברות, בעיקר לנוכח חופש הפעולה שהוא מותיר לחברות. הסדרים ברוח זו אומצו לגבי מספר רב מאד של קודים למשטר חברות.⁵⁹

דא עקא, מחקר שנערך באנגליה לאחרונה מגלה, כי אפילו שם יש שיעור ניכר של אי-קיום בקרב החברות הציבוריות.⁶⁰ יתר על כן, ניכרת סובלנות בקרב המשקיעים כלפי חברות אשר מצהירות בריש גלי, כי אינן עומדות בתקני משטר חברות המקובלים כרצויים. במילים אחרות, נושאי המשרה ובעלי השליטה מגלים גישה צינית למדי כלפי רעיון הציות הוולונטרי והשוק מגיב לכך באדישות. מחברי המחקר מבקרים את המצב, שבו לדירקטוריון נתון הכוח להחליט על טיב משטר החברות ללא כל מעורבות של האסיפה הכללית וממליצים לשקול לאמץ תקנים אלה בחקיקה, ולו גם דיספוזיטיבית.⁶¹ לעניות דעתנו, תנאי הארץ ותושביה מעלים חשש שהשתתת שיפורים במשטר חברות על מנגנון של ציות וולונטרי נדונה לכשלון מהדהד עוד יותר מזה המסתמן באנגליה.⁶² מכל מקום, ככל שההסדר מבוסס על גילוי בלבד של דבר הקיום או מתן הסבר לאי-הקיום, אין כל פסול בהפעלתו על ידי רשות ניירות ערך. בסופו של דבר, אם נקבעה חובת "קיים או הסבר", אשר מנהליה של חברה פלונית משוכנעים כי מוטב לא לקיימה, חזקה עליהם שיוכלו לשכנע בכך את מקצועני שוק ההון, ככל שהללו מתעניינים בשאלה.⁶³

ז. אחרית דבר

רשימה זו טענה, כי סמכותה של רשות ניירות ערך להסדיר את חובת הגילוי מכוח חוק ניירות ערך משתרעת גם על קביעת חובות גילוי שמטרתן היא שיפור במשטר החברות של החברות הציבוריות בישראל. במרבית המקרים, דרישות גילוי המכוונות

-
59. לסקירה מקיפה ולניתוח ראו Anita I. Anand, "Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework", 31 *Del. J. Corp. L.* (2005).
60. Iain MacNeil & Xiao Li, "Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code" Working paper, **University of Glasgow** (May 2005). <http://ssrn.com/abstract=726664>.
61. שם, בעמ' 11.
62. להשוואה, במדד מרות המשפט (rule of law) לשנת 2004 שערך הבנק העולמי, דורגה בריטניה במקום ה-14 מתוך 208 מדינות ואילו ישראל דורגה במקום ה-54. ההפרש בין ציוני שתי המדינות היה בערך סטיית תקן אחת. ראו Daniel Kaufmann, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004," Working paper, The World Bank (May 2005). <http://www.worldbank.org/wbi/governance/pubs/govmatters4.html>
63. לדעה כי מקצועני שוק ההון בישראל עשויים שלא להתעניין בחסרונו של מידע מהותי ממדרגה ראשונה, ראו עמיר ליכט, "על מהותיות ואי-גילוי" **תאגידים** א/5 (תשס"ה) 3.

לשכלול שוק ההון מבחינה אינפורמטיבית יביאו גם לתוצאה המשנית של שיפור במשטר החברות, ואולם עקרונית, אין מניעה שייקבעו חובות גילוי שעיקר מטרתן הוא משטר חברות. באשר למידת ההתערבות של הסדרי פיקוח אלה, גם גישה המבוססת על הסדרי "קייס או הסבר" אינה חורגת מגדר הסמכות האמורה, ושיקול הדעת בהפעלתה עד כה נראה הולם.