

רגולציה בתחום דיני ניירות ערך בישראל: שינוי קל במודל, שינוי גדול בשטח

עוה"ד אנדרי ינאי וד"ר צבי גבאי¹

1. מבוא

הדיון הציבורי שהתקיים לפני כעשור בשאלת סמכותה של רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") להתערב בדפוסי הפעילות של החברות הציבוריות ובסוגיות של ממשל תאגידי (corporate governance) אינו רלוונטי עוד. בוויכוח בין הגישה לפיה המודל הרגולטורי העומד בבסיס סמכויותיה של רשות ניירות ערך מבוסס על גילוי מידע בלבד² לבין הגישה, כי מודל הפיקוח מכיל בתוכו גם סמכויות לקביעת עניינים הקשורים לממשל תאגידי ולאופן שבו חברות ינהלו את ענייניהן³ - גוברת באופן מובהק, הגישה האחרונה על הראשונה. הלכה למעשה, נוהגת הרשות להתערב ולעצב את דרכי התנהלותן של החברות כדבר שבשגרה, במישרין - באמצעות עמדות סגל והנחיות לחברות, ובעקיפין - באמצעות יוזמות לשינוי חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") ותקנות החברות, מתוך התפיסה, כי התערבות זו הכרחית להגנה על עניינם של ציבור המשקיעים.⁴

נוכח התפתחויות משמעותיות שחלו בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, אנו סבורים, כי יש מקום לכל הפחות, לשקול מחדש את המודל הרגולטורי האקטיביסטי שבו נוקטת כיום הרשות, שכן ייתכן שנוקה של התערבות רבה מדי בפעילותם של הגופים המפוקחים, עולה על יתרונותיה. דומה, כי אין צורך להכביר מילים על המצב הקשה שבו מצויה הבורסה בישראל, וגם הרשות, המודעת היטב למצב זה, שמה לה למטרה להקל על חברות המבקשות לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר בארץ, ולתמרץ אותן לגייס כסף מהציבור בארץ, במקום לעשות זאת מעבר לים. במסגרת זו, ראויה לציון מפת הדרכים

1. הכותבים הינם עורכי דין במשרד ברנע ושות'. ד"ר צבי גבאי, ראש תחום ניירות ערך ורגולציה פיננסית במשרד, שימש כממונה על האכיפה ברשות ניירות ערך; עו"ד אנדרי ינאי, עורך דין במשרד, עבד בבנק ישראל ומתמחה בתחום הרגולציה הפיננסית וממשל תאגידי.
2. אייל ניגר ומאיה אלשיך-קפלן, "סקר עמיתים - התערבות מכוח פיקוח על גילוי נאות" תאגידיים ב/20, 34 (2005) המציג גישה, לפיה המנדט המקורי של רשות ניירות ערך לא השתרע על סמכותה להתערב במשטר חברות.
3. ד"ר עמיר ליכט, "סמכות רשות ניירות ערך להסדיר ענייני משטר חברות" תאגידיים ב/46, 60 (2005). מדובר במאמר תגובה למאמר של ניגר ואלשיך-קפלן, לפיו רשות ניירות ערך מוסמכת לקבוע "חובות גילוי שמטרתן ותוצאתן הן שינוי במשטר החברות הנוהג".
4. תפקידה של רשות ניירות ערך מעוגן בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. סעיף 2 לחוק מגדיר את גבולות הסמכות במונחים כלליים: "מוקמת בזה רשות ניירות ערך (להלן - הרשות) שתפקידה יהיה שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה".

שהרשות פרסמה ושלל תיקוני החקיקה והתקנות שנעשו על בסיסה, שנועדו לקרב אותנו אל עבר המטרה המיוחלת.⁵ עם זאת, אנו סבורים, כי במסגרת המאמצים להחיות מחדש את שוק ההון הישראלי, לא מוקדשת תשומת לב מספקת לגורם נוסף המרתיע חברות מהנפקה בארץ, והוא - המודל הרגולטורי הנהוג בתחום דיני ניירות ערך, והא ראייה, כי חרף מאמציה הכבירים של הרשות בעניין, נראה כי תופעת המיזמים לגיוס כספים מהציבור שלא תחת פיקוח רשות ניירות ערך, רק צוברת תאוצה למרות הסכנות הכרוכות בכך.⁶

במסגרת מאמר זה, אנו מציעים לשקול מחדש את מודל הפיקוח שעל בסיסו פועלת רשות ניירות ערך, לאור ההתפתחויות הדרמטיות שהתרחשו בעשור האחרון בסביבה רגולטורית בישראל. במסגרת זו, אנו ממליצים לקובעי המדיניות לשקול לקבל השראה מכלל ה-Business Judgement Rule, המנחה את בתי המשפט בשאלת התערבותם בהחלטות שמקבלים דירקטוריונים של חברות, ולצמצם את מידת המעורבות השוטפת בענייני הפנים של החברות, כאשר אלה התקבלו על פי סטנדרטים מקובלים בתחום הממשל התאגידי, וכאשר החברה מקיימת הלכה למעשה מנגנוני ציות אפקטיביים. אנו סבורים, כי מודל כזה יגדיל באופן משמעותי את הוודאות המשפטית והרגולטורית, שהיעדרה מדיר כיום לא מעט חברות מרישום ניירות הערך שלהן למסחר בבורסה בארץ.

2. נדבכים להגנה על ציבור המשקיעים

תיאוריות האסדרה

שלוש תיאוריות חלופיות הציעו מסגרת תיאורטית לאסדרה אופטימלית של שוקי הון: תיאוריית השוק (null hypothesis) מבוססת על ההנחה, כי המצב האופטימלי עבור השווקים הוא היעדר רגולציה, שכן כוחות השוק יאזנו זה את זה בכוחות עצמם, ולא נדרשת כל התערבות חיצונית.⁷ לפי תיאוריה זו, דיני ניירות ערך חסרי משמעות במקרה הטוב, ואף עלולים לפגוע בתפקוד השוק במקרה הרע.

מנגד, שתי התיאוריות האחרות מכירות בכך, כי דיני ניירות ערך ממלאים תפקיד חשוב בכל שוק הון יעיל, מאחר שאין די במוניטין החברות, לצד דיני חוזים ודיני נזיקין, כדי ליצור שוק המתפקד בכוחות עצמו. שתי התיאוריות הללו נבדלות ביניהן בסוג ההתערבות הנכונה ובמידה שלה. לפי התיאוריה

5. ראו באתר רשות ניירות ערך: <http://www.isa.gov.il/roadmap/Pages/default.aspx>.

6. למשל, בשנת 2016 קרסה חברת "אדמה" שעסקה בארגון קבוצות רכישה, וזמן קצר לפני כן, התמוטטו קבוצת החברות של ענבל אור. בשנת 2015 הגיעה לפירוק קבוצת רוביקון והותירה מאחוריה שובל חובות בסך של כ-300 מיליון שקל.

7. Coase, Ronald, 1960, The problem of social cost, *Journal of Law and Economics* 3, 1-44; Stigler, George, 1964, Public regulation of the securities market, *Journal of Business* 37, 117-142.

האחת מבין השתיים, מספיק ליצור מערכת דינים ייעודית לשוק ניירות ערך המתייחסת להיבטים ייעודים של גילוי ואחריות, באופן המאפשר התבססות על אכיפה פרטית של השחקנים בשוק.⁸ מנגד, חסידי התיאוריה השנייה טוענים, כי אין די במערכת דינים ייעודית, אלא חייבת להתקיים רשות מפקחת עצמאית על שוק ההון. רשות כזו תוכל להתערב אקס אנטה על ידי חייווי דעת לעניין הדין החל, ואקס פוסט באמצעות הליכי אכיפה והטלת סנקציות.⁹

כיום, דומה כי אין מחלוקת, שלצורך קיומו של שוק הון יעיל ומפותח נדרשת התערבות רגולטורית, ולמרות זאת, עדיין איננו יכולים שלא להידרש לאופן התערבות זו ולמידתה הראויה, בהינתן הנסיבות והמאפיינים הייחודיים לכל שוק. בישראל, המסגרת להתערבות מוסדרת באמצעות מערכת דיני ניירות ערך, שהלכה למעשה, כוללת בתוכה גם נושאים רבים המוסדרים דווקא בחוק החברות. ואולם, בנוסף למסגרת זו קיימת מסגרת נוספת ומשלימה הנוגעת לאופן שבו נאכפים דינים אלה. אכיפת דיני ניירות ערך לא פחות חשובה מההסדרים עצמם, שכן אכיפה זאת היא שיוצקת תוכן ממשי לכללים מהם מורכבים דיני ניירות ערך.

כאן מתעוררת השאלה באשר למעמדה הראוי של רשות ניירות ערך, אשר מצד אחד מופקדת על אכיפת דיני ניירות ערך בלבד, אך מצד שני לפי החוק, תפקידה כולל "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים". האם הרשות מופקדת על כל עניין הנוגע לציבור המשקיעים, גם אם הוא אינו נוגע לדיני ניירות ערך, או שמא הרשות אינה רשאית להתערב בעניינים חיצוניים לדיני ניירות הערך? המדובר בשאלה בעלת השלכות רחב עוצמות, שכן אם הרשות אינה "כבולה" לדיני ניירות הערך בלבד, כמעט שאין גבול להיקף התערבותה בשוק. פרופ' עמיר ליכט עסק במתח שבין מעורבותה של הרשות בדיני החברות, להבדיל מדיני ניירות ערך, ובין סמכותה בכל הקשור לדיני ניירות ערך, והסביר 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... סמכותה המינהלית של הרשות אינה כוללת שתי צורות התערבות אחרות: ... השניה, קביעת כללי התנהגות,

8. Easterbrook, Frank H. and Fischel, 1984, Daniel R. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Va L. Rev. 669, 683.

9. Glaeser, Edward, Simon Johnson, and Andrei Shleifer, 2001, Coase versus the Coasians, Quarterly Journal of Economics 116, 853-899;

Glaeser, Edward, and Andrei Shleifer, 2003, The rise of the regulatory state, Journal of Economic Literature 41, 401-425;

Pistor, Katharina, and Chenggang Xu, 2002, Law enforcement under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation, Columbia Law School, mimeo

שאינם קשורים לגילוי מידע, ודרישות מבניות לגבי מוסדות החברה, אלא אם הוסמכה לכך בחקיקה ראשית¹⁰ (ההדגשה אינה במקור).

כלומר, גם המצדדים באסכולת ההתערבות של הרשות בעניינים חיצוניים לדיני ניירות ערך סבורים, כי לרשות אין סמכות לקבוע כללי התנהגות שאינם קשורים לגילוי מידע. בפועל, ועל פני זמן, התגבשה הפרקטיקה, לפיה רשות ניירות ערך מתערבת גם בתחומים החורגים מ-ד' אמותיהם של דיני ניירות ערך, וכיום - התערבות הרשות בענייני פנים של החברות, בין בדרך של עמדות סגל ושל הוראות הניתנות לחברות ובין בדרך של נקיטה של הליכי אכיפה - הינה דבר שבשגרה.

אכיפה של דיני ניירות ערך

ככלל, אכיפה של דיני ניירות ערך מתבצעת באמצעות אכיפה ציבורית - שהאחראים עליה הם רשויות האכיפה והרגולציה, ואכיפה פרטית - שמופעלת על ידי יוזמה של גורמים פרטיים ותלויה בתמריציהם הכלכליים להשקיע משאבים באכיפה.

במסגרת האכיפה הציבורית בארץ, ניתן להבחין בין אכיפה פלילית לאכיפה מינהלית. האכיפה הפלילית נועדה לטפל בהפרות חוק חמורות יותר, הכרוכות במרבית המקרים, בקיום יסוד נפשי של מודעות, וייתכן אף של כוונה פלילית. אכיפה פלילית נעשית באמצעות מערכת המשפט בהליך אדברסרי ארוך ועתיר משאבים. האכיפה המינהלית נועדה לטפל בהפרות טכניות או בהפרות שדרגת חומרתן פחותה ולא מצדיקה נקיטה של הליך פלילי, והיסוד הנפשי הנדרש בהן הוא של רשלנות או של אחריות קפידה. אכיפה זו מתבצעת על ידי הרשות, ועשויה לדרוש גם את מעורבותה של ועדת האכיפה המינהלית, אשר הוקמה מכוח החוק ליעול הליכי אכיפה ברשות ניירות ערך שנחקק בתחילת שנת 2011. ודוק, לצד הליכי אכיפה אלה, קיים נדבך מהותי נוסף להתערבות הרשות בשוק ההון, הנובע משיקול הדעת הרחב של רשות ניירות ערך בפרשנות של דיני ניירות ערך עליהם היא מופקדת. שיקול דעת זה בא לידי ביטוי באמצעות: עמדות סגל, יוזמות חקיקה, הוראות והנחיות לשוק וכן החלטות פרטניות במקרים ספציפיים המכתיבים נורמות התנהגות.

לצד האכיפה הציבורית קיימת כמובן, האכיפה הפרטית, המבוססת בעיקר על שני כלים עיקריים: תובענה ייצוגית ותביעה נגזרת. בהליך של תובענה ייצוגית בהקשר של דיני ניירות ערך, בעל נייר ערך מבקש לנהל הליך בשם אחרים מבלי לקבל את הסכמתם לכך, ובהליך של תביעה נגזרת, בעל מניה או דירקטור מבקש לנהל תביעה כנציג החברה ובשמה בגין נזק שנגרם לה. בשני המקרים, התמריץ של עורכי הדין ושל הנפגעים ליזום הליכים אלה, הוא גמול המאושר על ידי בית המשפט לתובעים ולעורכי הדין ככל שהתביעה מצליחה.

10. ליכט, לעיל ה"ש 3, בעמ' 47.

שיעור הגמול וסיכויי הצלחה קובעים את הרצון של עורכי דין ושל בעלי עניין ליזום הליכים קבוצתיים במקרים המתאימים.

מידת האכיפה בשוק נגזרת משלושת הנדבכים האלה (אכיפה פלילית, אכיפה מינהלית ואכיפה פרטית), הפועלים ככלים שלובים המשפיעים על השוק ועל הנורמות השוררות בו. התחזקות או היחלשות של אחד הנדבכים תשפיע על יתר המרכיבים ועל כלל השוק. ככל שמושג איזון נכון בין שלושת הנדבכים, כך גדל הסיכוי שדיני ניירות הערך יקדמו שוק הון יעיל. כאשר מופר איזון זה, קיים חשש, כי דיני ניירות הערך יפגעו באופן שבו פועלים כוחות השוק, ולמעשה, יהפכו לכשל שוק שנזקו עולה על התועלת שבו.

מלומדים הקדישו תשומת לב רבה להשוואת דרכי האכיפה השונות ומידת יעילותן.¹¹ התוצאות של חלק ממחקרים אלה עשויות להפתיע, שכן הן קוראות תיגר על חלק מהתובנות שהתרגלנו לאמץ. לדוגמה, נמצאו עדויות אמפיריות ועיוניות רבות לכך, שיעילות האכיפה הציבורית נחותה בהשוואה ליעילות האכיפה הפרטית. כך למשל, ממחקר אמפירי מקיף שבחן השפעה של חוקי ניירות ערך על שוק ההון ב-49 מדינות, עולה בבירור, כי חוקי ניירות ערך הינם בעלי השפעה ממשית על התפתחות שוק ההון, אם כי קיימים הבדלים ניכרים בין יעילות האכיפה הפרטית ליעילות האכיפה הציבורית. מאפיינים הקשורים לאכיפה ציבורית, כגון: סמכויות חקירה, עונשים פליליים וסמכויות לקדם חקיקת משנה, התגלו כבעלי השפעה פחותה לעומת דרישות מקיפות לגילוי.¹² ממצאים דומים התקבלו במחקרים נוספים שעסקו בנושא.¹³ זאת ועוד, אכיפה פרטית מצליחה ליצור בדרך כלל, מנגנוני פיקוח ובקרה המביאים מצד אחד להרתעה אפקטיבית, אך מצד שני פוגעניים פחות לניהול השוטף של חברות. למען שלמות התמונה נציין, כי תובנות אלו אינן משקפות קונצנזוס בקרב חוקרי התחום, וישנם חוקרים החולקים על מסקנה זו וטוענים, כי אכיפה ציבורית חיונית לא פחות מאכיפה פרטית.¹⁴ אך לטענתנו, עצם קיומם של ממצאים אלה מצדיק, לכל הפחות, בחינה נוספת לגבי האופן שבו רשות ניירות ערך מפעילה את סמכויותיה, הן בתחום הפיקוח והן בתחום של אכיפת דיני ניירות ערך.

המסקנה העולה מן המקובץ היא, כי מבחינת יעילות הקצאת המשאבים והיכולת לחולל שינוי חיובי בנורמות המקובלות בשוק ההון, יש לאכיפה הפרטית תפקיד חשוב ביותר, שייתכן שעולה על תפקידה ועל תוחלתה של

.11 Djankov, S. and Porta, R.L. and Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2008. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp.430-465.

.12 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. 2006. What Works in Securities Laws? *JOURNAL OF FINANCE*. 61: 1.

.13 World Bank. 2006, Institutional foundations for financial markets.

.14 Roe, Mark and Jackson, Howell, "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence" (2009). *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. Paper 637.

האכיפה הציבורית. עם זאת, מסקנה זו לבדה אינה מספיקה, ועל מנת לבחון את היקף ואת אופן התערבותה של הרשות בפעילות החברות הנתונות לפיקוחה, יש לבחון את מידת ההגנה לה זוכה ציבור המשקיעים כיום בארץ. אחד המדדים המקובלים למדידת יעילות השוק, המשקף בצורה מהימנה את מידת ההגנה על ציבור המשקיעים, הוא מדד פרמיית השליטה במשק, שהינו הסכום העודף שרוכש מוכן לשלם עבור החזקה המקנה שליטה בחברה מעל מחירה הבורסאי של אותה החזקה.

פרמיית השליטה אמורה לגלם, למעשה, את מידת יכולתו של בעל השליטה בחברה ציבורית להפיק תועלת עודפת אסימטרית מהחברה, שאינה נגישה לציבור בעלי מניות המיעוט. במצב שוק הון לא יעיל, שמאפשר לבעל השליטה לחלף מהחברה בדרך עקיפה טובות הנאה פרטיות, הבאות בדרך כלל, על חשבון בעלי המניות האחרים, רוכשים יהיו מוכנים לשלם מחיר עודף גבוה מעל מחיר השוק עבור מניות השליטה, מתוך ציפייה, כי הפיצוי על הפרמיה יוענק באמצעות ערך מוסף שיופק בעתיד מהשליטה בתאגיד. טובות הנאה אלו כוללות למשל, עסקאות בעלי עניין או בעלי שליטה, ובכלל אלו: האפשרות לקבוע שכר מופרז לבעל השליטה ומקורביו,¹⁵ הטלת הוצאות פרטיות על חשבון החברה ועוד. ממשל תאגידי אפקטיבי אמור למנוע מבעל השליטה להפיק ערך עודף אסימטרי הנעדר הצדקה עניינית, ובכך להקטין את פרמיית השליטה.

יוער, כי לצד אסכולה זו קיימת גישה, לפיה פרמיית השליטה נובעת גם מזכותו של בעל השליטה לנווט את פעולות החברה, להשיא לה ערך מוסף ולהגדיל את ערכה. בחברות שבהן הניהול גרוע ופוטנציאל ההשבחה משמעותי, פרמיית השליטה צפויה להיות משמעותית יותר מאשר בחברות עם ניהול יעיל ללא פוטנציאל שינוי. מאחר שזכות זו אינה זמינה לבעלי מניות המיעוט, רוכש השליטה המקבל לידי את היכולת להשביח את ערך החברה, יהיה מוכן לשלם בגין יכולת זו פרמיה עודפת.¹⁶

בהקשר זה, מעניין לציין מחקר בין-לאומי של דיק וזינגלס¹⁷ שבחן את השיעור הממוצע של פרמיית השליטה ביחס לשווי שוק של חברות בעשרות מדינות מפותחות. מניתוח עסקאות שנערכו בשנים 1990-2000 עולה, כי פרמיית השליטה בישראל הייתה כמעט כפולה מהממוצע במחקר ועמדה על 27%, בעוד שהממוצע עמד על 14%. ממצאים עגומים אלה ביחס לישראל הציבו אותה בקבוצת מדינות עם ממשל תאגידי חלש, כאשר לשם ההשוואה, פרמיית השליטה במדינות עם שוק הון משוכלל, כגון: הונג-קונג, ארצות-

15. Dyck, A. and Zingales, L., 2004. Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), pp.537-600.

16. Aswath Damodaran, The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, 2015, *SSRN Electronic Journal*.

17. Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 15.

הברית ואנגליה, עמדה לכל היותר על 18.2% בהמשך למחקר זה, בדקו שני חוקרים ישראליים את פרמיית השליטה בעסקאות שנעשו בישראל בין השנים 1993-2003 והגיעו לתוצאות דומות מאוד, לפיהן פרמיית השליטה בישראל עמדה על כ-30%. כאמור, מדובר בפרמיה שליטה גבוהה מאוד האופיינית לשוקי הון בעייתיים עם נורמות לקויות של ממשל תאגידי.¹⁹ ממצאים אלה מסבירים, מדוע רשות ניירות ערך נדרשה לפעול בנחישות ובמרץ כדי לתקן את כשלי השוק שהתגלו, תוך שהיא לוקחת לעצמה יותר סמכויות המרחיבות את תחומי אחריותה. כפי שיתואר ויודגם להלן, הצליחה הרשות בשורה ארוכה של צעדים ושל שינויים מבניים, בשילוב עם ההתפתחות הטבעית של השוק, להביא לשינוי של ממש בסוגיה זו.

3. התפתחויות ברגולציה בתחום דיני ניירות הערך בישראל

התפתחויות בפיקוח ובאכיפה הציבורית והפרטית

ביוזמת הרשות נעשו שינויים מרחיקי לכת, הן בדיני ניירות ערך והן באופן אכיפתם. בשנת 2005 מונתה בישראל ועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בראשות פרופ' זוהר גושן. הוועדה המליצה על שורה של צעדים לשינוי ממשל תאגידי ודיני חברות, שאומצו בתיקון 16 לחוק החברות. התיקון אימץ מנגנוני פיקוח ובקרה בחברות, תוך שהוא מבקש לפתור כשלי שוק בתחום הממשל התאגידי, אך באותה עת, התיקון הערים קשיים ומגבלות על פעילותן של החברות הציבוריות בישראל אשר נאלצו להסתגל למצב החדש. בהמשך למגמה זו, הרשות קידמה את תיקון 17 לחוק החברות, אשר הכפיף חברות אג"ח לכללי ממשל תאגידי הדומים לאלה החלים על חברות שגייסו כספים מהציבור בדרך של הנפקת מניות. תיקון 20 לחוק המשיך במגמת ההכבדה הרגולטורית והוסיף רובד של חובות בקשר לתהליכי קבלת החלטות ומבנה התגמול לנושאי במשרה בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח.

אבן דרך נוספת הייתה חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך, שחוקק בשנת 2011 והעניק לרשות ניירות ערך אמצעי אכיפה מינהליים כנגד חברות ונושאי משרה בגין הפרות של דיני ניירות ערך, בין היתר, בדרך של: הטלת עיצומים כספיים, הגבלת עיסוק, חובת נקיטת פעולות שונות והגבלת אפשרות שיפוי וביטוח. הרשות עשתה ועושה שימוש נרחב בכלים שניתנו לה, ומפעילה אמצעי אכיפה מינהליים כנגד חברות ויחידים שלדעתה, הפרו את דיני ניירות הערך, גם כאשר ההפרות היו טכניות מטבען, וגם כאשר מעשיהם של המפרים נעשו בתום לב. במקביל, גם בתי המשפט החלו לנקוט גישה נוקשה הרבה יותר

18. Dyck, A. and Zingales, L., 2004. Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, (2-3), pp. 51-72.

19. רונן ברק "ערך השליטה בחברות הישראליות והקשר שלו למבנה הבעלות ומאפייני הפירמה" עבודת דוקטורט בהנחייתו של פרופ' בני לאוטרבך.

כנגד מפרי חוק בתחום העבירות הכלכליות, לרבות עבירות בתחום דיני ניירות ערך. גישה זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בהטלת מאסרים בפועל לתקופות משמעותיות, בגין: שימוש במידע פנים, עבירות לפי דיני ההגבלים העסקיים וכיוצא באלה.

שינויים לא פחות דרמטיים התחוללו במישור האכיפה הפרטית. התגברות האכיפה הפרטית, שבאה לידי ביטוי במספרן הרב של התביעות הייצוגיות והנגזרות שהוגשו בשנים האחרונות, שינתה מן היסוד את דרכי העבודה של חברות ציבוריות ושל גופים מפוקחים. תרמה לכך גם הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב, המכונה "בית המשפט הכלכלי", שריבוי התובענות המובאות בפניה (כמו גם בפני בתי המשפט האחרים), מאפשר לה לפתח את דיני ניירות הערך, להגביר את הוודאות המשפטית ולחדד עבור חברות ונושאי משרה בהן את סטנדרט ההתנהגות המצופה מהם. כך למשל, בעניין **מכתשים אגן**²⁰ הגיש בעל מניות בקשה לאישור תובענה ייצוגית בגין עילה של קיפוח על רקע חלוקת התמורה בעסקת מכירת השליטה בחברת מכתשים אגן. לשיטתו של התובע הייצוגי, חלוקת התמורה בעסקה הקנתה הטבה לא הוגנת לחברת כור תעשיות, בעלת השליטה במכתשים אגן. בית המשפט קבע, כי בעלת השליטה אינה זכאית לקבל תמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות, ויש לחלק את שווייה של אותה תמורה עודפת בין כל בעלי המניות של החברה, הן בעלי המניות מקרב הציבור והן בעלת השליטה בגין מלוא אחזקותיה. אמנם בית המשפט ציין, כי התמורה העודפת אינה מהווה פרמיית שליטה, אך קשה להפריז בחשיבות החלטתו של בית המשפט בעניין **מכתשים אגן**, המהווה אבן דרך חשובה בכללי המותר והאסור החלים על בעל שליטה בכל הקשור למכירת השליטה או לניצול הזדמנות עסקית האמורה להיות שייכת לחברה ולכל בעלי מניותיה.

דוגמה נוספת ניתן למצוא בעניין **אוסטרובסקי**²¹, אשר עסק בתביעה נגזרת בשמה של החברה הציבורית - חברת השקעות דיסקונט בע"מ - כנגד הדירקטורים שניהנו בה, עת אושרה רכישת השליטה במעריב החזקות בע"מ. בבקשה נטען, כי החלטת דירקטוריון דסק"ש לרכוש את עיתון "מעריב", כמו גם ההחלטות שהתקבלו לאחר מכן להגדלת ההשקעה בעיתון, שבאותה תקופה נמצא במצב כספי קשה ביותר, ושהובילו בסופו של דבר, להפסד ענק בסך של כ-370 מיליון שקל - הינן החלטות שהתקבלו ברשלנות ובפזיזות, תוך הפרת חובת הזהירות של הדירקטורים וגרימת נזק לדסק"ש. בית המשפט אישר את הבקשה, ולא חסך בדברי ביקורת כנגד הדירקטורים, שבמקום לאתגר את בעל השליטה, ביקשו לרצות אותו. יש לציין, כי לפי סעיף 263(2) לחוק החברות, אין תוקף לביטוח אחריות במקרים שהפרת חובת זהירות נעשתה בכוונה או בפזיזות, כפי שנקבע באישור הבקשה. גם כאן אין צורך

20. ת"צ 26809-01-11 דב כהנא נ' **מכתשים אגן תעשיות בע"מ ואח'**, מיום 5.5.2011, פורסם בנבו.
21. תני"ג 10466-09-12 **אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ**, מיום 9.8.2015, פורסם בנבו.

להכביר מילים בתיאור ההרתעה שיצרה ההחלטה בעניין **אוסטרובסקי** כלפי חברי דירקטוריונים המתבקשים לאשר עסקה שהונחה על שולחנם על ידי בעל השליטה בחברה בה הם מכהנים כדירקטורים.

דוגמה נוספת הראויה לציון בענייננו היא איחוד שתי תביעות נגזרות בעניין **דיין**,²² שהביאו את היקף התביעה המאוחדת לסכום של 1.3 מיליארד שקל, בטענה כי חלוקת דיבידנדים בקונצרן אי.די.בי הייתה חלוקה אסורה, מאחר שהחברה לא עמדה במבחני יכולת הפירעון. במסגרת תובענה זו, הושג הסדר פשרה חלקי עם חלק מהנתבעים שהסכימו להשיב לקופת החברה דיבידנד שחולק בסכום של כ-70 מיליון שקל, דבר שלא קרה מעולם עד כה בשוק ההון הישראלי, ובוודאי שלא בסכום כה משמעותי. גם כאן קשה שלא להכיר בתרומתו של תקדים זה להגברת ההרתעה כנגד בעלי שליטה המבקשים למשוך דיבידנדים, וכנגד דירקטוריונים המתבקשים לאשר חלוקות אלו המיטיבות עם בעלי השליטה, אך עלולות לפגוע ביציבות הפיננסית של החברות, שעל עניינן הם אמורים להגן.

דוגמאות אלו הן אך קומץ ממכלול ההחלטות השיפוטיות בתחום דיני ניירות הערך ודיני החברות שגרמו לרעידת אדמה בתחום, אך לצידן, מן הראוי להזכיר גם החלטות נוספות ששינו סדרי עולם, כגון: אובדן שליטה בחברות לאחר שבעלי השליטה בהן לא עמדו בהחזרי חובות לנושים,²³ פשרה בתביעה כנגד בעלי שליטה שניכסו לעצמם הזדמנות עסקית,²⁴ גיבוש נורמות מחמירות לדיוח מידי לציבור המשקיעים ועוד.²⁵

אך יש לזכור, כי היתרונות הרבים הטמונים בשיפור הממשל התאגידי ובקביעת נורמות התנהגות חדשות עבור מנהלי החברות, הדירקטורים ובעלי השליטה, כפי שהתרחש בשנים האחרונות - אינם מגיעים ללא מחיר. המשמעות הפרקטית של כל השינויים שמקצתם הודגמו לעיל, היא הטלת עול על החברות, הן מבחינת התשומות הניהוליות שהחברות נדרשות להשקיע והן מבחינת התשומות הכספיות הכרוכות בגיבוש ובהטמעה של מנגנוני ציות וממשל תאגידי אפקטיביים. בפועל, רשות ניירות ערך מודה בעצמה, כי המצב הקיים אינו יעיל ומכביד על שוק ההון. מפת הדרכים שהרשות פרסמה הייתה יריית הפתיחה בהליך ארוך ואיטי של דה-רגולציה. לאחר שמטוטלת הרגולציה נעה רחוק מידי, ניכר כי הרשות שואפת לקחת צעד לאחור וחוזרת בה ממספר יוזמות, שעל פניו, היו אמורות לשפר את הממשל התאגידי, כגון: ביטול (או היעדר יישום) של דרישת חובת פרסום דוח ממשל תאגידי שנתי,

22. תנ"ג 45914-09-12 דיין נ' גנדן הולדינגס בע"מ ואח', החלטה מיום 31.10.2013.
http://www.isa.gov.il/%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Enforcement/Private_Inforcement/4494/Documents/IsaFile_8022.pdf

23. בקבוצות אחזקה גדולות, כמו אי.די.בי ואלביט הדמיה, השליטה הועברה לבעלים אחרים בגין אי-עמידה בתנאי איגרות החוב שהנפיקו החברות.

24. ת"צ 55970-12-13 ישראל - קנדה (ט.ר.) בע"מ נ' ביטון ואח'.

25. ת"צ 26912-02-14 שביט נ' קבוצת חגי' ייזום נדל"ן בע"מ, החלטה מיום 29.4.2015, פורסם בנבו.

הקלה משמעותית בקשר לדרישות לפרסום דוח בדבר הערכת אפקטיביות הבקרה הפנימית ועוד.

התערבות הרשות בתהליכי קבלת ההחלטות בתוך החברות

כאמור, לפני כעשור, העיד גובה פרמיית השליטה בישראל על כשל שוק בממשל תאגידי ראוי, אך מאז, שוק ההון הישראלי עבר שינויים רבים, כפי שהובהר לעיל. בהתאם, ממצאים חדשים מראים, כי שינויים אלה נתנו את אותותיהם גם בקשר לאותו כשל שוק. כפי שעלה במחקר שערך פרופ' חנס,²⁶ פרמיית השליטה בישראל הצטמצמה באופן ניכר, והיא עומדת כיום על כ-1.2%. כמו כן, בשנים האחרונות, ישראל ניצבת באופן קבוע בראש הדירוג של הבנק העולמי במדד הגנה על המשקיעים, ובשנת 2015 דורגה במקום שמונה במדד.²⁷ אינדיקציות נקודתיות, מצביעות אף הן על קשיים של בעלי השליטה להפיק תמורה עודפת על שליטה: קבוצת ברונפמן לא הצליחה למכור את השליטה בבנק דיסקונט ופיזרה את המניות בשוק; נכון למועד כתיבת שורות אלו, בעלי השליטה בחברות הביטוח "כלל" ו"הפניקס" מתקשים למכור את השליטה בחברות חרף מאמצים נמשכים ועוד. עם זאת, לא ניתן לומר, כי הסביבה הרגולטורית בישראל הגיעה לנקודת איזון אופטימלית. לצד רפורמות חיוביות שחיזקו את ההגנה על בעלי מניות המיעוט ועל המשקיעים, המשיכה כל העת התופעה המטרידה של מחיקת חברות מהבורסה (going private) והיעדר תמריצים מספיקים המעודדים חברות להנפיק את ניירות הערך שלהן לציבור בישראל. בתגובה, פתחה רשות ניירות ערך במהלך נרחב של הקלות כאמור לעיל,²⁸ אך גם נוכח מהלך זה, טרם ניכרים שינויים בשטח. הרפורמה עדיין לא הושלמה, ולטענתנו, החלק החסר קשור למעורבות ולהתערבות רבות מידי מצד הרשות בניהול הפנימי של החברות המפוקחות על ידה.

דוח ריכוז ממצאים בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות שפרסמה יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים ברשות ניירות ערך,²⁹ מהווה לעניות דעתנו, דוגמה טובה להתערבות זו. יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים ברשות ביצעה ביקורת בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות בשש חברות. החלוקות שנבחנו התייחסו בעיקר לשנים 2012-2013, אך בחלקן גם לשנים קודמות. הדוח בחן את תהליכי קבלת החלטות על חלוקת דיבידנד והליכי אישור תכניות לרכישה עצמית של מניות, לרבות עבודת הדירקטוריון בתהליכים אלה. בדוח הסבירה הרשות את מטרותיה בביצוע הביקורת:

-
26. שרון חנס ואילן בלום, "אין כמעט פרמיית שליטה בעסקאות במשק" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב 3.3.2015, ראו בקישור הבא: <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2015/03/03/1559>
27. World Bank Doing Business Report, 2015: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/protecting-minority-investors>
28. רשות ניירות ערך, מפת דרכים - מתווה, יעדים ואסטרטגיה: <http://www.isa.gov.il/roadmap/Pages/default.aspx>
29. <http://www.isa.gov.il/Corporations/Report/Documents/15062015.pdf>.

"דוח זה יפרט את הסוגיות שעלו בביקורות אלו, לרבות התייחסות סגל הרשות אליהן. מטרת דוח ריכוז הממצאים היא להביא בפני ציבור התאגידים המדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה כדי לתרום לשיפור התנהלותם ולטיוב הדרך שבה ייושמו הוראות הדין (Best Practice). יודגש, כי במסגרת הביקורות לא נבחנה עמידת החברות במבחן יכולת הפירעון, אלא רק הליך אישור החלוקה."

מטבע הדברים, הרשות צפתה, כי פרסום הדברים יגרום לשוק "להתיישר" על פי המלצותיה, וכך אכן קרה בפועל. למעשה, פרסום הממצאים היה כה אפקטיבי, שקיימות עדויות, כי ישנן גם חברות פרטיות המיישמות חלקים מן הדוח. פרט לטשטוש הבעייתי בשרטוט של גבולות סמכותה של הרשות בכל הקשור לדיני ניירות ערך מחד, ולהוראות חוק החברות מאידך, הדוח מדגים בצורה הישירה ביותר, כיצד הרשות מתערבת הלכה למעשה, בשיקול הדעת של מקבלי ההחלטות בתאגידים.

ניתן כמובן, לטעון בהקשר זה, כי כאשר חברות פועלות בצורה לא תקינה, יש צורך בהתערבות חיצונית שתגרום להן לתקן את דרכיהן, וזה בדיוק מה שהרשות עשתה בקשר לתהליכי קבלת החלטות הקשורות לחלוקת דיבידנד. אך מנגד, חשוב לא לשכוח מושכלות יסוד. כפי שהודגם לעיל, במקרים רבים, אכיפה פרטית יעילה יותר מאכיפה ציבורית, ולא תמיד יש צורך בהתערבות מצד הרשות כדי להביא לשינוי בדרכי פעולתם של תאגידים ושל בעלי השליטה בהם. התערבות זו פוגעת פגיעה של ממש בוודאות המשפטית של החברות המפוקחות, אשר חייבות לקחת בחשבון במסגרת התנהלותן השוטפת, כי לא מן הנמנע שהחלטה שהתקבלה על ידי האורגנים הרלוונטיים של החברה, תיהפך על ידי הרשות. בנוסף על המחיר הכרוך בעצם התערבות הרשות, יש לזכור, כי לא כל התערבות של הרשות היא בהכרח מוצדקת. אמנם אין מדובר במקרים שכיחים, אך גם הרשות לפעמים טועה. דוגמה לכך ניתן לראות בעניין לייבוויץ,³⁰ שם דן בית המשפט בבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד נושאי משרה ודירקטורים בגין עסקאות, שלטענת המבקש, היו נגועות בניגוד עניינים. בעסקאות האמורות, דירקטוריון החברה החליט להשקיע בחברה לחיפושי נפט וגז (השקעה שבסופו של דבר, ירדה לטמיון), תוך הסתמכות על חוות דעת משפטית, כי אין צורך באישור "משולש" בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות הנדרש בעסקאות בעלי שליטה. התביעה התבססה, בין היתר, על עמדתו של סגל הרשות שנמסרה לחברה בעקבות דוח מידי על אישור העסקה. הרשות דרשה מהחברה לפרסם את עמדתה בקשר לאופן אישור העסקה ולצרף את עמדת הרשות כנספח לדוח המידי, לפי סמכותה הטבעית להורות על גילוי, וכן לפרסם, כיצד בכוונת החברה לפעול לאור עמדת הרשות. בכל זאת, החברה לא נסוגה מעמדתה לעניין אישור העסקה.

30. תני"ג 7541-12-14 לייבוויץ נ' יורש ואח', פסק דין מיום 2.6.2016, פרסם בנבו.

בסופו של דבר, בית המשפט אשר דן בבקשה, הגיע לכלל מסקנה שהעסקאות אושרו כדין, בניגוד לעמדת הרשות, והפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי (business judgement rule). לאחר שקבע, כי החלטת הדירקטוריון התקבלה בתום לב, ללא ניגוד עניינים ועל בסיס מידע מלא, הכיר בית המשפט בקיומו של כלל שיקול הדעת העסקי ודחה את התביעה. לעניות דעתנו, כלל שיקול הדעת העסקי יכול וצריך לשמש כגורם רב משמעות גם בשיקולי הרשות בהחלטה, אם להתערב בהחלטות פנים-תאגידיות. והא ראייה, בפרשת **לייבוביץ** הסתבר, כי אין יתרון לשיקול דעתה של הרשות ביחס לשיקול דעתם של האורגנים המוסמכים בחברה ושל יועציה המשפטיים אשר נדרשו לעניין. למעשה, באותו מקרה ניכר היה, כי הרשות פעלה מתוך ההנחה, כי כל הגורמים האמורים פעלו באופן בלתי תקין, בעוד שבית המשפט, שהסתמך על הפרוצדורה התקינה ועל כלל שיקול הדעת העסקי, פעל מתוך הנחה הפוכה, לפיה פעילות האורגנים והיועצים המשפטיים תקינה עד אשר יוכח אחרת. לעניות דעתנו, זו חייבת להיות הנחת העבודה גם לפעולת הרשות, אם בכוונתה להגביר את הוודאות המשפטית שבה פועלות החברות.

כאן, לדעתנו, נעוץ הנדבך הנוסף החסר עתה במכלול הצעדים שהרשות נוקטת על מנת להפיח בשוק ההון הישראלי חיים חדשים. מעבר לקיצור דוח כזה או אחר, או ביטול דיווחים שעלותם עולה על תועלתם, יש צורך באימוץ גישה מעט שונה, השואבת את השראתה מכלל שיקול הדעת העסקי ומההנחה הטבועה בו לפיה בהתקיים תנאים מסוימים, ובהיעדר ראיות המעידות אחרת, ייחשבו החלטות פנים-תאגידיות כתקינות. אימוץ גישה זו יביא בהכרח להקטנת מעורבותה של הרשות במנגנוניהם הפנימיים של הגופים המפוקחים, להגברת הוודאות המשפטית, ואגב כך, להקלה משמעותית על ההווייה היום-יומית של החברות. ודוק, צמצום מעורבות הרשות לא בהכרח יתורגם לפגיעה בציבור המשקיעים. רגולציה עצמית המבוססת על מערכות תמריצים פנים-תאגידיות ולבר-תאגידיות, הינה מודל רגולטורי מוכר, המקובל ונהוג במדינות בעלות שוק הון מפותח ומתקדם. איננו טוענים כאן, כי על ישראל בהכרח לאמץ מודל זה על כל היבטיו, אך אנו מבקשים לטעון, כי עצם קיומו של מודל כזה ושל האופן שבו הוא מיושם בעולם, אמור להסיר את החשש מפני הפחתת מעורבותה של הרשות בחיי היום-יום של החברות.

4. רגולציה עצמית (self-regulation)

המושג "רגולציה עצמית" אינו מתורגם בהכרח למודל רגולטורי יחיד בכל מקום בו נעשה שימוש במושג זה, אך על פי רוב, הכוונה היא לרגולציה הנוצרת באחת (או יותר) משלוש הנוסחאות הבאות: (1) באמצעות ארגון-גג המסדיר את פעילות החברים בו (SROs - self-regulatory organizations);

(2) באמצעות סטנדרטים המוצעים על ידי איגודים פיננסיים לחברי האיגוד ;
או (3) באמצעות הליכי פיקוח ובקרה פנימיים בתוך חברות.³¹

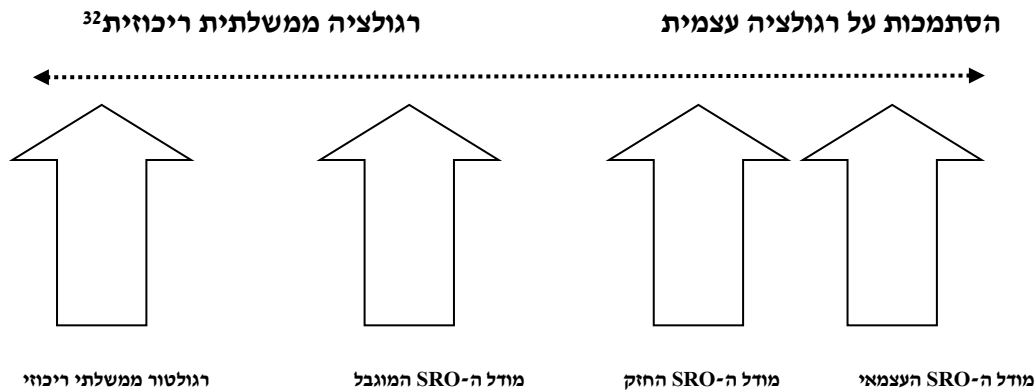


מודל ה-SRO כמודל רגולטורי יחיד, אינו קיים בישראל, אך נפוץ במדינות מפותחות וממלא תפקיד חשוב ברגולציה פיננסית. ה-SRO משמש כחוליה רגולטורית שעומדת בתווך בין רגולציה ממשלתית לרגולציה פנימית, בתוך תעשייה פיננסית מסוימת או בתוך חברה. כך למשל, Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) הוא גוף אמריקאי פרטי, לא ממשלתי, המפקח על המתווכים הפיננסיים בארצות-הברית (כגון: חברות ברוקראז', יועצי השקעות, מנהלי השקעות וכיוצא באלה), בעוד שתפקידה של נציבות ניירות הערך האמריקאית (U.S. Securities and Exchange Commission) הוא לקבוע כללי רגולציה וחובות גילוי, המיושמים בין היתר, באמצעות הכללים שהותוו על ידי FINRA. מודל המעניק כוח לארגון הממלא תפקיד של רגולטור עצמאי שאינו תלוי ברגולטור ממשלתי, אומץ בשווקים משמעותיים ביותר, כדוגמת: ארצות-הברית, קנדה, אוסטרליה והונג-קונג. ודוק, אין מדובר במודל יחיד ומוחלט, ובין כלכלות שבהן קיים SRO, ניתן בהחלט להבחין בסוגים שונים של רגולציות עצמיות ובמידת הכוח המוענקת להם. לשם המחשת המנעד האפשרי, תיארה הספרות שדנה במודל זה, ציר שעל גבו

John Carson, "Self-Regulation in Securities Markets", 2011, World Bank.

.31

ממוקמות רגולציות עצמיות בעלות עוצמה משתנה, החל מרגולציה עצמית בלעדית ועד לרגולציה ממשלתית ריכוזית:



מרבית מהמדינות המפותחות משלבות את ה-SRO בתוך מודל הפיקוח הרגולטורי שלהן, אך בישראל מתבססת הרגולציה באופן כמעט בלעדי על קיומו של רגולטור ממשלתי עצמאי, באופן הממקם אותה בקצה הקיצוני של ספקטרום הפיקוח.³³ בנקודה זו מצוי לדעתנו, האתגר הגדול המונח לפתחה של הרשות, אשר פועלת מתוך אמונה שלימה, כי רק כך היא ממלאת את תפקידה וייעודה להגנה על ציבור המשקיעים, אך לעיתים, פעילותה פוגעת בוודאות המשפטית ומתערבת בתהליכי קבלת ההחלטות בחברות כפי שהודגם לעיל. השימוש הנפוץ במודל ה-SRO במדינות רבות מלמד אותנו, כי הרשות אינה חייבת לראות את עצמה כ"קו ההגנה" הראשון והאחרון עבור ציבור המשקיעים, וכי שוק הון תקין ומאוזן יכול להתקיים גם כאשר מידת התערבותו של הרגולטור הינה פחותה, באופן שמותיר שיקול דעת רחב יותר לגופים המפוקחים. לפיכך, כחלק מהליכי הדה-רגולציה המבורכים שעובר השוק בישראל, אנו סבורים, כי על הרשות לפעול לחיזוק של מנגנוני הבקרה הפנימיים בחברות, וזאת ניתן לעשות רק כאשר הרגולטור מאפשר לחברות מרחב שיקול דעת ותמרון רחב יותר. אמנם, עקב כך, בהחלט ייתכנו מקרים שבהם הרשות לא תסכים עם האופן שבו פעלה חברה כזו או אחרת, אך אין פירוש הדבר, כי במקרים מעין אלה החברה בהכרח טועה. כמו כן, גם אם החברה טעתה - אין פירוש הדבר, כי מדובר בעניין הדורש את התערבות הרשות.

³² שם, סקירה על מודלים שונים לרגולציה עצמית.

³³ יש לציין, כי ניתן לתאר את הבורסה לניירות ערך בתל-אביב כ-SRO, אך לאור מעורבות הרשות בפעילות הבורסה והדומיננטיות שלה בשוק ההון הישראלי, יכולתה של הבורסה לפעול באופן עצמאי כרגולטור הקובע כללים ומתווה התנהגות, מוגבלת.

ואיך תדע הרשות מתי להתערב ומתי לא להתערב? כאן מקומו של כלל שיקול הדעת העסקי, שעל פיו קובע בית המשפט, האם להתערב בהחלטות שקיבלה חברה באמצעות האורגנים המוסמכים שלה, או לא. אמנם, ייתכנו הבדלים בין האופן שבו מיושם הכלל בבית המשפט, ובין האופן שבו הוא מיושם על ידי הרגולטור. איננו טוענים, כי האימוץ חייב להיות מוחלט. עם זאת, יש במבחן הפסיקטי כדי לשמש כמקור להשראה למבחן הרגולטורי, ובכל מקרה, גם בתרגום של כלל שיקול הדעת העסקי למודל רגולטורי, הנחת הבסיס צריכה להיות, כי פעולת החברה תקינה, ככל שתהליכי קבלת ההחלטות שקדמו לה היו תקינים. מטבע הדברים, במידה שהתגלו כשלים בתהליך, בדיוק כמו שביית המשפט מפעיל את כלל הביקורת המוגברת (Enhanced Scrutiny) או את כלל ההגינות המלאה (Entire Fairness), גם התערבותו של הרגולטור מוצדקת. אנו סבורים, כי מדובר במודל ראוי, מכיוון שטבועה בו ההנחה, כי אין לבית המשפט (ובהקשר זה, גם לא לרגולטור) יתרון על פני הנהלת חברה שקיבלה החלטות בתהליך הוגן ומבוסס מידע, וכל התערבות בדיעבד בהחלטות אלו, פוגעת בוודאות המשפטית ובעצמאות האורגנים בחברה לקבל החלטות עסקיות ולכוון את עסקי התאגיד. מנגד, כאשר יש כשל בממשל התאגידי ובבקורות הפנים-ארגוניות בחברה, באופן המעניק לגורמים מסוימים יתרון לא הוגן על פני גורמים אחרים, ובוודאי כאשר יש מונע או מסכל את האופציה לאכיפה פרטית - ישנה הצדקה להתערבות הרגולטור.

5. סיכום

שוק ההון הישראלי עבר בשנים האחרונות תהליכים דרמטיים שהתרחשו כתוצאה מפעילות אינטנסיבית של רשות ניירות ערך, שנדרשה לתקן עיוותים שנטמעו עם השנים בכלכלה הישראלית, ושל בתי המשפט, שקולם הפך להיות חזק הרבה יותר עם התגברות האכיפה הפרטית בארץ. בעקבות מהלכים אלה שפורטו בהרחבה במאמר זה, נקבעו סטנדרטים חדשים לפעילות הנהלות ודירקטוריונים של חברות באופן המיטיב עם החברות ועם בעלי המניות ככלל. ואולם, בעקבות מהלכים אלה, נגבה מחיר לא פשוט משוק ההון המקומי המתבטא בהכבדת הנטל הרגולטורי ובהפיכת שוק ההון הישראלי לזירה "לא ידידותית" לגיוס כספים. אין מחלוקת, כי המטוטלת הרגולטורית הלכה רחוק מדי, וכי דה-רגולציה היא צו השעה. אך מעבר למכלול הפעולות שהרשות נוקטת לאור מפת הדרכים שפרסמה בהקשר זה, אנו סבורים, כי המצב החדש מהווה הזדמנות לכוון מעט את המודל הרגולטורי וליצור שיווי משקל חדש במשוואה רבת המשתתפים הכוללת את הרשות, הבורסה, הגופים המפוקחים והמשקיעים. במסגרת שיווי משקל זה, תיקח הרשות צעד לאחור במידת האקטיביזם הרגולטורי שלה, ולא פחות חשוב - תצהיר על כוונתה לנהוג בדרך זו, וכך תיצור ודאות משפטית רבה יותר ותבהיר את ציפייתה מהגופים המפוקחים. כתוצאה מכך, ייהנו הנהלות ודירקטוריוני חברות אלו ממרחב תמרון עסקי ומשפטי גדול יותר, ויוסר החשש המתמיד מהתערבות הרשות בתהליכי קבלת ההחלטות בחברה. במקרים שבהם מתגלה כשל במנגנוני הבקרה והממשל התאגידי, תתערב הרשות, ראשית - באמצעות עקרון הגילוי

המאפשר אכיפה פרטית (שלאורך זמן, הינה אפקטיבית יותר), ורק במקרים קיצוניים - באמצעות התערבות של ממש בפעילות החברות.

אמנם מדובר במודל רגולטורי מעט שונה מזה שהורגלנו אליו, וייתכן שיהיה מי שירים גבה נוכח קריאתנו לתת יותר אמון בגופים המפוקחים, אולם עצם קיומם של מנגנוני רגולציה עצמית בשוקי ההון הגדולים בעולם מלמד, כי הדבר אפשרי, בוודאי אם הכוונון מחדש נעשה בצורה מדורגת ומושכלת. אנו מאמינים, כי בשלו התנאים למודל רגולטורי זה, וכי מעבר להיותו עדות לתהליך ההתבגרות שעבר שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, יהיה בו כדי לתרום להתנעתו מחדש של שוק ההון הישראלי באופן המיטיב עם החברות ועם המשקיעים.