

חובת הגילוי של חברות נסחרות בעידן אוטוסטרדת-המידע*

לאה פסרמן-יוזפוב**

המאמר מראה כי גם בעידן "אוטוסטרדת המידע" שבו אנו חיים כיום, עידן שבו אינפורמציה זורמת בכל רחבי העולם במהירות ובעלויות נמוכות יחסית, יש עדיין מקום להטיל חובת גילוי מנדטורית בדיני ניירות-ערך. עם זאת, המאמר מציע לשנות את כללי הגילוי עצמם, על מנת להתאימם לעידן האינטרנט. בפתח המאמר, הצידוקים להטלת חובת גילוי מנדטורית מסוגים לצידוקים מסורתיים, המבוססים על שיקולי "הגינות" (יצירת אמון הציבור בשוק ההון; הגנה על משקיעים לא מתחכמים והגברת האספקה של אינפורמציה לשוק) וצידוקים חדשים, פרי מחשבתם של חסידי הניתוח הכלכלי של המשפט, המבוססים על שיקולי "יעילות" (הפחתת עלויות הגילוי; השאת הרווחה החברתית המצרפית והצורך לגוון תיקי השקעות). החידוש הינו בכך שהמאמר מעלה ספק עד כמה חלק מצידוקי ה"יעילות" שנהגו על ידי מלומדים אמריקנים, תקפים לגבי שוק ההון הישראלי המאופיין בסחירות נמוכה, בשיעור החזקה גבוה של בעלי שליטה ובמיעוט משקיעים יחידים המקבלים החלטות השקעה בהתאם לנתונים האישיים. לאחר מכן מראה המאמר כי יהיו הצידוקים "הנכונים" להטלת חובת גילוי מנדטורית אשר יהיו, ברור כי טכנולוגיית המידע אשר הפכה את העולם לכפר גלובלי, מפחיתה מעוצמתם של הצידוקים הללו. החידושים הטכנולוגיים מגדילים את כמות המידע שיש בשוק, מרחיבים את מעגל המשקיעים שיש להם גישה מיידית למידע ומוזילים את עלויות איסוף המידע, עיבודו וניתוחו. בכך הם תורמים במידה רבה להשגת היתרונות אותם משיגה חובת הגילוי המנדטורית. ברם, בדיקה מעמיקה מלמדת כי למרות ההישגים הבלתי מבוטלים של הטכנולוגיה, היא יכולה לספק

* מאמר זה הינו עיבוד של פרק מתוך לאה פסרמן-יוזפוב חובת הגילוי של חברות נסחרות (חיבור לשם קבלת התואר דוקטור לפילוסופיה, אוניברסיטת בר-אילן, התשס"א). אני מודה למנחה המסורה שלי בדוקטורט, פרופסור ציפורה כהן. רוב תודות גם למשתתפי הסמינר הפקולטטיבי בקריה האקדמית קריית-אונו על הערותיהם המועילות לטיסה קודמת של המאמר. תודה מיוחדת לקוראים עלומי-השם שזיכוני בביקורת חשובה, וכן לעורכים ולחברי הצוות של כתב-העת משפט ועסקים על עבודתם המדויקת והנאמנה.

** מרצה, הקריה האקדמית, קריית-אונו.

מענה לחלק מהדברים אותם באה חובת הגילוי לפתור, אך לא לכולם. הטכנולוגיה מפחיתה רק חלק מהעלויות הכרוכות בגילוי – את העלויות הישירות (עלויות איסוף המידע והפצתו). אין היא מפחיתה את העלויות העקיפות הכרוכות בגילוי – עלויות אובדן הזדמנויות (opportunity costs) ועלויות האחריות (liability costs). כל עוד החברות הנסחרות יחששו כי גילוי יביא להגדלת עלויות אובדן ההזדמנויות ועלויות האחריות שלהן, חשש שאף עשוי להתגבר בעידן התקשורת ההמונית, אין סיבה לחשוב כי כוחות השוק יגרמו לגילוי אופטימאלי מבלי שתהיה קיימת חובת גילוי על פי דין. עם זאת, כשם שברור שטכנולוגיית המידע אינה סיבה לביטול חובת הגילוי, כך ברור שהיא סיבה טובה לביצוע שינויים בכללי הגילוי הקיימים. לפיכך, המאמר מציע להתאים את כללי הגילוי להשלכות של החידושים הטכנולוגיים – לעובדה שמידע אשר היה בעבר נחלתם של "מקצועני השוק" הופך לנגיש למשקיע ה"ממוצע" שאינו מקצוען בשוק ההון, וגם לתוצאה האפשרית שלפיה בשוק הון וירטואלי, בו מנפיקים יכולים להגיע ישירות למשקיעים, יעלמו החתמים והמתווכים הפיננסים המשמשים כ"שומרי הסף" (gatekeepers) של שוק ההון. כמו כן, מציע המאמר לנצל את האפשרויות הגלומות בטכנולוגיה החדשה. שימוש יעיל בכלים הטכנולוגיים יהיה מעבר משיטת הגילוי הנהוגה כיום, המבוססת על "רישום עסקה" ומבחינה בין גילוי בשוק הראשוני לבין גילוי בשוק משני, לשיטה המבוססת על "רישום חברה" שלפיה, באמצעות האמצעים המקוונים, תסופק אינפורמציה על התאגיד באופן שוטף ללא תלות בעסקה הספציפית העומדת על הפרק.

מבוא

פרק א: צידוקים להטלה של חובת גילוי מנדטורית

1. שיקולי "הגינות"

(א) הגברת אמון הציבור בשוקי ההון

(ב) הגנה על משקיעים לא-מתוחכמים

(ג) הגברת ההספקה של מידע אמיתי לשוק

2. שיקולי "יעילות"

(א) הפחתת העלויות הכרוכות בגילוי

(1) הגדלת התשואה נטו של המשקיעים

(2) דגם "הגברת הדיוק"

(ב) השאת הרווחה החברתית המצרפית

(ג) גילוי כאמצעי לגיוון סל השקעות

פרק ב: האם בעידן טכנולוגיית המידע יש עדיין מקום לחובת גילוי מנדטורית?

1. כרסום בצידוקים להטלה של חובת גילוי מנדטורית בעקבות החידושים הטכנולוגיים

(א) צידוקים המבוססים על "הגינות"

(ב) צידוקים המבוססים על "יעילות"

2. אי-הפחתת העלויות העקיפות של הגילוי על-ידי השינויים הטכנולוגיים

משפט ועסקים ה, התשס"ו חובת הגילוי של חברות נסחרות בעידן אוטוסטרדת-המידע

- פרק ג: הצעה לשינויים בכללי הגילוי הקיימים
1. שינויים באופן הגילוי
(א) שינוי לשון הגילוי
(ב) הדגשת גורם הסיכון
 2. שינויים בעקבות היעלמות אפשרית של החתמים והמתווכים הפיננסיים
 3. שינויים במסמכי הגילוי – התשקיף והדיווחים השוטפים
(א) התשקיף
(ב) דיווחים שוטפים
 4. מעבר משיטת "רישום עסקה" (Transactional Registration) לשיטת "רישום חברה" (Company Registration)
פרק ד: סיכום ומסקנות

מבוא

מאמר זה בוחן את השאלה אם בעידן של אוטוסטרדת-המידע שאנו חיים בו כיום, עידן שבו מידע זורם בכל רחבי העולם במהירות וביעילות, יש עדיין מקום להחיל חובת גילוי מגנטורית בדיני ניירות-ערך.

עקרון הגילוי הינו עקרון-העל של חוקי ניירות-הערך המודרניים.¹ רשויות הפיקוח אינן בודקות את טיב ניירות-הערך המוצעים לציבור ואת איכותם. כל שרשויות הפיקוח דורשות הינו גילוי פרטים הנקובים בחוק לגבי החברות שניירות-הערך שלהן מוצעים לציבור ו/או נמצאים בידי הציבור. כל עוד יש גילוי של הדברים הנדרשים על-פי הדין, ניתן לקנות ולמכור ניירות-ערך בכל מחיר שיקבע השוק.² חוקי הגילוי בעולם המערבי הינם מגנטוריים. המחוקקים לא הסתפקו בכך שכוחות-השוק יכתיבו מה יש לגלות, אלא

1 "תפיסת היסוד של דיני ניירות-ערך היא גילוי, ושוב גילוי, ועוד גילוי" (הנשיא ברק בע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (לא פורסם, ניתן ביום 21.8.1997) 513, 520). זה למעשה ציטוט מדברי המלומדים Loss & Seligman, לאמור: "Then, too there is the recurrent theme throughout these statutes of disclosure, again disclosure and still more disclosure". ראו: Louis Loss & Joel Seligman *Securities Regulation* (1989, 3rd ed., Frederick, MD, Vol. I) 27. לדיון בעקרון הגילוי ראו גם ברכה אופיר-תום "שוק-ההון, דרכים להסדרתו ומקומה של האמת בו" ספר שמגר (תשס"ג, כרך ג) 405.

2 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 669, 670. לתיאור הגישות הרגולטוריות השונות ראו אוריאל פרוקצ'יה "גילוי והתערבות בשוק-ההון" דיני ניירות-ערך ובורסה, השתלמות סוף-שבוע מלון מוריה פלאזה באילת (1994) 1.

קבעו חוקים מפורטים הקובעים מהו המידע שיש ליתן לציבור.³ אלא שמאז נחקקו חוקי הגילוי השתנה העולם שאנו חיים בו לכלי הכר. בשנים האחרונות אנו עדים למהפכה בכל הקשור לדרכי העברה והפצה של מידע. טכנולוגיית המידע (Information Technology) (IT) החליפה את אמצעי-התקשורת שהיו מוכרים לנו. היא שינתה את הדרך שבה אנו מעבירים, מחליפים ושומרים מידע. בעבר, נעשה שיווק ההשקעות בעיקר על-ידי מפגשים פנים-אל-פנים, שיחות טלפוניות ודיוור. כל הדרכים הללו מסורבלות ויקרות, וכרוכים בהן עיכובים בהעברת המידע. הטכנולוגיה החדשה, ובעיקר האינטרנט, מאפשרת למידע להגיע למשקיעים בכל רחבי העולם באופן מיידי כמעט ובעלויות נמוכות יחסית.⁴ באמצעות האינטרנט, משקיעים יכולים להגיע בלחיצת כפתור, תוך שימוש במנועי חיפוש משוכללים, למידע רב המוצג בצורה משובבת-עין ומושכת תשומת-לב, המתקבלת על-ידי הוספת וידאו, קול וגרפיקה לאתרי האינטרנט; קישוריות (hyperlinks), שבעזרתן ניתן לעבור במהירות מאתר לאתר, מאפשרות למשקיעים להתחקות בנקל אחר מידע רלוונטי נוסף. מספר הולך וגדל של משקיעים אף עושה עסקאות בניירות-ערך באמצעות האינטרנט.⁵ טכנולוגיית המידע הפכה למעשה את העולם לכפר גלובלי. שוני זה הוא המוביל אותנו לבדוק אם בעידן של אוטוסטרדת-המידע עדיין יש בכלל מקום להחלה של חובת גילוי מגדטורית. על-מנת להשיב על שאלה זו, נבחן בפרק א של המאמר מה הם הציודקים להטלה

3 חובת הגילוי בישראל מוסדרת בחוק ניירות-ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 234 (להלן: חוק ניירות-ערך) והתקנות שהותקנו מכוחו; בארצות-הברית, חובת הגילוי בשוק הראשוני (השוק שחברות מגייסות בו הון בדרך של הנפקת ניירות-ערך) קבועה ב-15, Securities Act of 1933 (USCS §77 (hereinafter: Securities Act of 1933)), וחובת הגילוי בשוק המשני (השוק שבו מתנהל בין המשקיעים מסחר שוטף בניירות-הערך שהונפקו במסגרת השוק הראשוני) קבועה ב-15, Securities Exchange Act of 1934, 15 USCS §78 (hereinafter: Securities Exchange Act). לתיאור הרגולציה במדינות שונות ראו לאה פסרמן-יוזפוב "השימוש בגילוי של חברות נסחרות כאמצעי ליצירת נורמות חברתיות" קרית המשפט ג (תשס"ג) 489, 493-494.

4 לתיאור הרקע ההיסטורי של האינטרנט, ראו: Denis T. Rice "The Regulatory Response to the New World of Cybersecurities" 51 *Admin. L. Rev.* (1999) 901, 903.

5 לאתרי אינטרנט שניתן לבצע באמצעותם מסחר מקוון, ראו, לדוגמה: www.saxobank.com; www.cybertrader.com; www.mbtrading.com. מעניין שכיום, הדיווח על-פי דין של החברות הציבוריות נעשה אף הוא באמצעים אלקטרוניים. הדיווחים בארצות-הברית נעשים דרך מערכת ה-EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval). בישראל, החל בחודש נובמבר 2003, הדיווחים נעשים באמצעות מערכת ה"מגנא" - מערכת גילוי נאות אלקטרונית. זו מערכת חדישה המושתתת על טכנולוגיות מתקדמות שנועדה לאפשר קליטה והפצה של מכלול הדיווחים הנדרשים מגופים הכפופים לפיקוחה של רשות ניירות-ערך דרך רשת האינטרנט. במסגרת המערכת הוקמו ברשות ניירות-ערך שני אתרים: האחד, אתר הדיווח, המיועד לקליטת המסמכים המוגשים לרשות על-ידי הגורמים המדווחים; האחר, אתר ההפצה שבו מוצגים דיווחי הגורמים המדווחים לעיון הציבור. ראו חוק ניירות-ערך, לעיל הערה 3, בפרק 1: דיווח אלקטרוני, וכן תקנות ניירות-ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני), התשס"ג-2003, ק"ת 665. בחודש אוגוסט 2006 הושקה מערכת מגנא 2, גרסה מחודשת ומשוכללת של המגנא המקורית.

של חובת גילוי על-פי דין, תוך סיווג הצידוקים ל"שיקולי הגינות" (יצירת אמון הציבור בשוק-ההון; הגנה על משקיעים לא-מתוחכמים והגברת ההספקה של מידע לשוק) ו"שיקולי יעילות" (הפחתה של עלויות הגילוי; השאת הרווחה החברתית המצרפית והצורך לגוון תיקי השקעות).⁶ בפרק ב נראה כי טכנולוגיית המידע גורמת כרסום בעוצמתם של הצידוקים הללו. עם זאת, למרות ההישגים הבלתי-מבוטלים שלה, הטכנולוגיה יכולה לספק מענה לחלק מהדברים שחובת הגילוי באה לפתור, אך לא לכולם. הטכנולוגיה מפחיתה רק חלק מהעלויות הכרוכות בגילוי – את העלויות הישירות (עלויות של איסוף המידע והפצתו). אין היא מפחיתה את העלויות העקיפות הכרוכות בגילוי – עלויות של אובדן הזדמנויות (Opportunity Costs) ועלויות האחרייות (Liability Costs). כל עוד החברות הנסחרות יחששו שגילוי יביא לידי הגדלת העלויות של אובדן ההזדמנויות ועלויות האחרייות שלהן, חשש שאף עשוי להתגבר בעידן התקשורת ההמונית, אין סיבה לחשוב שכוחות-השוק יוליכו לגילוי אופטימלי מבלי שתתקיים חובת גילוי על-פי דין.

בפרק ג נטען שכשם שברור שטכנולוגיית המידע אינה סיבה לביטולה של חובת הגילוי, כך ברור שהיא סיבה טובה להכנסת שינויים בכללי הגילוי הקיימים. לפיכך נציע להתאים את כללי הגילוי להשלכות של החידושים הטכנולוגיים – לעובדה שמידע שהיה בעבר נחלתם של "מקצועני השוק" נעשה נגיש למשקיע ה"פשוט", וגם לתוצאה האפשרית שלפיה בשוק-הון וירטואלי, שבו מנפיקים יכולים להגיע ישירות למשקיעים, יאבדו הפונקציות של החתמים והמתווכים הפיננסיים המשמשים כ"שומר-הסף" (gatekeepers) של שוק-ההון. כמו-כן נציע לנצל את האפשרויות הגלומות בטכנולוגיה החדשה לשם מעבר משיטת הגילוי הנהוגה כיום, המבוססת על "רישום עסקה" ומבחינה בין מסמכי הגילוי שיש לפרסמם בשוק הראשוני לבין מסמכי הגילוי הנדרשים בשוק המשני, לשיטה של גילוי מתמשך המבוססת על "רישום חברה", שלפיה, באמצעות האמצעים המקוונים, יסופק מידע על התאגיד באופן שוטף, ללא תלות בעסקה המסוימת העומדת על הפרק. בפרק ד יובאו הסיכום והמסקנות.

6 כאן ראוי להעיר כי יש הטוענים שהסיבה לקיומה של חובת גילוי מנדטורית בדיני ניירות-ערך הינה שקבוצות אינטרסנטיות הנהנות מקיומה של חובה זו (כגון בנקים להשקעות, שחובת הגילוי הפחיתה את ההוצאות שבהן נשאו לשם השגת המידע הדרוש להם לפעילותם באופן עצמאי; בעלי מקצועות חופשיים, דוגמת עורכי-דין ורואי-חשבון, שחובת הגילוי יצרה בעבורם עבודה נוספת וכדומה) הפעילו לחצים פוליטיים, והצליחו להביא לידי חקיקתה. למעשה, יש מלומדים הסבורים שכל חקיקה מודרנית הינה תוצאה של קבוצות-לחץ, וכי העובדה שהחקיקה משרתת אינטרסים חברתיים-ציבוריים הינה מקרית בלבד. ראו: Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at pp. 670–671; Susan M. Phillips & Richard J. Zecher *The SEC and the Public Interest* (MIT, 1981) 51; Paul G. Mahoney "The Political Economy of the Securities Act of 1933" 30 *J. Legal Stud.* (2001) 1; David J. Schulte "The Debatable Case for Securities Disclosure Regulation" 13 *J. Corp. L.* (1988) 535, 536.

פרק א: צידוקים להטלה של חובת גילוי מנדטורית

מקובל לחשוב שבשל היותו של מידע מוצר ציבורי,⁷ לא ניתן להניח לכוחות השוק להביא לידי היווצרותו בכמות האופטימלית, ועל-כן דרושה התערבות של המחוקק.⁸ באופן גס, ניתן לטווג את הצידוקים להטלתה של חובת גילוי מנדטורית לשיקולי "הגינות" ולשיקולי "יעילות". בשנות-השמונים, שבהן ניטש בארצות-הברית הפולמוס האקדמי בדבר נחיצותה של חובת הגילוי המנדטורית, סברו מלומדים רבים כי הצידוקים המסורתיים המבוססים על שיקולי הגינות אינם משכנעים במיוחד, ואם אפשר להצדיק את הטלתה של חובת הגילוי, יש לעשות כן רק בשל הצידוקים המבוססים על יעילות.⁹ אנו סבורים כי "ההספד" של השיקולים המסורתיים היה מוקדם מדי. לא רק שקשה להשתחרר מהרושם ששוללי הנימוקים המסורתיים היו נחרצים מדי, אלא שגם אם היו טיעוניהם נכונים בשעה שנכתבו, ייתכן שהדברים שונים כיום בעידן הטכנולוגיה המודרנית. כמו-כן, בחינה מדוקדקת של נימוקי היעילות מראה כי נימוקים אלה מתאימים לשוק-ההון האמריקאי, שלגביו הם נאמרו, המאופיין בפיזור השליטה בחברות הנסחרות, בסחירות גבוהה של ניירות-הערך הרשומים למסחר בבורסות השונות ובריבוי משקיעים פרטיים המקבלים החלטות השקעה באופן עצמאי. ספק עד כמה הם תקפים לגבי שוקי-הון אחרים, לרבות שוק-ההון הישראלי, המתאפיינים בריכוזיות השליטה בחברות הנסחרות, בסחירות דלה של רבים מניירות-הערך הרשומים למסחר בבורסות באותם שווקים ובמיעוט משקיעים פרטיים המקבלים החלטות השקעה באופן עצמאי. העובדה שחובת גילוי מנדטורית קיימת ברוב

7 מוצרים ציבוריים הם, בין היתר, גנים ציבוריים, טלוויזיה ממלכתית וכדומה. המאפיין העיקרי של מוצרים ציבוריים הינו שלא ניתן למנוע את השימוש בהם ממי שלא שילם בעדם. הדבר מתאפשר משום שצריכת המוצרים הציבוריים על-ידי משתמש אחד אינה גורעת מן הכמות הנותרת לצריכה על-ידי אחרים. בזה הם שונים ממוצרים פרטיים, כגון משחת שיניים, שעם השימוש בה על-ידי משתמש אחד לא נותרים לאחרים אלא שיירי משחה. לעניין מוצרים ציבוריים, ראו: Richard A. Musgrave & Peggy B. Musgrave *Public Finance In Theory and Practice* (Mishawaka, IN, 5th ed., 1989) 44; וגם: Robert Cooter & Thomas Ulen *Law and Economics* (Newnan, GA, 1988) 109–119; וכן אוריאל פרוקצ'יה "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק? תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי-היסוד במשפט משפטיים יח (תשמ"ט) 395, 409–411.

8 להסבר מפורט בדבר כשל-השוק הנוצר בשל היותו של המידע מוצר ציבורי, ראו: לאה פסרמן-יוזפוב חובת הגילוי של חברות נסחרות (חיבור לשם קבלת התואר דוקטור לפילוסופיה, אוניברסיטת בר-אילן, התשס"א), פרק 4, בחלק השני של העבודה.

9 ראו: John C. Coffee "Market Failure and the Economics Case for a Mandatory Disclosure System" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 717, 730; וכן: Easterbrook & Fischel, *supra* note 2. יש לזכור שהיו אלה השנים שבהן פרח בארצות-הברית "הניתוח הכלכלי של המשפט". קרוב לוודאי שההתרחקות בשיקולי יעילות, תוך שלילת שיקולים מסורתיים יותר, הושפעה מורם זה של המשפט.

מדינות העולם המערבי, ובכללן מדינות ששוקי-ההון בהן שונים משוק-ההון האמריקאי ואשר נימוקי היעילות (או לפחות רובם) חלשים יותר לגביהן, מעידה שלא ניתן לראות בצידוקי היעילות צידוקים בלעדיים להטלתה של חובת הגילוי.

1. שיקולי "הגינות"

עם הצידוקים להטלתה של חובת גילוי מנדטורית המבוססים על שיקולי "הגינות" ניתן למנות את השיקולים ה"קלסיים" של יצירת אמון הציבור בשוק-ההון, הגנה על משקיעים לא-מתוחכמים והגברת כמות המידע הזורם לשוק-ההון.¹⁰

(א) הגברת אמון הציבור בשוקי-ההון

צידוק נפוץ להטלה של חובת הגילוי הינו שגילוי מנדטורי מגביר את אמון הציבור בשוק-ההון: משקיעים, ובמיוחד משקיעים "קטנים" ובלתי-מתוחכמים, חוששים שינוצלו לרעה על-ידי התאגידים המנפיקים או על-ידי המשקיעים ה"מתוחכמים". כללי הגילוי מעניקים למשקיעים אלה את הביטחון הדרוש להם. לדברי המלומדים איסטרברוק ופישל, אמון הציבור הינו דבר חשוב, אך כדי להצדיק הטלה של חובת גילוי מנדטורית לשם ביסוסו של אמון כאמור יש להוכיח שתרומתם של כללי הגילוי גדולה מעלויות הגילוי. להדגשת דבריהם, הם משווים את הטלתה של חובת הגילוי המנדטורית להטלת חובה לבנות מכוניות שעובי הפלדה שלהן לא יפחת מחמישה אינצ'ים (כ-12.7 ס"מ). אין ספק שמכוניות אלה יהיו בטוחות יותר ויפחיתו את מספר הנפגעים בתאונות-דרכים, אך סביר שהמחוקק לא יטיל חובה כזאת אלא אם יוכח שהתועלתו של חוק כזה גדולה מהעלות הכרוכה בבניית מכוניות בעלות עובי פלדה כאמור. מחקרים אמפיריים לא הצליחו להראות שקיים יחס עלות/תועלת חיובי כזה לגבי הגילוי.¹¹ לדעתנו, יש קושי בכך שהמחקרים אשר בדקו

¹⁰ Easterbrook & Fischel, *ibid*, at pp. 692-696.

¹¹ הכלכלן Stigler בדק את השפעת ה"Securities Act of 1933. הוא השווה בין שתי קבוצות של מניות: כאלה שהונפקו לראשונה לציבור לפני החוק (דהיינו לפני החלתה של חובת הגילוי מנדטורית) וכאלה שהונפקו לראשונה לציבור לאחר החלתה של חובת הגילוי כאמור. Stigler לא מצא הבדלים בתשואות בין שתי הקבוצות. הוא הסיק מכך שלא היתה לחוקי הגילוי השפעה משמעותית על מחיריהם של ניירות-הערך. Stigler בדק גם את ההבדלים בדרגת הפיזור של התשואות סביב התשואה הממוצעת (שונות (variance)) בין שתי התקופות ומצא שמידת הפיזור היתה נמוכה יותר בין השנים 1949-1955. מכך הסיק שעצם הטלתה של חובת הגילוי מנעה הנפקות בעלות סיכון גבוה במיוחד. ראו: George J. Stigler "Public Regulation of Securities Markets" 37 *J. Bus.* (1964) 117. מחקרים מאוחרים יותר, כגון אלה של החוקרים Simon ו-Jarell, הניבו תוצאות דומות אף-על-פי שנערכו בהתבסס על טכניקות מחקר חדישות יותר. ראו: Simon ו-Jarell "The Economics Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues" 24 *J. Law & Econ.* (1981) 613; Carol J. Simon "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance

Benston "of New Issues" 79 *Am. Econ. Rev.* (1989) 295 פרופסור Benston בדק את השפעת Securities and Exchange Act of 1934. הוא השווה בין התשואות של ניירות-הערך של שתי קבוצות של תאגידים: תאגידים שפרסמו מרצונם נתונים על היקף המכירות שלהם עוד לפני חקיקת החוק ותאגידים שלא עשו כן, והחלו מפרסמים נתונים כאמור רק לאחר חקיקת החוק. Benston לא מצא הבדלים בתשואות בין שתי הקבוצות והסיק מכך שלא היתה לחוק השפעה. ראו: George J. Benston "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934" 63 *Am. Econ. Rev.* (1973) 132 (a part reprinted in Richard A. Posner & Kenneth E. Scott *Economics of Corporation Law and Securities Regulation* (Boston, 1980) 377) לתיאור המחקרים האמפיריים דלעיל, ראו: Christopher P. Saari "The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of Securities Industry" 29 *Stanford L. Rev.* (1977) 1031, 1058; Easterbrook, & Fischel, *supra* note 2, at pp. 709-712; Phillips & Zecher, *supra* note 6, at pp. 33-34. המחקרים דלעיל עוררו ביקורת רבה, הן על שיטות המחקר והן על המסקנות שהוסקו. ראו: Joel Seligman "The Historical Need for a Mandatory Disclosure System" 9 *J. Corp. L.* (1983) 1, 10-12; Mark R. Gillen *Securities Regulation in Canada* (Scarborough, Ont, 2nd ed., 1998) 58-60, 301-303; Coffee, *supra* note 9, at p. 744; Merritt B. Fox "Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 1335, 1373-1379. מחקרים חדשים אחדים גורסים שחוקי הגילוי שנחקקו בארצות-הברית לא תרמו רבות לעומת המצב שקדם לחקיקתם. מחקרם של Jones ו-Daines בדק אם ה־Securities and Exchange Act of 1934 הפחית את האסימטריה במידע בין המשקיעים השונים. הם התרכזו בבחינת השינויים שחלו במרווחי bid-ask (ההפרש בין המחיר הגבוה ביותר שקונה מוכן לשלם בעד רכישה של נייר-ערך לבין המחיר הנמוך ביותר שמוכר מוכן לקבל במכירת אותו נייר-ערך) בתקופה שאחרי החלת החוק לעומת התקופה שקדמה לחקיקתו. ההנחה שלהם היתה שבמקרה שבו האסימטריה במידע אכן פחתה בשל החלתה של חובת הגילוי, מרווחי ה־bid-ask יקטנו. המחקר השווה איפוא בין המרווחים של שתי קבוצות תאגידים: חברות שפרסמו נתוני מכירות ונתוני פחת וכן דו"חות כספיים מבוקרים כבר לפני החוק ("החברות המגלות") וחברות שלא פרסמו נתונים כאמור לפני שהוטלה עליהם חובה חוקית לעשות כן ("החברות הלא-מגלות"). הציפייה היתה שתהיה לחוק השפעה שונה על החברות בקבוצות השונות ותחול הקטנה רבה יותר במרווחים אצל החברות הלא-מגלות, שנאלצו להתחיל לגלות רק בעקבות חקיקת החוק. תוצאות המחקר לא הצביעו על שוני כאמור בין המרווחים של חברות בקבוצות השונות. החוקרים הסיקו מכך שחוקי הגילוי לא השפיעו על האסימטריה במידע. ראו: Robert Daines & Charles M. Jones "Mandatory Disclosure, Asymmetric Information and Liquidity: The Impact of the 1934 Act" (Working Papers, 2005) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686888 (24.7.2006). מחקרם של Mei ו-Mahoney בחן את השפעתם של חוקי הגילוי (הן החוק משנת 1933 והן החוק משנת 1934) על תאגידים שניירות-הערך שלהם היו רשומים למסחר בבורסת ניו-יורק (NYSE) עוד לפני חקיקתם של חוקי הגילוי. הם בדקו שינויים קצרי-טווח בהתנהגותן של מניות במועדים שבהם פרסמו החברות מסמכי גילוי, ולא מצאו ראיות שחוקי הגילוי שיפרו את סביבת המידע של המשקיעים. מסקנתם היתה שחוקי הגילוי לא תרמו רבות למשקיעים בניירות-הערך שהיו רשומים בבורסת ניו-יורק שכן

את תועלת הגילוי התרכזו בבדיקת השפעתו של הגילוי על התנהגותם של ניירות-הערך הנסחרים.¹² ליבו של הצידוק שלפיו הגילוי מגביר את אמון הציבור בשוק-ההון הינו כי עצם קיומה של חובת גילוי מעודד משקיעים-בכוח להשקיע את כספם בשוק-ההון, שוק המהווה נדבך מרכזי של הכלכלה המודרנית.¹³ כדי לבדוק אם תועלת הגילוי גדולה מעלותו, יש

דרישות הגילוי של בורסת ניו-יורק, היו, כפי הנראה, שוות-ערך בתוכנן ואמינותן לדרישת הגילוי כפי שנקבעו בחוקי הגילוי. (Paul G. Mahoney & Jianping Mei "Mandatory v. Contractual Disclosure in Securities Markets: Evidence from the 1930s" (Working Papers, 2006) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=883706 (19.7.2006)). לעומת מחקרים אלה מצאו שני מחקרים שבחנו את השפעת ה-1964 Securities Act Amendments (להלן: התיקונים משנת 1964) כי היתה להחלתה של חובת הגילוי תרומה חיובית. התיקונים משנת 1964 החילו את חובת הגילוי המנדטורית, שחלה לפני-כן רק על תאגידים שניירות-הערך שלהם היו רשומים למסחר בבורסת בארצות-הברית, גם על תאגידים גדולים שניירות-הערך שלהם נסחרים מעבר לדלפק (over the counter). המחקרים השוו בין התשואות, במועדים סמוכים לחקיקת התיקונים משנת 1964, של שתי קבוצות של ניירות-ערך: ניירות-ערך של חברות ה-OTC, שחובת הגילוי הוחלה עליהן לראשונה על-ידי התיקונים משנת 1964 לעומת ניירות-ערך של החברות הנסחרות בבורסת, שחובת הגילוי חלה עליהן כבר קודם-לכן. התוצאות היו שחברות ה-OTC שחובת הגילוי הוחלה עליהן לראשונה בחוק החדש, זכו בתשואות עודפות. ראו: Michael Greenstone, Paul O. Oyer & Annette Vissing-Jorgensen "Mandated Disclosure, Stock Return and the 1964 Securities Acts Amendments" (Working Papers, 2005) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=789865 (19.7.2006) Allen Ferrell "Mandated Disclosure and Stock Returns; Evidence from the Over – the-Counter Market" (Working Papers, 2004) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500123 (19.7.2006).

12 לפירוט המחקרים ראו לעיל הערה 11.

13 ועדת ידין, הוועדה שהמלצותיה היוו את הבסיס לחוק ניירות-ערך, ציינה במפורש: "המטרה העיקרית שהיתה לנגד עיני הוועדה בשקלה את שיקוליה ובגבשה את המלצותיה היתה חיווק האמון של הציבור בארץ ושל ציבור משקיעי חוץ בשוק נירות הערך הישראלי. תיקוני החוק ואמצעי הפיקוח שהועדה מציעה, לא לכבול הם באים אלא לעודד." – (דו"ח הוועדה להנפקת ניירות-ערך ולמסחר בהם, תמוז תשכ"ג – יוני 1963, בעמ' 7) (נגיש ב: http://www.isa.gov.il/download/pirsum/a117_yadin.pdf (19.7.2006)). גם בתי-המשפט הדגישו: "הפעילות בשוק-ההון בישראל מוסדרת באמצעות חוק ניירות-ערך. אחת מתכליותיו היא לעודד השקעה בניירות-ערך. לית מאן דפליג כי תנאי מוקדם לעידוד הציבור להשקעה הוא נטיעת אמון בציבור ביכולתו של השוק להשיג את יעדיו. תהא התכלית של גיוס הון לקידום יוזמות כלכליות נעלה ככל שתהא, הדבר לא יצלה אם לא תונח דעת המשקיע שהשוק יהווה עבורו אפיק חסכון או אפיק להשקעה נושאת פירות. אמון המשקיע בכך מותנה בביטחונו שהשוק מתנהל ביושר ובהגינות; שאין הוא משמש כלי משחק בידי בעלי הון או 'מקורבים' או גורמים מתוחכמים המאחזים את דעתו במראית עין שאין תוכנה כברה." – (השופט עודד מודריק במחוזי – ע"פ ת"א 1085/95 טמפו נ' מ"י (לא פורסם, ניתן ביום 15.5.1997)). גם במקומות אחרים ציינו מחוקקים כי מטרת החקיקה בדיני ניירות-ערך הינה להגביר את האמון של המשקיעים בשוק-ההון. ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל הערה 8, פרק 2 בחלק הראשון של העבודה. לרעיון שהגילוי

איפוא לבדוק מהי השפעתה של חובת הגילוי על היקף המשאבים הכספיים הזורמים לשוק ההון.

להבהרת דברינו נשוב לדוגמה של איסטרברוק ופישל, שעניינה עובי הפלדה המשמשת לייצור מכונות, ונעביר אותה למציאות הישראלית של פיגועים באוטובוסים. לדברי איסטרברוק ופישל, על-מנת להצדיק חובה לבנות מכונות עבות-פלדה יש להראות שהתועלת במניעת נזקים בתאונות-דרכים גדולה מהעלות הכרוכה בבניית המכונות. ההקבלה לישראל תהיה כי על-מנת להצדיק חובה למגן את כל האוטובוסים במדינה יש להראות שהתועלת במניעתם של נזקי פיגועים גדולה מעלויות המיגון. ברם, האין להתחשב גם בכך שעצם הידיעה של הציבור שהאוטובוסים ממוגנים תעודד אנשים לנסוע בתחבורה ציבורית, ואולי תפחית את מספר הרכבים הפרטיים במדינה (ובעקיפין גם את מספרן של תאונות-הדרכים)?

(ב) הגנה על משקיעים לא-מתוחכמים

על-פי צידוק זה, הגילוי המנדטורי נועד להגן על המשקיעים הלא-מתוחכמים. כללי הגילוי מפשטים את הצורה של הצגת המידע, כך שהמידע יהיה ברור לכולם. המלומדים איסטרברוק ופישל סבורים כי צידוק זה לא-מתוחכם לפחות כמו המשקיעים שהוא נועד להגן עליהם, שכן הוא מתעלם ממנגנוני השוק ומאופן קביעתם של מחירי ניירות-הערך.¹⁴ על-פי היפותזה מקובלת, היפותזת "השוק היעיל" (Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) או (EMH)),¹⁵ בעת קיום מידע חדש, מחירי ניירות-הערך מתעדכנים במהירות ומשקפים מידע זה.¹⁶ הגורם לשינויים במחירי ניירות-הערך בעקבות קבלת מידע חדש הינו פעולותיהם של משקיעים מתוחכמים העוקבים אחרי מידע זה, מנתחים אותו

המנדטורי מסייע למנפיקים ליצור רושם של אמינות, ראו: Edward Rock "Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure" 23 *Cardozo L. Rev.* (2002) 675.

14 ראו: Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at p. 694.

15 לדיון נרחב ב"היפותזת השוק היעיל", לרבות ביקורת שנמתחה על ההיפותזה (תורת ה-Noise ותיאוריית ה-Caos) ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל הערה 8, בפרק 6, בחלק הראשון של העבודה. זרם חדש בכלכלה, המכונה "Behavioral Economics", מטיל ספק בנכונות ההיפותזה ואף טבע מונח חדש: Inefficient Market Hypothesis. ראו: Donald C. Langevoort "Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation" 97 *NW U. L. Rev.* (2002) 135.

16 יעילות זו, שעניינה השימוש במידע להערכת השווי של ניירות-ערך נקראת "יעילות אינפורמטיבית". יעילות אחרת הינה "יעילות הקצאתית" (Allocational Efficiency) - השימוש במשאבים בצורה הפורה ביותר. יעילות נוספת הינה "יעילות תפעול" (Operational Efficiency) המתמקדת בהיקף השירותים המוצעים בשוק-ההון ובעלותם של שירותים אלה. ראו: Christopher P. Saari "The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of Securities Industry" 29 *Stan. L. Rev.* (1977) 1031, at footnote 1; חיים לוי, משה סמיט ומרשל סרנת הבורסה וההשקעה בניירות-ערך (תשנ"ט) 547-551.

ופועלים על-פיו. מחירי ניירות-הערך משתנים אם-כן ומתאימים עצמם למידע חדש ללא קשר לפעולותיהם של המשקיעים הלא-מתוחכמים. קבלת המידע על-ידי המשקיעים הלא-מתוחכמים אינה יכולה לסייע להם, שהרי בכל מקרה, המידע החדש משתקף במחירי ניירות-הערך עוד לפני שהם הספיקו לקבלו, לא כל שכן לעכל את משמעותו. לא חשוב מה חוקי הגילוי קובעים, המשקיע ה"ממוצע", זה שאינו מקצוען בשוק-ההון (משקיע כזה ייקרא להלן: המשקיע הממוצע), יישאר תמיד צעד אחד אחרי מקצועני השוק שהגיעו למידע לפניו. על הפרנויה של משקיעים וחששם להיות מנוצלים על-ידי אחרים, הקרובים יותר למידע, ניתן להתגבר באמצעות פתרון פשוט. משקיעים החוששים להיות מנוצלים יכולים להגן על עצמם בעלויות מוצערות על-ידי השקעת כספם באמצעות מקצוענים (קרנות נאמנות, מנהלי תיקים וכולי). כך יבטיחו לעצמם כי יוכלו ליהנות מהיתרונות שיש לדעתם לאותם מקצוענים.¹⁷ כפי שנראה להלן, טיעון זה, שלפיו מקצועני השוק יגיעו תמיד למידע לפני המשקיעים הלא-מתוחכמים, היה נכון בוודאי בעת כתיבת הדברים, אך הוא חלש יותר כיום, בעידן הטכנולוגיה המודרנית.¹⁸

נוסף על כך, מקובל לחשוב שהמשקיעים הבודדים כיום אינם "הגברת כהן מחדרה", אלא משקיעים מתוחכמים יותר, שהגילוי עשוי בהחלט להגן עליהם.¹⁹

גם החקיקה החדשה בתחום של דיני ניירות-הערך מצביעה על החשיבות המוענקת להגנה על המשקיעים הלא-מתוחכמים. בשנת 1998 נחקק בארצות-הברית ה-Plain English Rule, המחייב לכתוב חלקים מן התשקיף בשפה פשוטה שתהא מובנת לכל.²⁰ כלל דומה, כלל "העברית הבהירה", שלפיו יש לכתוב מסמכי גילוי בשפה בהירה, תמציתית, פשוטה ומובנת, נחקק בישראל בשנת 2004.²¹ מטרת הכלל הינה להקל על משקיעים "פשוטים" להבין את תוכנם של מסמכי הגילוי. בשנת 2000 נכנסו לתוקפם בארצות-הברית כללי ה-Fair Disclosure (להלן: FD), המונעים חשיפה ברירנית (סלקטיבית) של מידע אך ורק למקצועני השוק (כגון אנליסטים). הכללים מחייבים תאגידיים נסחרים לפרסם לציבור הרחב כל מידע שניתן לגורם חיצוני לחברה בו-זמנית עם חשיפתו לאותו גורם. מטרת הכללים הינה לאפשר למשקיע "הקטן" להתמודד בשוק-ההון בתנאים שווים לאלה של המשקיעים המוסדיים.²² משמע, הדאגה ל"משקיע הפשוט" עדיין ניכרת.

17 מעניין שמחקרים שנעשו בתחום הראו כי בשל המספר הרב של המשקיעים המתוחכמים והתחרות ביניהם, גם היתרונות של מקצועני השוק אינם כה רבים כפי שהיה ניתן לחשוב. ראו: Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at p. 695, at footnote 34.

18 ראו דיון להלן, פרק ב, סעיף (א)(1).

19 Alan R. Palmiter "Towards Disclosure Choice in Securities Offerings" 1999 *Colum. Bus. L. Rev.* (1999) 1, 3.

20 Plain English Disclosure, Release No. 33-7497 (Jan. 28, 1998) available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt> (hereinafter: Plain English Disclosure) (18.7.2006).

21 ראו להלן בפרק ג, סעיף (א)(1).

22 Selective Disclosure and Insider Trading, Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC—24599 (15.8.2000) available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> (18.7.2006).

(ג) הגברת ההספקה של מידע אמיתי לשוק

צידוק נפוץ שלישי להטלה של חובת גילוי מנדטורית הינו שחובת גילוי כזו מגדילה את כמות המידע הקיים בשוק־ההון. איסטרברוק ופישל מדגישים בעניין זה כי יש לשים לב שמידע רב יותר אינו בהכרח דבר רצוי.²³ למידע יש עלויות רבות,²⁴ ומידע נוסף מיטיב עם המשקיעים רק אם תועלתו מרובה מעלותו. כך, למשל, סביר לדעתם שלא יהיה מי שיחשוב שתצמח למשקיעים תועלת מחשיפת עלותו של כל מסוע במפעלה של יצרנית מכוניות. נוסף על כך, לדבריהם יש גם מעט אירוניה בטענה שכללי הגילוי מביאים לידי גילוי רב יותר, שהרי חלק מכללי הגילוי דווקא אוסרים על גילוי במועדים מסוימים או בצורות מסוימות.²⁵ על־סמך האמור לעיל, איסטרברוק ופישל מגיעים למסקנה כי שיקולי ההגיונות אינם משכנעים במיוחד. לדעתנו, אין זו בהכרח המסקנה המתבקשת מדבריהם. לטעמנו, הדוגמה שנבחרה על ידי איסטרברוק ופישל אינה עוסקת בסוגיה המהותית של עצם החובה לגלות, אלא בעניין פרטני יותר של היקף החובה. ייתכן שהגילוי בדבר מחירו של כל מסוע אכן לא יצמיח למשקיעים תועלת מרובה, אך הגילוי כי חלה עלייה גדולה במחיריהם של חומרי־הגלם המשמשים לייצור המכוניות עשוי להיות חשוב. גם העובדה שיש כללים המגבילים את הגילוי, ובעקבות כך מפחיתים את כמות המידע, נוגעת בתוכנה של חובת הגילוי, ולא דווקא בעצם קיומה. נראה לנו אם־כן שדבריהם של איסטרברוק ופישל בנקודה זו רלוונטיים יותר לדיון בדבר היקפה של חובת הגילוי, ולא לעצם הצורך בה. לעניות דעתנו, דבריהם מצביעים על כך שבעת קביעתם של כללי גילוי ספציפיים יש להתחשב בשיקולי עלות/תועלת של כל כלל וכלל, אך לא דווקא שחובת הגילוי מיותרת בכללותה.

2. שיקולי "יעילות"

כפי שציינו, מלומדים אמריקאיים סברו בשנות השמונים שהצידוקים המסורתיים להטלה של חובת גילוי מנדטורית, אותם צידוקים שציינו המחוקקים בדבריהם בעת חקיקתם של חוקי הגילוי ואשר התבססו בעיקרם על שיקולי "הגיונות", אינם משכנעים במיוחד. הם מצאו איפוא צידוקים אחרים, מודרניים יותר, להטלה של חובת גילוי. בהשפעת הזרם של הניתוח הכלכלי של המשפט, צידוקים אלה מבוססים על שיקולי "יעילות". כפי שכבר ברור, צידוקים אלה הינם פרי מחשבה של אנשי אקדמיה שניתחו את נושא הגילוי בדיעבד, לאחר שחוקי הגילוי כבר היו קיימים, ואשר ביססו את דבריהם על תיאוריות כלכליות ועל קיומם של מוסדות פיננסיים שהתפתחו רק שנים רבות לאחר חקיקתם של חוקי הגילוי. לדעתנו, אין בעובדה היסטורית זו כשלעצמה כדי לגרוע מחשיבות הדיון האקדמי בשיקולי "יעילות" כצידוק להטלה של חובת גילוי מנדטורית. ברם, בדיקה של שוק־ההון הישראלי מעלה תהייה: עד כמה שיקולי "יעילות", היפים לארצות־הברית, תקפים גם לשוק הישראלי.

²³ Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at p. 696

²⁴ ראו להלן פירוט בפרק ב, סעיף (2).

²⁵ ראו, למשל, האיסורים המפורטים להלן בהערה 117.

(א) הפחתת העלויות הכרוכות בגילוי²⁶

צידוק ה"יעילות" העיקרי להטלה של חובת גילוי מנדטורית הינו שחובה זו מפחיתה את העלויות הכרוכות בגילוי. העלויות פוחתות הן משום שנטל הגילוי עובר אל התאגידים, שהם ספקי המידע הזולים²⁷ (least cost provider theory), והן משום שהצורך להוציא הוצאות לשם "שכפול" מידע קיים מתייטר, שכן קיים גוף מרכזי – רשויות ניירות-הערך השונות, המשמשות בנק מרכזי לנתונים. כפי שכתב השופט Easterbrook באחד מפסקי-הדין שלו:²⁸

"Securities laws are designed, in large part, to compel the person who knows firm-specific information to reveal it, and thereby eliminate wasteful duplication of effort in digging out facts."

הפחתה של עלויות הגילוי תורמת הן למשקיעים והן לשוק בכללותו. למשקיעים היא תורמת על-ידי הגדלת התשואות נטו על השקעותיהם, ולשוק-ההון בכללותו היא תורמת על-ידי הגברת הדיוק של מחירי ניירות-הערך הנסחרים בו.

(1) הגדלת התשואה נטו של המשקיעים

על-מנת לחשב את הרווח/ההפסד הסופי של המשקיעים יש להוסיף להפרש בין מחיר הקנייה לבין מחיר המכירה של נייר-הערך את העמלות שהם נדרשים לשלם למתווכים הפיננסיים. הפחתת העלויות של אותם מתווכים מביאה לידי גידול ברווח הנקי של המשקיעים (או לחלופין, להקטנת ההפסד). מידע היה קיים בשוק-ההון עוד לפני חקיקתם של חוקי הגילוי. שימוש ברואי-חשבון היה נפוץ עוד מימיהם הראשונים של התאגידים. עוד לפני חקיקת

26 ראו: Coffee, *supra* note 9, at pp. 730-733.

27 James D. Cox "Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition" 55 *Law & Contemp. Prob.* (1992) 157, 175. מחקרים הראו כי במאזן תחרותי (competitive equilibrium), מספרם האופטימלי של ספקי המידע הינו אחד. ראו: Eugene F. Fama & Arthur B. Laffer "Information and Capital Markets" 44 *J. Business* (1971) 289, 295. בכל הנוגע בהערכת ניירות-ערך, התאגיד המנפיק את ניירות-הערך הינו הספק המועדף של המידע. ראו: James H. Lorie "Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure, and Corporate Privacy: A Comment" 9 *J. Legal Stud.* (1980) 819, 821. המלומדים Phillips & Zecher קובעים בספרם כי החובה שהוטלה בדין על מנפיקים לספק נתונים מסוימים בתבנית מסוימת היוותה למעשה סובסידיה בגובה מיליארד דולר למשקיעים המוסדיים, שאלמלא קיום החובה בדין, הם היו צריכים לשלם סכום זה על-מנת להשיג אותם נתונים. ראו: Phillips & Zecher, *supra* note 6, at pp. 21-23.

28 *Astor Chauffeured Limousine Co. v. Runnfeldt Inv. Corp.*, 910 F. 2d 1540, 1546 (7th Cir. 1990); ראו גם: Lawrence A. Cunningham "Firm Specific Information and the Federal Securities Law: A Doctrinal Etymological and Theoretical Critique" 68 *Tul L. Rev.* (1994) 1409, 1449.

ה־Securities & Exchange Act בארצות־הברית, בשנת 1934, פרסמו כל התאגידים אשר ניירות־הערך שלהם נסחרו בשווקים שם נתונים במסמכים עבי־כרס שאושרו על־ידי רואי־חשבון.²⁹ יתר על־כן, בין השנים 1934 ו־1964 חלה חובת הגילוי בארצות־הברית רק על תאגידים שניירות־הערך שלהם נסחרו בבורסות לאומיות (national exchanges).³⁰ אף שלא היתה חובה חוקית לעשות כן, גם תאגידים שלא חלה עליהם חובת דיווח גילו כמות מרשימה של נתונים בהתאם לדפוסי הגילוי שנקבעו בחוק. הנתונים העכשוויים מצביעים על אותה מגמה. מחקרים הראו כי תאגידים המבצעים הנפקות פרטיות מכינים בעבור משקיעיהם מסמכים זהים כמעט, הן בצורתם והן בתוכנם, למסמכים שעליהם לפרסם על־פי דין בעת ביצוע הנפקה לציבור;³¹ תאגידים אירופאיים הנסחרים בבורסה של לונדון מאמצים את כללי הגילוי הבריטיים, שהינם מחמירים יותר מהכללים של ארצות מוצאם, אף שאין מוטלת עליהם חובה חוקית לעשות כן.³² מכאן שלמתווכים הפיננסיים היו מאז ומעולם הכלים להשיג את המידע הנדרש להם להכנת הערכת שווי של התאגידים הנסחרים. אלא שההבדל הגדול בין התקופה שלפני חקיקתם של חוקי הגילוי לבין התקופה שאחרי חקיקה זו אינו בעצם האפשרות לקבל את המידע, אלא בעלויות המידע. לאחר חקיקתם של חוקי הגילוי, המחייבים חברות לפרסם מידע לציבור, המידע שהיה לוול־סטריט תמיד נעשה זול יותר להשגה, לעיבוד ולאימות. מבחינה זאת, חוקי הגילוי, שהפחיתו את העלויות שהיו למתווכים פיננסיים בהשגת המידע, בכך שחייבו את התאגידים הנסחרים לספקו להם, דומים למוצר חומרה חדש, כגון המחשב, המפחית את העלויות של עיבוד המידע בכך שהוא מקצר את הזמן הדרוש לעיבודו ומצמצם את כוח־האדם הדרוש לכך.³³ התועלת הגדולה שבחוקי הגילוי הינה אם־כן הגדלת התשואות נטו למשקיעים. גידול זה הושג הודות לחיסכון בעלויות של השגת המידע, ולא בדרך של הגדלת הרווחים במסחר עצמו.³⁴

Ross L. Watts & Jerold L. Zimmerman "Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence" 26 *J.L. & Econ.* (1983) 613
Phillips & Zecher, *supra* note 6, at p. 38

בשנת 1964 הורחבה החובה והוחלה על כל התאגידים שמספר המהווקים בניירות־הערך שלהם עלה על מספר מסוים הקבוע בחוק. ראו: Joel Seligman *The Transformation of Wall Street: A History of The Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Disclosure to Investors – A Reappraisal* (Boston, rev. ed., 1995) 314-315 וכן: *Finance* (Boston, rev. ed., 1995) 314-315
of Federal Administrative Policies under the 33' and 34' Acts (1969) 49 ("The Wheat Report")

.Palmiter, *supra* note 19, at p. 21 31

Roberta Romano "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation" 107 *Yale L. J.* (1998) 2359, 2374

לרעיון דומה, שלפיו חוקים ממוזערים את עלויות העסקה של הצדדים, ראו פרוקצ'יה, לעיל הערה 7, בעמ' 412-413.

טענה נוספת הינה שבהיעדר חוקי גילוי מנדטוריים, נאלץ כל משקיע להחליט איזו רמת גילוי מתאימה לו ולנהל משא־ומתן עם התאגיד בדבר היקף הגילוי שהתאגיד יתחייב להעניק לו. קביעתם של כללי הגילוי על־ידי המחוקק חוסכת למתקשרים את עלויות העסקה הכרוכות

(2) דגם "הגברת הדיוק"

להפחתה של עלויות הגילוי יש גם תוצאה נוספת היורדת לשורשה של אחת ממטרות הגילוי. הגישה הכלכלית למשפט הולידה את מה שקרוי דגם "הגברת הדיוק" (Efficiency Enhancement).³⁵ על-פי דגם זה, הגילוי בדיני ניירות-ערך חשוב, שכן הוא מביא לידי כך שמחירי-השוק של ניירות-הערך יהיו מדויקים ככל האפשר, דהיינו שמחירי-השוק ישקפו את המחיר ה"נכון" של ניירות-הערך הנסחרים.³⁶ דגם "הגברת הדיוק" מבוסס על היפותזת השוק היעיל (EMH), שלפיה מחירי ניירות-ערך משקפים באופן מלא את כל המידע הרלוונטי לגביהם בכל רגע נתון.³⁷ תנאי הכרחי לכך ששוק יהיה יעיל הינו שיימצאו משקיעים שיאספו, יעבדו וינתחו מידע לגבי ניירות-ערך. מקובל בשוק המודרני כי האוספים, המעבדים והמנתחים את המידע לגבי ניירות-הערך הינם האנליסטים. אנליסט הוא אדם שעיסוקו ומומחיותו הם ניתוח חברות והערכת שוויים של ניירות-ערך. הוא עושה זאת על-ידי כך שהוא אוסף מידע ממקורות שונים ומנתח עד כמה המידע משפיע על מחירי-השוק ואיזה מחיר מתאים למידע שאסף.³⁸ ניתוח תאגידיים מחייב מאמץ וכישורים. ניתוח תאגידיים ממגזר מסוים דורש בדרך-כלל ידע מיוחד לאותו מגזר (שהרי אין ניתוח חברה קבלנית דומה לניתוח חברה סטרט-אפ). מטבע הדברים, אנליסטים אינם יכולים לעקוב אחרי כל התאגידיים הנסחרים, ועל-כן הם בוחרים את התאגידיים שברצונם להתמקד. יש הטוענים כי פועל יוצא מכך שהאנליסטים אינם מסקרים את כל התאגידיים הנסחרים

במשא-ומתן כאמור. ראו: Steven M. H. Wallman "Competition, Innovation, and Regulation in the Securities Markets" 53 *Bus. Law.* (1998) 341, 351
 כללי גילוי שונים בהתאם למשקיעים השונים, ראו: Stephen Choi "Regulating Investors: Not Issuers: A Market-Based Proposal" 88 *Cal. L. Rev.* (2000) 279
 35 לניתוח מעמיק של הדגם ראו פסרמן-יוזוב, לעיל הערה 8, בסעיף 5, בחלק הראשון של העבודה.

36 לדעות מנוגדות באשר לחשיבות "הדיוק" של מחירי ניירות-ערך, ראו: Marcel Kahan "Securities Law and the Social Costs of 'Inaccurate' Stock Prices" 41 *Duke L.J.* (1992) 977
 Lynn A. Stout "The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation" 87 *Mich. L. Rev.* (1988) 613

37 משה בן-חורין שוקי-ההון וניירות-הערך (1996) 255; לוי, סמיט וסרנת, לעיל הערה 16, בעמ' 549 "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 549, 554-555; Donald C. Langevoort "Market Efficiency Revisited" 140 *U.P. L. Rev.* (1992) 851; M. Gillen "Capital Market Efficiency Assumption: An Analytical Framework with an Application to Disclosure Laws (Canada)" 23 *Canadian Bus. L. J.* (1994) 346

38 עמרי ידלין "שימוש במידע פנים על-ידי אנליסטים" דיני ניירות-ערך ובורסה, השתלמות סוף-שבוע מלון מוריה פלאזה באילת (1994) 15, 16; בן-חורין, שם, בעמ' 479-480. באופן כללי מקובל לסווג את האנליסטים למה שקרוי Sell-Side - אנליסטים המסקרים חברות נסחרות לשם פרסום המידע לציבור, ולמה שקרוי Buy-Side - אנליסטים המסקרים חברות נסחרות לצרכים עצמיים בלבד ואינם מפרסמים את תוצאות מחקריהם לציבור.

הינו שיעילות השוק משתנה מנייר-ערך אחד למשנהו. ניתן להניח שהמידע משתקף במחירי ניירות-הערך של תאגידים המסוקרים באופן שוטף על-ידי מקצוענים בשוק, האוספים ומעבדים את המידע בקשר אליהם, כך שלגבי תאגידים אלה קיים שוק יעיל; אך לא קיים שוק יעיל לגבי ניירות-ערך של תאגידים שאינם זוכים בסיקור שוטף של מקצועני השוק.³⁹ ככל שהעלויות הכרוכות באיסוף המידע ועיבודו לגבי כל תאגיד יורדות, כן גדל מספר התאגידים שהאנליסטים בשוק מסקרים באופן שוטף ואשר ניירות-הערך שלהם מתומחרים "נכון". צידוק מרכזי של חובת גילוי מנדטורית הינו איפוא שהטלת החובה לגלות מידע על החברות מפחיתה את העלויות של האנליסטים בשוק. הפחתת העלויות של האנליסטים מגדילה את מספר החברות המסוקרות על-ידיהם, ומגבירה בכך את יעילות השוק. לדעתנו, טיעון זה, המניח שהקטנת העלויות של האנליסטים מביאה בהכרח לידי גידול במספר החברות המסוקרות על-ידיהם תקף בישראל רק במידה מוגבלת. משיחות טלפוניות שערכנו עם מנהלים של מחלקות המחקר בגופים פיננסיים מובילים בישראל המעסיקים אנליסטים, וכן עם חברה העוסקת בקשרי משקיעים, עולה כי מבין החברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ (להלן: הבורסה), האנליסטים השונים בוחרים לסקר רק חברות שמניותיהן כלולות במדד תל-אביב 25, במדד תל-אביב 75, במדד תל-אביב 100, ולאחרונה גם חברות שמניותיהן כלולות במדד יתר 30.⁴⁰ דהיינו, מבין כחמש מאות ושמונים חברות שמניותיהן היו רשומות למסחר בבורסה (נכון לסוף שנת 2004), רק מאה ושלושים חברות לכל היותר זכו בסיקור שוטף. מטבע הדברים, האנליסטים בוחרים לסקר אך ורק חברות שהיקפי המסחר בניירות-הערך שלהן גדולים דיים, באופן שיהיה ניתן לעשות בהם עסקות שיצדיקו את עבודתם.⁴¹ הבורסה של

³⁹ Langevoort, *supra* note 37, at p. 873, footnote 70

⁴⁰ מדד תל-אביב 25 (שנקרא בעבר מדד המעו"ף) מורכב מעשרים וחמש המניות בעלות שווי-השוק הגבוה ביותר; מדד תל-אביב 75 מורכב משבעים וחמש המניות בעלות שווי-השוק הגבוה ביותר שלא נכללו במדד תל-אביב 25; מדד תל-אביב 100 מורכב מהמניות הנכללות במדד תל-אביב 25 ומהמניות הנכללות במדד תל-אביב 75; מדד יתר 30 הוא מדד חדש של הבורסה, המתפרסם מתחילת 2005. המדד כולל את שלושים המניות בעלות שווי-השוק הגבוה ביותר בבורסה אחרי מניות תל-אביב 100 (ראו: www.tase.co.il). כל גוף בוחר כמובן לסקר מספר אחר של חברות שונות. ישנם גופים המסקרים כשלושים עד שלושים וחמש חברות ואחרים המסקרים כשישים עד שמונים חברות. בדרך-כלל, כל החברות שמניותיהן נכללות במדד תל-אביב 25 מסוקרות, ונוסף לכך חברות נבחרות אחרות מתוך המדדים האחרים המפורטים לעיל.

השיחות נערכו בחודש מרס 2005. הגופים הפיננסיים ששוחחנו עמם ביקשו לא לציין במאמר את שמותיהם ונתוניהם. הפרטים שמורים איפוא אצל המחברת.

⁴¹ בתי-השקעות מעסיקים אנליסטים (המכונים, כאמור Sell-Side), על-מנת להגדיל את היקף העסקות שלקוחותיהם עושים. אין הם גובים תשלום בעד המלצות האנליסטים שהם מפרסמים, אלא "מתפרנסים" מעמלות שלקוחות העושים עסקות קנייה ומכירה של ניירות-ערך משלמים להם. פרסום המלצות של אנליסטים נועד לעודד לקוחות לעשות עסקות. לפיכך ברור שהם בוחרים לסקר רק מניות שהיקף המסחר בהן עשוי להוביל לכמות עסקות שהעמלות בגינן

תל-אביב סובלת מבעיה ידועה - בעיית הסחירות של ניירות-ערך. אם כי ניתן להבחין בשנים האחרונות בירידת הריכוזיות במסחר במניות בבורסה, רוב המסחר עדיין מתרכז במספר מצומצם של מניות.⁴² מאחר שכאמור, אין לאנליסטים טעם לסקר מניות בעלות

יצדיקו את ההשקעה במחקר. כמו-כן, האנליסטים לא יסקרו מניות שהיקפי המסחר בהן דלים, שכן הם לא ימליצו למשקיעים לרכוש ניירות-ערך של חברה שקיים חשש כי לא יוכלו לממש את השקעתם בה בשל היעדר סחירות. משקיעים מוסדיים (קרנות נאמנות, קופות-גמל וכדומה) מעסיקים אנליסטים (המכונים, כאמור Buy-Side), על-מנת שהללו יאתרו בעבורם ניירות-ערך שהמסחר בהם עשוי להפיק להם רווח. גם כאן ברור שהם יבחרו לסקר רק מניות שמחזורי המסחר בהן יאפשרו למשקיע המוסדי לעשות עסקות בהיקפים שהרווח בהן ניכר. הגופים שדיברנו עמם, כאמור לעיל, אישרו לנו שהם אכן קובעים לעצמם רף של מחזור מסחר יומי ממוצע מזערי למניה כתנאי לסיקור. אחד הגופים (המפעיל הן אנליסטים של Buy-Side והן אנליסטים של Sell-Side) ציין, למשל, כי אינו מסקר חברה שמחזור המסחר היומי הממוצע במניותיה קטן מ-500,000 ש"ח. הרף הנמוך ביותר שהציב אחד הגופים שדיברנו עמם היה מחזור מסחר יומי ממוצע של 100,000 ש"ח.

42 על בעיית הסחירות בבורסה בתל-אביב ניתן ללמוד מהנתונים המרוכזים בשתי הטבלות דלהלן:

טבלה א

שנה	מס' חברות רשומות למסחר בבורסה	מחזור המסחר ב-20 המניות הסחירות ביותר	מחזור מניית טבע
2002	624	75%	13%
2003	577	68%	16%
2004	580	61%	11.5%

הנתונים לקוחים מתוך קובי אברמוב "המניות הסחירות ביותר בבורסה בשנת 2003" (נגיש ב: http://www.tase.co.il/tase/statistics/researchreviews/2004/research_012004_81852.htm, ו"המשך ירידת הריכוזיות במסחר במניות בבורסה והמניות הסחירות ביותר בבורסה בשנת 2004" (נגיש ב: www.tase.co.il/tase/statistics/researchreviews/2005/research_200501_90249.htm (30.8.2006).

טבלה ב

מחזור מסחר יומי ממוצע (באלפי ש"ח)	עשירון
8,064	1
796	2
241	3
88	4
35	5
16	6
7	7
3	8
1	9
0	10

סחירות נמוכה, רוב המניות בבורסה בתל-אביב אינן בגדר מועמדות-בכוח לסיקור.⁴³ היה ניתן אולי לסבור כי מדובר בבעיה של סובב ומסובב, וכי הגדלת הסיקור של מניות טוביל גם להגדלת היקפי המסחר בהן, אלא שנראה כי שורשי הבעיה עמוקים יותר. הסחירות הנמוכה של רוב ניירות-הערך בבורסה בתל-אביב נובעת מגודלם של התאגידי הנסחרים בה וממבנה השליטה בהם. רבים מתאגידי אלה קטנים, ולמרות היותם חברות ציבוריות, הם נשלטים למעשה על-ידי בני משפחה ששיעור ההחזקה שלהם בחברות גבוה⁴⁴ ואשר, כפי שנהוג לומר בעגה המקצועית, אינם "משחררים סחורה" לשוק.⁴⁵

הנתונים לקוחים מטבלה שערכה מחלקת המחקר של יחידת שיטות המסחר בבורסה, בשנת 2004, ובה פילחה את חמש מאות תשעים ותשע המניות שנסחרו בבורסה באותה שנה לעשרה עשירונים (שישים מניות בכל עשירון) בהתאם לסחירות המניות. (העתק הטבלה שמור אצל המחברת). כפי שעולה מן הטבלה, רק בשלושת העשירונים העליונים, דהיינו במאה ושמונים מניות לכל היותר, מחזור המסחר היומי עולה על 200 אלף ש"ח ואילו בעשירונים הרביעי עד העשירי, דהיינו - בכארבע מאות ועשרים מניות, מחזורי המסחר היומיים נופלים מ-100 אלף ש"ח. (הפער בין מספר החברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה (חמש מאות ושמונים בסוף שנת 2004) לבין מספר המניות הנסחרות בבורסה (חמש מאות תשעים ותשע בשנת 2004) נובע מכך שיש חברות שיותר מסוג אחד של מניותיהן רשומים למסחר בבורסה. כך, למשל, יש חברות הרשומות למסחר הן במניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ כל אחת שלהן, והן מניות רגילות בנות 5 ש"ח ע.נ כל אחת.

43 אם ניקח כרף תחתון לסיקור מחזור יומי ממוצע של 100,000 ש"ח (כפי שאמר לנו אחד הגופים ששוחחנו עמם, כמפורט לעיל בהערה 41), קרוב לוודאי שהמניות שיזכו בסיקור יהיו מניות אשר נמנות עם שלושת העשירונים העליונים בטבלה של הבורסה, ואולי חלק מן המניות הנמנות עם העשירון הרביעי, אך לא מעבר לכך.

44 לנתונים על מבנה הבעלות בחברות ציבוריות בישראל ראו "החזקות ציבור ובעלי-עניין במניות" (נגיש ב: (19.7.2006) <http://www.tase.co.il/TASE/>). יש לציין כי בשנת 2003 ניכרה עלייה בשיעור של החזקות הציבור במניות של חברות הנסחרות בבורסה. בסוף אותה שנה הגיע השיעור של החזקות הציבור במניות נסחרות לשיא של כ-47% מסך המניות, עליה של כ-3% לעומת סוף שנת 2002, ולעומת כ-38.5% בשנים 2000-2001. (העלייה החדה בשיעור של החזקות הציבור בשנת 2002, למעלה מ-6%, נובעת מעליות השערים של טבע באותה שנה ובהתחשב בכך שהחזקות הציבור במניית טבע היוו כ-50% מסך כל הכמות הצפה של המניות הנסחרות בבורסה. ללא נתוני טבע, החזקות הציבור במניות היו 33.7% בשנת 2003, 29.5% בשנת 2002, 29.9% בשנת 2001 ו-31.1% בשנת 2000). ברם, למרות הגידול בשיעור של החזקות הציבור, בעלי-העניין עדיין מחזיקים ברוב המניות ברוב החברות הנסחרות. (ראו קובי אברמוב "מכירות בעלי-עניין הקפיצו את החזקות הציבור בשנת 2003". נגיש ב: http://www.tase.co.il/tase/statistics/researchreviews/2004/research_022004_82719.htm (30.8.2006).

45 בשנת 2003 ניכרו מכירות רבות של בעלי-עניין, דבר אשר העלה, כאמור שם, את השיעור של החזקות הציבור במניות. ברם, המוכרים הבולטים ביותר היו מדינת-ישראל (שהחזקותיה בבוק ירדו בשל מכירת מניות למשקיעים מוסדיים, והחזקותיה בבנק לאומי ירדו עקב מימוש של כתבי אופציה שהוחזקו בידי הציבור) וכן בעלי-שליטה בקבוצות הבורסאיות

מאחר שחוסר הסחירות נובע מהמבנה הריכוזי של השליטה בתאגידים הנסחרים,⁴⁶ קשה לומר שהירידה של עלויות המידע בעקבות חוקי הגילוי מובילה בהכרח לגידול במספר התאגידים שניירות-הערך שלהם נסקרים על-ידי אנליסטים, שכן אין טעם לסקר ניירות-ערך של תאגידים שניירות-הערך שלהם מרוכזים בידי בעלי-שליטה שאינם מעוניינים למוכרם, כך שלא קיים לגביהם ממילא שוק אמיתי.⁴⁷ אם המספר המצומצם של החברות המסוקרות על-ידי אנליסטים נגזר ממבנה השוק הישראלי, ספק אם הנימוק שלפיו יש להחיל חובת גילוי מגדטרית שכן היא מפחיתה את

הגדולות. (קבוצת אי.די.בי מכרה מניות בבנק דיסקונט, אי.די.בי פיתוח, דיסקונט השקעות, כלל ביטוח, פרטנר ואורכית; מתב ויורוקום מכרו מניות בפרטנר; קבוצת תשובה מכרה מניות בקבוצת דלק; שלמה אליהו מכר מניות בהפניקס, וכדומה). משמע, ספק אם ניתן לדבר על מכירה משמעותית של מניות על-ידי בעלי-עניין בחברות הקטנות והבינוניות, המהוות את רוב החברות הנסחרות בבורסה (ראו אברמוב, שם).

46 הקשר בין הסחירות הנמוכה לבין שווי-השוק הנמוך של התאגידים הנסחרים ושיעור ההחזקה הגבוה של בעלי-השליטה בהם הודגש בבדיקה שנערכה בפברואר 2001 על-ידי המחלקה הכלכלית של לאומי פי.א. הבדיקה העלתה כי מבין שבע מאות ושש חברות שניירות-הערך שלהן נסחרו בבורסה בתל-אביב במועד ביצוע הבדיקה, ארבע מאות ועשר חברות, המהוות 58% מכלל החברות הנסחרות, היו בעלות שווי-שוק של פחות מ-100 מיליון ש"ח. מבין החברות ששווי-השוק שלהן נמוך מ-100 מיליון ש"ח, שלוש מאות עשרים ושש חברות היו בעלות סחירות יומית ממוצעת של 40,000 ש"ח ופחות בתשעים ימי המסחר האחרונים, וסחירות יומית ממוצעת של כ-45,000 ש"ח בשנה האחרונה (הנתונים השנתיים הינם לגבי שלוש מאות ושמונה חברות בלבד, שכן שמונה-עשרה חברות נסחרו פחות משנה). חלוקת הקבוצה של שלוש מאות עשרים ושש החברות לארבע קבוצות בהתאם למחזור היומי הממוצע בתשעים הימים האחרונים הראתה כי כ-20% מהמניות היו מחזורי מסחר יומיים ממוצעים אפסיים. הסחירות היומית הממוצעת במשך שנה גבוהה בממוצע עד פי ארבעה, אך עדיין הסחירות דלה. נתון בולט בקרב החברות בעלות הסחירות הנמוכה היה שיעור ההחזקה הגבוה של בעלי-השליטה. שיעור ההחזקה הממוצע היה בין 72%-81%, ובעשרים ותשע חברות הגיע שיעור ההחזקה של בעלי-השליטה אף ל-90%-97%. לצורך השוואה, המחזור היומי הממוצע בתשעים הימים האחרונים של מאה החברות הסחירות ביותר, שהיוו 14% ממספר החברות הנסחרות, הגיע לכ-3 מיליון ש"ח. שווי-השוק הכולל של מאה החברות הסחירות ביותר מסתכם ב-204.7 מיליארד ש"ח. במאה החברות האלה, אחוז ההחזקה הממוצע של בעלי-עניין נמוך יותר, ומגיע לכ-72% (ראו "החירות העגומה" בבורסה לני"ע בתל-אביב" מבט לאומי (פברואר 2001) 20-21).

47 להרחבה על היחס בין ריכוזיות השליטה לבין נזילות (סחירות), ראו: William W. Bratton & Joseph A. McCahery "Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance" (unpublished paper prepared for the CEGLA Institute for Comparative and Private International Law Conference on Protecting Investors in a Global Economy) (June 2000) available at: <http://www.accf.nl/pages/members/mccahery/incomplete%20contracts%20theories%20of%20the%20firm.pdf> (23.7.2006) וכן: Andrei Shleifer & Robert W. Vishny "Large Shareholders and Corporate Control" *94 J. Pol. Econ.* (1986) 461

העלויות של אותם אנליסטים ומביאה בעקבותיה לידי גידול במספר התאגידים שקיים לגביהם שוק יעיל – יכול לשמש צידוק להטלה של חובת גילוי מנדטורית, ובוודאי שלא ניתן לומר שהוא צידוק מרכזי. להשלמת הדברים נציין שגם באירופה קיימים שוקי-הון שהמבנה שלהם דומה לשוק הישראלי – מספר החברות הנסחרות קטן, נפחי המסחר אינם גדולים וקיימת בעיה של סחירות. דוגמה טובה הינה שוק-ההון האיטלקי. הבורסה המשמעותית באיטליה הינה ה-Borsa Italiana (להלן: הבורסה האיטלקית).⁴⁸ בדומה לישראל, גם המסחר בבורסה האיטלקית מתרכז במספר קטן של מניות,⁴⁹ דבר המצביע על בעיה דומה לזו הקיימת בישראל – בעיית הסחירות. גם הבעלות בחברות הנסחרות באיטליה מתאפיינת, בדומה לישראל, בריכוזיות-יתר.⁵⁰ כפי שצינו, בעיית הסחירות בשוק ריכוזי, שבעלי-שליטה בו מחזיקים ברוב המניות של התאגידים הנסחרים ופעמים רבות אינם מעוניינים כלל ב"שחרור סחורה לשוק", הינה בלתי-נמנעת כמעט. במקום שבו מבנה השוק מכתב סחירות דלה אין טעם לגבי רוב התאגידים להשקיע באיסוף מידע וניתוחו, שכן הכמות הצפה של ניירות-הערך קטנה ממילא. לפיכך אנו סבורים כי לא רק בישראל, אלא גם בשוקי-הון דומים, קשה לראות בטיעון שהפחתה של עלויות אנליסטים תוביל ל"הגברת הדיוק" צידוק מרכזי להטלה של חובת גילוי.

(ב) ההשאת הרווחה החברתית המצרפית

תוצאה נוספת של הגילוי המנדטורי הינה השאת הרווחה החברתית המצרפית. המסחר בניירות-ערך אינו מגדיל את "העושר החברתי", אלא רק מחלק את העושר הקיים בין המשקיעים השונים. זהו zero sum game (משחק סכום אפס) – רווחיו של הצד האחד לעסקה באים על-חשבון הפסדיו של הצד האחר. ההליך של איסוף המידע ועיבודו, לעומת זאת, צורך משאבים "אמיתיים".⁵¹ מכאן שהמרדף אחר רווחים כתוצאה ממסחר בניירות-ערך

48 זו למעשה הבורסה הנודעת כ"בורסה של מילנו". בשנת 1998 עברה הבורסה הליך של הפרטה שבמסגרתו חלה התארגנות מחדשת של הבורסה. "הבורסה האיטלקית" כוללת כיום כמה שוקי-משנה: (1) ה-MTA, שבסוף שנת 2003 היו רשומות בו למסחר מאתיים עשרים וחמש חברות; (2) ה-Nouvo Mercato, שבסוף שנת 2003 היו רשומות בו למסחר ארבעים ושלוש חברות; (3) ה-Mercato Expandi, שבסוף שנת 2003 היו רשומות בו למסחר אחת-עשרה חברות.

49 הנתונים לקוחים מתוך: Borsa Italiana – Facts & Figures 2003. נגיש ב: www.borsaitaliana.it.

50 בשנת 2003 היווה מחזור המסחר בחמש המניות הסחירות ביותר, בעשר המניות הסחירות ביותר ובשלושים המניות הסחירות ביותר 48.6%, 69.4% ו-91.2%, בהתאמה, ממחזור המסחר הכולל בבורסה. באותה שנה היוו עסקות במניות הנמנות עם מדד MIB30 (מדד המורכב משלושים המניות בעלות שווי-השוק הגבוה ביותר והסחירות הגבוהה ביותר) 73.6% מכלל העסקות שנעשו בבורסה ו-90.8% מהיקף המסחר הכולל (ראו: *Borsa Italiana, ibid*).

51 בשנת 1996 החזיקו בעלי המניות הגדולים ביותר מ-10% מהתאגידים הנסחרים ביותר מ-75% מהמניות, בעלי המניות הגדולים ביותר ממחצית התאגידים החזיקו בכ-50% ממניות התאגיד. ראו: Marcelllo Bianchi, Magda Bianco & Luca Enriques "Pyramidal Groups and the

יוצר "בזבוז חברתי" (social waste). הטענה שהמסחר בניירות-ערך הינו "בזבוז חברתי" עתיקה כימיו של מסחר זה.⁵² כבר בשנת 1697, שנותיו הראשונות של שוק-ההון באנגליה, היה מי שביקר את המסחר בניירות-ערך בשל היותו "בזבוז חברתי":⁵³

"To the discouragement of the Trade of this Kingdom because it diverted the [money] and Time of the Traders, whose Heads and Tongues being busied how to Outwit and Circumvent one another, are not at leisure to mind and follow their proper Trades and Callings".

המסחר בניירות-ערך מתאפשר הודות לקיומן של הערכות סותרות של משקיעים לגבי ניירות-הערך. משקיע אחד קונה מניות של תאגיד מסוים משום שהוא סבור שמחיר המניות האלה יעלה, ומשקיע אחר מוכר לו אותן מניות משום שהוא סבור שמחירן יירד דווקא. ברור שבכל מקרה, לא ייתכן ששניהם צודקים. הרחבת הפער בציפיות המשקיעים מגדילה את נפח המסחר בניירות-ערך, ואילו הקטנת הפער בציפיות המשקיעים מעודדת את ההסכמה ביניהם על מחירי ניירות-הערך ומפחיתה בכך את היקף המסחר. הגילוי המנדטורי, המספק אינפומציה זהה לכל המשקיעים, מגביר את ההומוגניות בציפיותיהם ומסייע להקטנת הפערים ביניהם. הגילוי מפחית בכך את היקף המסחר הספקולטיבי, וממילא את העלויות המיותרות הכרוכות בו, היוצרות "בזבוז חברתי".⁵⁴

(ג) גילוי כאמצעי לגיוון סל השקעות

מקובל לחשוב שבשוק יעיל, מחירי ניירות-הערך משקפים את כל המידע הידוע לגביהם, כך שהמשקיע הבודד אינו יכול "להכות את השוק".⁵⁵ לכאורה, תוצאת קביעה זו היתה

Separation Between Ownership and Control in Italy" available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293882 (19.7.2006). לנתונים בדבר ההחזקות של בעלי-השליטה, ראו גם: Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer "Corporate Ownership Around the World" 54 *J. Fin.* (1999) 471.

52 לניתוח כלכלי ראו: Jack Hirshleifer "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity" 61 *A. Econ. Rev.* (1971) 561.

53 ראו: Stuart Banner "What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence" 75 *Wash. U. L. Q.* (1997) 849, 852.

54 A Proposal for Putting Some Stop to the Extravagant Humour of Stock-Jobbing (1697). לקוח מתוך: Banner, *ibid*, at p. 853.

55 Lynn A. Stout "Technology, Transactions Costs, and Investors Welfare: Is a Motley Fool Born Every Minute" 75 *Wash. U. L. Q.* (1997) 791 (hereinafter: Stout "Technology, Transactions Costs, and Investors Welfare"); Lynn A. Stout "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreements, Market Failure and Securities Regulation" 81 *Va. L. Rev.* (1995) 611, 693-697 (hereinafter: Stout "Are Stock Markets Costly Casinos?").

צריכה להיות כי בשל היעדר יכולת של המשקיע הבודד להרוויח, הגילוי, למרות תועלתו החברתית, אינו תורם לו דבר. תשובה פשוטה אחת לטיעון זה הינה שגם בשוק יעיל, שבו המידע משתקף במחיר ניירות-הערך, הגילוי מסייע למשקיע הבודד בקבלת החלטות השקעה, שכן מלבד מחירו של נייר-הערך, הוא מעניק לו פרטים נוספים החשובים לו אישית בקבלת ההחלטה.⁵⁶ משקיעים שונים נבדלים זה מזה במידת רגישותם לסיכון. משקיע שונא-סיכון ירצה להימנע מהשקעה בנייר-ערך מסוכן גם אם הוא מתומחר בצורה המשקפת את שווי. כך, משקיע הרואה לפניו מניות של שני תאגידים הנסחרות במחיר זהה ירצה לדעת שאחד התאגידים הינו תאגיד תעשייתי מבוסס שהוקם בתחילת המאה, ואילו התאגיד האחר הוקם זה עתה ופיתח המצאה חדשנית בתחום ה"ביוטכנולוגיה", ולא יסתפק בידיעה שמחיר המניה של שני התאגידים משקף באופן נכון את שוויים.⁵⁷

בחינה מדויקת של תורת הפורטפוליו (portfolio) המודרנית מראה שגם בשוק יעיל, הגילוי עשוי לסייע למשקיע הבודד.⁵⁸ כלכלנים מבחינים בין שני סוגי סיכון בתיק השקעות: סיכון שניתן להפחיתו על-ידי גיוון תיק ההשקעות, וסיכון שלא ניתן למנוע אותו יהיה תיק ההשקעות מגוון ככל שיהיה. הסיכון שניתן למנוע קרוי סיכון הניתן לפיזור, או Diversifiable Risk (ידוע גם כ- Unsystematic Risk), והוא נובע ממכשולים האופייניים רק לתאגיד המסוים ולמתחריו הפועלים באותו ענף. הסיכון שלא ניתן למנוע קרוי הסיכון שאינו ניתן לפיזור, או: Nondiversifiable Risk (ידוע גם כ- Market risk או Systematic Risk), והוא נובע מסיכונים כלליים המאיימים על כל השוק. משקיע המחזיק מניות של תאגיד אחד בלבד יושפע במידה ניכרת מהסיכון הניתן לפיזור. מי שתיק ההשקעות שלו כולל מספר רב של מניות יהוש פחות בסיכון הניתן לפיזור, שכן הגיוון ינטרל סיכון זה.⁵⁹ לגבי משקיעים המחזיקים תיקי השקעות מגוונים אין אם-כן בגילוי, בדרך-כלל, סיוע רב.⁶⁰ אלא שעד כמה שהדבר נשמע מוזר אולי ברגע הראשון, פעולה רציונלית תהיה, לגבי משקיעים רבים, דווקא לא לגוון את תיק ניירות-הערך. רוב היחידים מחלקים את הונם בין

לתיאור מחקר של Jones ו- Daines, הטוענים שחוקי הגילוי לא סייעו בפועל להקטנת הא-סימטריה במידע, ראו לעיל הערה 11.

56 למקורות הדנים בהיפותזת השוק היעיל ראו לעיל הערה 15.

57 Howard M. Friedman "On Being Rich, Accredited and Undiversified: The Lacunae in Contemporary Securities Regulation" 47 *Okl. L. Rev.* (1994) 291, 296-297

58 John C. Coffee "Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration" 52 *Wash & Lee L. Rev.* (1995) 1143, 1167

59 תורת הפורטפוליו המודרנית (Modern Portfolio Theory (MPT)), שנהגתה לראשונה על-ידי חתן פרס נובל הארי מרקוביץ, בשנת 1952, הינה תורה בתחום המימון המראה כיצד, בעזרת גיוון, ניתן לבנות תיק השקעות אופטימלי שיעניק תשואה מרבית לכל דרגת סיכון נתונה. לתיאור מפורט, ראו: Stewart C. Myers & Richard A. Brealy *Principles of Corporate Finance* (Boston, 6th ed., 2000) 187-194

60 להסברים בדבר תורת-ההשקעות, ראו: Merritt B. Fox "Securities Disclosure in a Globalizing Markets: Who Should Regulate Whom" 95 *Mich. L. Rev.* (1997) 2498, 2510-2511.

צורות שונות של השקעות, נוסף להשקעה בניירות-ערך של חברות נסחרות. עמדו על כך כבר חכמינו, שקבעו את האמרה:⁶¹

"לעולם ישליש אדם את מעותיו - שלישי בקרקע, שלישי בפרקמטיא ושליש תחת ידו."

נאמנים לכלל ש"אין להניח את כל הביצים בסל אחד", אנשים משקיעים בדרך-כלל בנדל"ן, בעסקים פרטיים וכולי. ההשקעה בניירות-ערך הינה רק אחת הביצים בסל. הביטחון המרבי של המשקיע מושג לא בגיוונו של תיק ניירות-הערך שלו, אלא בגיוונו של כלל סל ההשקעות שלו. על-מנת להשיג גיוון אופטימלי, על המשקיע לזהות אילו ניירות-ערך יאזנו את ההשקעות האחרות בסל. לדוגמה, אדם שחלק ניכר מהונו מושקע בעסק הפרטי שלו, ייטיב לעשות אם יחפש ניירות-ערך בעלי "מקדמי מתאם" שלילי לתחום עסקו (negative covariants in terms of their cyclical performance). על-ידי יצירת איזון בין השקעות בעלות מתאמים שליליים (countercyclical), המשקיע מפחית את הסיכון של סל ההשקעות הכולל שלו. דוגמה קלסית לכך הינה השקעה בשתי חברות, האחת יצרנית מטריות והאחרת מפעילה אתרי נופש על שפת הים. הצירוף של שתי חברות אלה, שיש להן אותם רווחים צפויים, אך הינן בעלות מחזורים מנוגדים (counter-cyclical), עשוי להפחית את סך השונויות או הסיכון של סל ההשקעות.⁶² מטרה זו, מתן האפשרות למשקיעים לגוון את סל ההשקעות שלהם דווקא על-ידי התמקדות במספר מצומצם של ניירות-ערך, מצדיקה הטלה של חובת גילוי, שכן הגילוי הוא שמאפשר למשקיע לזהות את ניירות-הערך האנטי-מחזוריים (negatively covariant) לעומת יתר השקעותיו.

צידוק זה להטלה של חובת גילוי מנדטורית מתבסס על ההנחה שרבים מהמשקיעים בניירות-ערך הינם משקיעים פרטיים. הדבר נכון אולי בארצות-הברית, שם קיימת תרבות השקעות מפותחת,⁶³ אך ספק אם הדבר נכון בישראל. נתונים מראים כי שיעור ניכר מכלל המשקיעים בניירות-ערך בארצות-הברית הם משקיעים פרטיים הקונים את ניירות-הערך שלהם בעצמם.⁶⁴ בישראל, רוב המשקיעים בוחרים לרכוש ניירות-ערך באמצעות מתווכים

61 רבי יצחק (נפחא). ההסבר לכך הינו שבתיק השקעות מגוון, הסיכונים הניתנים לפיזור מבטלים זה את זה. סך הסיכון שאינו ניתן לפיזור נגזר מהסיכונים של ניירות-הערך השונים הכלולים בתיק, וגילוי

של תאגיד זה או אחר שניירות-הערך שלו כלולים בתיק אינו יכול לתרום רבות בבדיקה זו. ראו: Coffee, *supra* note 9, at p. 748.

62 תלמוד בבלי, בבא מציע א, מב, א.

63 Burton G. Malkiel *A Random Walk Down Wall Street* (New York, 4th ed., 1985) 193-199; וכן ראו: Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein *Cases and Materials on Corporate Finance* (Mineola NY, 3rd ed., 1987). ראו גם חיים לוי "שימוש במודלים כלכליים לאיתור עבירות בניירות-ערך" דיני ניירות-ערך ובורסה, השתלמות סוף-שבוע מלון מוריה פלאזה באילת, 1994 (1994) 32, 39-40.

64 ארצות-הברית נודעת בכך שמספר המשקיעים היחידים הפועלים בה וכן שיעורם מכלל המשקיעים גבוהים יותר מאשר בכל מדינה אחרת בעולם. ראו: Joel Seligman "The

פיננסיים (כגון קופות-גמל וקרנות נאמנות),⁶⁵ וגם אלה המשקיעים באופן עצמאי עושים זאת בדרך-כלל באמצעות מנהלי תיקים מקצועיים.⁶⁶ עמד על כך השופט שמגר בפרשת ברנוביץ':⁶⁷

Obsolescence of Wall Street: A Contextual Approach to the Evolving Structure of Federal Securities Regulation" 93 *Mich. L. Rev.* (1995) 649, 664

65 בשנת 1998, למשל, החזיקו בניירות-ערך שמונים וארבעה מיליון משקיעים פרטיים, המהווים כ-43.6% מכל האוכלוסייה הבוגרת בארצות-הברית. מתוך כלל המשקיעים הפרטיים, כ-33.8 מיליון משקיעים, דהיינו כ-40%, החזיקו ישירות בניירות-הערך (להבדיל מהחזקה עקיפה באמצעות קרנות נאמנות או מתווכים פיננסיים אחרים). ראו: www.nyse.com/pdf/05_investingpublic (19.7.2006)

66 בשנת 1997, למשל, היתה ההתפלגות של ההחזקות במניות כדלקמן: 57.8% בעלי-עניין; 0.8% חברות ביטוח; 13.2% משקיעים זרים; 5.1% קרנות נאמנות; 9.7% קופות-גמל ו-13.4% ציבור (ציבור זה כולל גם מנהלי תיקים, ולא רק אנשים פרטיים בודדים). (לקוח מתוך לוי, סמיט וסרנת, הערה 16 לעיל, בעמ' 65.) נתונים חדשים מראים כי במשך השנים חל שינוי בהתפלגות ההחזקות במניות. עיקר השינוי מתבטא בירידה בשיעור ההחזקות של בעלי-עניין ועלייה בשיעור ההחזקות של הציבור. בשנת 2004, למשל, היתה התפלגות ההחזקות במניות כדלקמן: 48% בעלי-עניין; 3% חברות ביטוח; 5% משקיעים זרים; 3% קרנות נאמנות; 10% קופות-גמל ו-31% ציבור ישראלי (ציבור זה כולל גם מנהלי תיקים, ולא רק אנשים פרטיים בודדים). הנתונים לקוחים מתוך "הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ, מצגת - מושגי יסוד" (דצמבר 2004), נגיש ב: http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/1391A30D-36C7-4079-8170-9C5F0131A347/0/07_BasicsPresentation.ppt (19.7.2006)

בשיעור ההחזקות של הציבור אינו מלמד בהכרח על גידול במספר המשקיעים הבודדים הרוכשים ניירות-ערך בעצמם: א) השיעור של החזקות הציבור כולל גם החזקות באמצעות מנהלי תיקים; ב) כאמור לעיל בהערה 44, בשנים מסוימות, עלה השיעור של החזקות הציבור בשל העלייה בשעריה של מניית טבע; ג) כאמור לעיל בהערה 45, הגידול בשיעור של החזקות הציבור חל בחברות הבורסאיות הגדולות. בחברות הקטנות והבינוניות, המהוות את רוב החברות הנסחרות בבורסה, שיעור ההחזקות של בעלי-העניין עדיין גבוה ביותר.

67 למיטב ידיעתנו, לא נעשה בישראל מעולם מחקר מקיף שמטרתו לבדוק מהו מספרם של המשקיעים הפרטיים משקיעים באופן עצמאי. המדגם היחיד שנעשה בנושא דומה היה מדגם שנערך בעקבות הדיונים בוועדת חוקה, חוק ומשפט של הכנסת, שדנה בהצעה להכליל בחוק החברות החדש אפשרות למשלוח כתבי-הצבעה (פרוקסי) למחזיקים במניות החברה. בעקבות הצעה זו ערכה הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ בדיקה מדגמית של מספר המחזיקים במניות. לצורך הבדיקה נבחר מדגם של שתיים-עשרה מניות משלוש קבוצות המסחר שהיו קיימות בעת עריכת המחקר (מעו"ף, משתנים וכו"מ), תוך התייחסות למשתנים הבאים: שווי-השוק של החברה, שוויין של החזקות הציבור בחברה והשיעור של החזקות הציבור בחברה. מספר המחזיקים במדגם מייצג את מספר החשבונות שניירות-הערך מופקד בהם, כפי שדיווחו חברי הבורסה. כך, גם משקיע מוסדי, כגון קופת-גמל, שיש לו מאות או אלפי עמיתים, נחשב ל"מחזיק אחד". מאידך גיסא, ייתכן שמשקיע פרטי אחד שיש לו חשבונות אחדים, אצל אחד או יותר מחברי הבורסה, ולפיכך הם מייצגים אותו, ייחשב ל"מחזיקים" אחדים. המדגם העלה שבמניית טבע, שהיתה המניה הסחירה ביותר בבורסה, מחזיקים כארבעה-עשר אלף משקיעים;

"...יש לזכור גם כי חלק ניכר מההשקעה בבורסה לניירות-ערך אינה נעשית על-ידי החזקה ישירה של המשקיע אלא דרך משקיעים מוסדיים שונים (קרנות נאמנות, קופות-גמל, חברות ביטוח וכו'...)." ⁶⁸

מצב דומה קיים גם באירופה. רוב המשקיעים הינם משקיעים מוסדיים, וההחזקה של משקיעים בודדים בניירות-ערך נעשית באמצעותם.⁶⁸ מאחר שכך, הרי שבישראל או באירופה אין משקיעים רבים המקבלים החלטות השקעה בהתאם למצבם האישי ואשר הגילוי עשוי לסייע להם לגוון את סל ההשקעות שלהם. מהאמור לעיל עולה כי למרות יופיים התיאורטי של צידוקי "היעילות", ספק אם כולם מתאימים לכל שוקי-ההון בעולם. צידוקי "היעילות" שענינם "הגברת הדיוק" ו"הגילוי כאמצעי לגיוון סל השקעות" מתאימים אולי לשוק האמריקאי, שהוא שוק גדול, בעל נפחי מסחר עצומים, המאופיין בפיוור השליטה בתאגידים הנסחרים ובריבוי משקיעים פרטיים המקבלים החלטות השקעה באופן עצמאי; אך הם פחות רלוונטיים לשוקי-הון אחרים, כגון שוק-ההון הישראלי. ריכוזיות השליטה בשוק הישראלי גורמת להיעדר סחירות, המצמצמת את מספר החברות הניתנות בכוח לסיקור על-ידי אנליסטים. תרבות השקעה באמצעות משקיעים מוסדיים ו/או מנהלי תיקים מביאה לידי כך שאין משקיעים פרטיים רבים הנזקקים לגילוי על-מנת להתאים את רכישת ניירות-הערך למצבם האישי.

פרק ב: האם בעידן טכנולוגיית המידע יש עדיין מקום לחובת גילוי מנדטורית?

יהיו אשר יהיו הצידוקים "הנכונים" להטלה של חובת גילוי על-פי דין, ברור שטכנולוגיית המידע (Information Technology), ששינתה את כל הקשור לדרכי העברתו של המידע והפצתו, משפיעה על צידוקים אלה. מאחר שלב-ליבם של דיני ניירות-הערך הינו המידע, השאלה אם בעידן של אוטוסטרדת-המידע יש עדיין מקום להטיל חובת גילוי מנדטורית מתבקשת כמעט מאליה. בתחילתו של פרק זה נראה כיצד השינויים הטכנולוגיים, המאפשרים

בכל שלוש מניות המעו"ף האחרות שנכללו במדגם מחזיקים בממוצע כחמשת אלפים וחמש מאות משקיעים; בכל אחת ממניות המשתנים שנכללו במדגם מחזיקים בממוצע כשלושת אלפים משקיעים, ובכל אחת ממניות הכר"מ שנכללו במדגם מחזיקים בממוצע כמה מאות משקיעים (ראו ל' עוזו ור' גולדנברג "התפלגות מספר המחזיקים במדגם מניות הנסחרות בבורסה בתל-אביב" החודש בבורסה (יוני 1997)). המדגם לא בדק אומנם, כאמור, מהו מספר המשקיעים "הפרטיים". עם זאת, בשל העובדה שהמספר הכולל של המחזיקים (לפחות במה שנקרא בעת עריכת המחקר מניות המשתנים והכר"מ, שהיוו את רוב המניות הנסחרות) אינו גדול, ניתן להניח שמספר המשקיעים הפרטיים קטן אף יותר.

68 ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ' נכסים והשכרה נ' רשות ניירות-ערך, פ"ד מו(2) 818, 836.

למידע להגיע לקהל רחב במהירות ובעלויות נמוכות יחסית, מובילים לכרסום בצידוקים להטלה של חובת גילוי מנדטורית – הן בצידוקים המסורתיים, המבוססים על שיקולי "הגינות", והן בצידוקים החדשים יותר, המבוססים על שיקולי "יעילות".⁶⁹ בהמשכו של הפרק נראה כי על-אף ההישגים הבלתי-מבוטלים של הטכנולוגיה, היא יכולה לספק מענה לחלק מהדברים שחובת הגילוי באה לפתור, אך לא לכולם, ועל-כן המסקנה שנגיע אליה הינה שגם בעידן של אוטוסטרדת-המידע יש עדיין צורך בחובת גילוי מנדטורית.

1. כרסום בצידוקים להטלה של חובת גילוי מנדטורית בעקבות החידושים הטכנולוגיים

(א) צידוקים המבוססים על "הגינות"

החידושים הטכנולוגיים מגבירים את הספקות בדבר היותם של צידוקי "ההגינות" מספיקים להצדקת הטלה של חובת גילוי על-פי דין. הטיעון שהגילוי המנדטורי מגן על משקיעים לא-מתוחכמים מבוסס על הגישה שהגינות מחייבת גישה זהה למידע. הפצה לא-פורמלית של מידע מעניקה יתרון למקצוענים בשוק שיש להם קרבה למנפיקים. חובת הגילוי באה להבטיח שלכולם תהא גישה זהה למידע.⁷⁰ כפי שציינו, כאשר המלומדים איסטרבורק ופישל עומדים על חולשתו של טיעון זה, הם מתייחסים לדרכי העברתו של המידע שהיו נפוצות בעת כתיבת דבריהם. הם מציינים שגם אם המשקיע "הממוצע" מקבל את המידע, אין הוא יכול ליהנות ממנו, מפני שיהיה מה שחוקי הגילוי קובעים אשר יהיה, המידע אשר מגיע אליו בדואר, יגיע אליו תמיד לאחר שכבר הגיע ל"מקצוענים" בשוק ונטמע במחיריהם של ניירות-הערך.⁷¹

הטכנולוגיה החדשה מסייעת להתגבר על קשיי הנגישות למידע של המשקיע הממוצע,

69 לאחרונה ניכרה באירופה השתתפות ישירה של משקיעים פרטיים בשוק-ההון. ברם, השתתפות זו הוגבלה להפרטות ענקיות, כגון הפרטת Deutsche Telekom ו-Telecom Eire, ולהנפקות של חברות היי-טק שנערכו בבורסות Neuer Market בגרמניה ו-Aim בלונדון, ואשר שבו את דמיון המשקיעים הבודדים. רכישת ניירות-ערך באירופה נעשית בדרך-כלל, כאמור, באמצעות מוסדות פיננסיים. ראו: Howell E. Jackson & Eric J. Pan "Regulatory Competition: Evidence from Europe in 1999" 56 *Bus. Law.* in *International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999* 653 available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266176 (2001) (19.7.2006).

Donald C. Langevoort "Information Technology and the Structure of 70 Securities Regulation" 98 *Harv. L. Rev.* (1985) 747, 778-786.

Joel Seligman "The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Non Public 71 Information" 73 *Geo. L. J.* (1985) 1083, 1109-1110; Louis Loss "The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate 'Insiders' in the United States" 33 *Mod. L. Rev.* (1970) 34, 35; עמרי ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שוא בשוק המשני" משפטים כו (תשנ"ו) 249, 291-292.

שכן היא מאפשרת לכל משקיע גישה ישירה למידע באמצעות מסך המחשב שבביתו או במשרדו (ובכך משחררת אותו מן התלות במתווכים פיננסיים בכל הקשור לעצם קבלת המידע).⁷² בארצות-הברית, שבה שיטת הדיווחים האלקטרוניים לרשות ניירות-ערך (EDGAR) קיימת מאמצע שנות התשעים, הדגישה רשות ניירות-ערך האמריקאית (ה-SEC) (Securities & Exchange Commission) לא-אחת כי מעבר להפחתת העלויות הכרוכות בדיווח, השיטה החדשה תביא לידי הפחתת אי-השוויון בגישה למידע שבין המשקיע ה"ממוצע" למקצועני השוק;⁷³

"An important element of [the EDGAR proposal] is that it affords all users of SEC data identical, immediate access. There would be no competitive advantage based on time."

גם רשות ניירות-הערך בישראל הדגישה כי החשיבות של מערכת המגנא היא בכך שהיא תיצור שוויון בגישה למידע;⁷⁴

"המערכת תאפשר לכל משקיע גישה חופשית ומהירה למידע שמעבירות החברות לידיעת הציבור... זו אחת המערכות החדשניות ביותר מסוגה בעולם וחשיבותה בכך שהיא תאפשר נגישות למידע בו זמנית לכלל הציבור. לא יהיה עוד מצב בו משקיע מהפריפריה נחשף למידע באחור משום שהוא נאלץ לנסוע לספריית הבורסה בתל-אביב או לשלם עבור המידע לספק מידע מסחרי כדי לשלוף משם את התשקיף או את הדו"ח הכספי שבמידע מתוכו הוא מעוניין."

יש מלומדים המפקפקים בקביעה החד-משמעית כי התוצאה האפשרית היחידה של הטכנולוגיה החדשה הינה יצירת עולם הומוגני בכל הנוגע במידע.⁷⁵ לדבריהם, בה-במידה שטכנולוגיה יכולה לצמצם פערי מידע, כך היא עלולה גם להגדילם. מי שיש לו האמצעים להשקיע בטכנולוגיה החדשה הוא אשר יקצור את פרוטיה על-חשבון אלה שאין להם אמצעים כאמור. העדות הטובה ביותר לכך היא, לדבריהם, ההיסטוריה. כיום אנו מדברים על מהפכת האינטרנט. בעבר דובר על מהפכת הטלגרף. לפני המצאת הטלגרף, הגיעו חדשות לניו-יורק או ללונדון באמצעות הדואר. התוצאה היתה שמחירי ניירות-הערך בבורסות לונדון וניו-יורק לא היו יעילים במיוחד, במובן זה שהם התאימו עצמם למידע

72 ראו לעיל פרק א, סעיף 1 (ב).

73 ראו גם: Langevoort, *supra* note 70, at pp. 757-759.

74 Electronic Filing, Processing and Information Discrimination System, Securities Act (Release No. 33-6548, 31 S.E.C. Docket 334, 336 (Sept. 5, 1984)).

75 הודעת רשות ניירות-ערך: "רשות ניירות-ערך חושפת מערכת דיווחים העושה לראשונה שימוש בחוק החתימה האלקטרונית" (20 באפריל 2002), נגיש ב- <http://www.isa.gov.il/news/news.asp?ID=78&inPage=219&active=pirsum> (19.7.06) לתיאור מערכת המגנא ראו לעיל הערה 5.

חדש רק זמן רב לאחר קרות האירועים, לאחר שהחדשות הצליחו להגיע על גבי סוסים או רכבות שהובילו אותן למחוז חפצן. עם זאת לא היתה כמעט א-סימטריה במידע, שכן כולם קיבלו את הידיעות, אף כי באיחור, כמעט באותה עת. לאחר המצאת הטלגרף נוצרה לסוחרים אחדים אפשרות ללמוד על אירועים שקרו במקומות אחרים עוד לפני שהחדשות הספיקו להגיע בדואר. מחירי ניירות-הערך נעשו יעילים יותר, במובן זה שהמחירים שיקפו במהירות רבה יותר מידע על אירועים חדשים. ברם, שליחת טלגרף היתה עניין יקר, וכך נוצרו פערים בזמנים של קבלת המידע. ברוקרים גדולים ובנקים להשקעות, שיכלו להרשות לעצמם להשתמש במכשיר החדש, השיגו יתרון בקבלת מידע על-פני משקיעים אחרים שלא יכלו להשקיע משאבים דומים בשימוש בטלגרף. הפער החדש במידע העניק יתרון מרכזי בביצוע עסקות ארביטרוז'⁷⁶ בניירות-ערך הנסחרים ביותר מבורסה אחת לאלה שהיו נכונים להשקיע בתשתית הדרושה להעברת מידע במהירות מזירת מסחר אחת לזירת מסחר אחרת באמצעות הטלגרף.⁷⁷ אלא שיתכן כי ההשוואה ההיסטורית בין האינטרנט לבין חידושים טכנולוגיים קודמים הינה מוטעית. המצאות טכנולוגיות כגון הטלגרף או הטלפון, שהגבירו את המהירות של העברת המידע, אכן הגדילו את אי-השוויון בגישה למידע. על-כן, חדירתם לשוק הגבירה את יכולתם של המקצוענים ליהנות מרווחים על-חשבון המשקיע ה"ממוצע". לאינטרנט תכונות ייחודיות המבדילות אותו מחידושים טכנולוגיים אחרים. השימוש באינטרנט אינו יקר יחסית (ספקיות רבות אף מאפשרות שימוש כמעט בחינם). על-כן ייתכן שהוא טומן בחובו אפשרות שפערי המידע יקטנו בכל-זאת, כך שכניסתו לשוק תפעל דווקא לטובת המשקיע הממוצע.⁷⁸ אלא שעיקר השוני בין האינטרנט לבין מכשירים קודמים אינו בעלות השימוש, כי אם באופן השימוש. בעוד שהמכשירים הקודמים אפשרו בעיקר למנפיקים להגיע למשקיעים, האינטרנט מאפשר למשקיעים להגיע למנפיקים, וזאת ללא צורך בתיווך של ברוקרים או מקצוענים אחרים שיש להם אינטרסים אישיים. משקיעים יכולים לגשת ישירות למאגרי המידע של רשויות ניירות-ערך; הם יכולים לחפש מידע באמצעות קישוריות באינטרנט ולהחליף חוות-דעת עם משקיעים אחרים ב-Chat Rooms.⁷⁹ תוכנות מחשב חדישות אף מעניקות למשקיעים אפשרויות "סריקה" של המידע שהיו לפני-כן נחלתם של מנהלי תיקים מקצועיים בלבד.⁸⁰ מכאן

76 Paul. G. Mahoney "Technology, Property Rights in Information, and Securities Regulation" 75 *Wash. U. L. Rev.* (1997) 815, 835-840

77 ארביטרוז' פירושו רכישה ומכירה בו-זמנית של נכס פיננסי בשני שווקים שונים ובמחירים שונים, על-מנת להרוויח מהפרשי שער זמניים בין השווקים. דוגמה לעסקות ארביטרוז' הינה רכישה של מניות דואליות (הנסחרות בשני שווקים במקביל, כגון בבורסה בתל-אביב ובנאסד"ק) בשוק האחד שהמחיר בו נמוך ומכירתן בשוק האחר שבו המחיר גבוה יותר.

78 ראו פירוט ב: Mahoney, *supra* note 75, at pp. 837-838; וכן: Banner, *supra* note 53, at p. 849.

79 John C. Coffee "Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation" 52 *Bus. Law* (1997) 1195, 1196-1197

80 דוגמות ל-Chat Rooms הינן: financialchat.com; chatmag.com; womenfinance.com; MSN Groups; Yahoo.com

שייתכן שבניגוד לחידושים טכנולוגיים קודמים, יצליח האינטרנט להביא לידי הקטנה של פערי המידע בשוק-ההון. מאחר שהטכנולוגיה עצמה מצמצמת פערים בזמני קבלתו של המידע על-ידי השחקנים השונים בשוק-ההון, היא מייטרת את הצורך בהטלה של חובת גילוי מנדטורית שמטרתה להשיג אותה תוצאה.

צידוק אחר להטלה של חובת גילוי מנדטורית, המבוסס על שיקולי "הגינות", הינו שחובת גילוי מגדילה את כמות המידע שיש בשוק. היא מבטיחה קיומו של מידע לגבי תאגידים "אפרוריים", שבאופן אחר, בשל היעדר התעניינות לגביהם, לא היה השוק טורח לאסוף ולעבד מידע לגביהם. הטכנולוגיה החדשה מוזילה את העלויות של איסוף המידע וניתוחו, וכך מניבה תוצאה דומה של הגדלת מספרם של התאגידים שהמידע לגביהם נאסף ומעובד על-ידי השוק.

צידוק נוסף להטלה של חובת גילוי על-פי דין הינו שלגילוי מנדטורי יש תוצא (אפקט) "משמעותי". חובת הדיווח הפורמלית, שבצידה אחריות, אזורית ופלילית, מניעה תאגידים להיזהר גם בעת "שחרור" מידע באופן לא-פורמלי, שכן הם יודעים שכל פיסת מידע תאומת בסופו של דבר עם הדיווחים הפורמליים.⁸¹ טכנולוגיית המידע יכולה לסייע ביצירת אותו תוצא משמעותי. על-ידי שימוש במחשוב, אנליסטים יכולים להגיע בנקל ובמהירות למידע ישן, וליצור פרופיל השוואתי. עיתונים כלכליים וכל אמצעי תקשורת אחר יכולים לערוך השוואות דומות. תאגידים ייזהרו בדבריהם, שכן הם יידעו שבעידן של טכנולוגיה מתקדמת, ההשוואה בין אמרתיים השונות היא מלאכה קלה, שמקצועני השוק דואגים לעשותה, דבר העשוי להגביר את חשיפתם לסכנה של תביעות אחריות ואף של כתבי-אישום פליליים בעילה של מצג-שוא או תרמית.

(ב) צידוקים המבוססים על "יעילות"

לנוכח החידושים הטכנולוגיים אנו תוהים גם אם הצידוקים להטלה של חובת גילוי המבוססים על שיקולי "יעילות" עדיין רלוונטיים. ראינו כי אחד משיקולי היעילות, ואולי העיקרי שבהם, הינו שיקול ההפחתה של עלויות הגילוי. מאחר שהאינטרנט והמחשוב מקילים על איתור המידע, מקצרים את פרק-הזמן הדרוש לעיבודו ומפחיתים את כוח-האדם הדרוש לכך, גם החידושים הטכנולוגיים מפחיתים למעשה את העלויות של איסוף המידע, עיבודו וניתוחו ותורמים בכך במידה לא-מבוטלת להשגת היתרונות של הגילוי המנדטורי:⁸²

(1) הגדלת התשואה נטו למשקיעים – הפחתה של עלויות המידע אמורה להפחית את

81 ניתן למצוא באינטרנט תוכנות רבות המאפשרות (ללא תשלום או תמורת תשלום סמלי) סריקה של אלפי ניירות-ערך של חברות שונות על-פי עשרות משתנים מגוונים, הכוללים הן נתונים בסיסיים לגבי התאגידים הרלוונטיים (כגון ענפי פעילות, שווי-שוק וכולי) והן נתונים פיננסיים (כגון חלוקת דיווידנד, היקף המסחר היומי, גידול ברווח בשנה החולפת, הרווח למניה, יחס בין חוב להון עצמי וכולי). ראו, למשל – MSN Money.com; Yahoo!Finance; Quicken.com. וכולי. ראו לעניין זה גם: Rice, *supra* note 4, at pp. 914-915.

82 ראו: Joel Seligman "The Historical Need for a Mandatory Disclosure System" 9 J. *Corp. L.* (1983) 1, at p. 16, footnote 49.

העמלות שהמשקיעים נדרשים לשלם למתווכים הפיננסיים, ומכאן לגידול בתשואה נטו שלהם.

(2) הגברת יעילותו של השוק – הפחתה של עלויות המידע אמורה להגביר את יעילות השוק בכללותו ואת מספר התאגידים שניתן לומר שקיים שוק יעיל לניירות-הערך שלהם. מידת יעילותו של שוק נגזרת מעלויות המידע הקובעות את אופן חלוקתו של המידע והפצתו. ככל שהעלות של הפצת המידע תהיה נמוכה יותר, כן יהיה המידע בעל תפוצה רחבה יותר והשוק יהיה יעיל יותר. ככל שהעלויות של הפצת המידע יהיו גבוהות יותר, כן יהיה המידע בעל תפוצה נמוכה יותר ומנגנון השוק שהמידע יפעל בו יהיה יעיל פחות.⁸³ הטכנולוגיה מפחיתה, כאמור, את העלויות של איסוף המידע והפצתו, ועל-כן היא תורמת להגברת יעילותו של השוק באופן כללי. מידת היעילות לגבי ניירות-הערך של תאגיד מסוים נגזרת ממספר המשקיעים האוספים מידע על אותו תאגיד. על-מנת ששוק יהיה יעיל לגבי ניירות-הערך מסוים, צריך שיהיו מספיק מתעניינים שיאספו מידע לגבי התאגיד שניירות-הערך מייצגים. האוטומציה מפחיתה את העלויות הכרוכות באיסוף המידע ובניתוחו ומאפשרת בכך למספר רב יותר של משקיעים מעקב אחר מספר רב יותר של תאגידים, דבר המגביר את יעילותם של ניירות-הערך ספציפיים.

(3) השאת הרווחה החברתית המצרפית – הטכנולוגיה החדשה עושה את המידע נגיש יותר לקהל רחב ומגוון, מצמצמת בכך את פערי המידע בין המשקיעים השונים ומגבירה את ההומוגניות של ציפיותיהם. הדבר מפחית את המסחר הספקולטיבי ואת העלויות המיותרות הכרוכות בו, ומגדיל בכך את הרווחה החברתית המצרפית.⁸⁴ הטכנולוגיה משפיעה גם על היתרון הגדול שיש לקביעה של כללי גילוי ספציפיים לתחום ניירות-הערך – סטנדרטיזציה. אלמלא קיומם של כללי גילוי ספציפיים בתחום ניירות-הערך, היו תאגידים מגלים אולי מידע, אך לא היו מתפתחים סטנדרטים ותבניות אחידים לגילוי, והיו נמנעים היתרונות הרבים של התקניה.⁸⁵ יתר על-כן, גם אילו התפתחו

83 לפירוט היתרונות ראו לעיל פרק א', סעיף (2).

84 ראו: Kraakman & Gilson, *supra* note 37.

85 מעניין שיש הסבורים כי הטכנולוגיה החדשה מביאה דווקא לידי הגדלת "הבזבוז החברתי", כך שהשפעתה על הרווחה החברתית המצרפית הינה שלילית: הטכנולוגיה החדשה מאפשרת למשקיעים רבים יותר להגיע למידע רב יותר; אלפים ואולי מיליונים של משתתפים בשוק-ההון יכולים לשתף בנקל אחרים (באמצעות האינטרנט) בתוצאות חיפושיהם אחר מידע, שלא לדבר על שיתוף בהגיגים, תיאוריות, רעיונות וניתוחים פיננסיים; המחשוב מאפשר ל"חובבנים" לסרוק נתונים מספריים תוך חיפוש דפוסים חוזרים שיאפשרו להם לחזות את העתיד; שקיפות השוק יוצרת מעגלים נוספים של נתונים. כך, מלבד המידע התאגידי, נוצר מידע שעניינו המסחר עצמו, כגון מי סחר באילו ניירות-הערך, היכן, באילו היקפים ועם מי. שפע המידע מגדיל את מספר הספקולנטים בשוק. מאחר שספקולציה בניירות-הערך גורמת "בזבוז חברתי" (המסחר עצמו הינו zero-sum game והעלויות הכרוכות בו הופכות אותו ל-negative sum, הרי שהגידול במידע מגדיל את "הבזבוז החברתי". ראו: Stout "Technology, Transactions Costs, and Investors Welfare", *supra* note 55, at p. 812.

סטנדרטים, הרי שמי שהיה מפתח אותם היו מקצועני השוק, כגון אנליסטים, שהיו מגלגלים את עלויות הפיתוח של הסטנדרטים אל כתפי המשקיעים. טכנולוגיית המידע מקילה מאוד לא רק על עצם איסוף המידע ואחסון הנתונים, אלא גם על יצירת תבניות אחידות לגילוי. מנועי חיפוש באינטרנט מאפשרים לאתר, במהירות ובעלויות נמוכות יחסית, דוגמות של פרסומים קודמים; פעולה פשוטה של "העתק - הדבק" במחשב מאפשרת לחקות אותם פרסומים. הדבר מוביל לגיבושה של סטנדרטיזציה גם ללא חובת גילוי שבדין.

הטכנולוגיה החדשה מביאה אִסֶּךְן מעצם טיבה וטבעה לידי השגת רבות מהתוצאות שחובת הגילוי המנדטורית משיגה. היש איפוא עדיין מקום להטלה של חובת גילוי מנדטורית? נראה לנו שהתשובה חיובית, מאחר שהטכנולוגיה מספקת מענה לחלק מהדברים שחובת הגילוי נועדה לפתור, אך לא לכולם. כפי שנראה להלן, הטכנולוגיה החדשה מפחיתה את העלויות הישירות של הגילוי, אך לא את העלויות העקיפות שלו.

2. אי־הפחתת העלויות העקיפות של הגילוי על־ידי השינויים הטכנולוגיים

עד כה אמרנו כי הטכנולוגיה החדשה מפחיתה את עלויות הגילוי. ניתוח זהיר יותר של הדברים מראה כי הטכנולוגיה החדשה מפחיתה רק חלק מהעלויות הללו.⁸⁶ עלויות הגילוי כוללות עלויות ישירות ועלויות עקיפות. העלויות הישירות הינן העלויות של איסוף המידע (הכוללות עלויות רכישה, עיבוד ואימות) והפצתו. העלויות העקיפות כוללות עלויות אובדן הזדמנויות (opportunity costs) ועלויות אחריות (liability costs). עלויות אובדן הזדמנויות הינן ההפרש בין ערך המידע לתאגיד אם יישמר בסודיות לבין ערכו אם יפורסם. דוגמות לכך הינן מידע העשוי לשמש את מתחריו של התאגיד (כגון סודות מסחריים, רעיונות למוצרים חדשים, תוכניות לחדור לשווקים חדשים וכו'), או מידע העשוי לשמש את ספקיו או לקוחותיו של התאגיד (כגון מידע בדבר תלותו של התאגיד באותו ספק או לקוח). יש הכוללים בעלויות אובדן הזדמנויות גם את ההפסדים הנגרמים כתוצאה מהסתת תשומת־הלב של הנהלת התאגיד מניהול עסקיו של התאגיד לעבר קיומה של חובת הגילוי, וכן את הגידול בעלויות המימון שנגרם בשל העובדה שגיוס הכספים מתעכב עד לקבלת היתר מהרשויות המוסמכות לפרסום תשקיף, הליך העשוי להימשך חודשים מספר (בין חודשיים לארבעה בדרך־כלל).⁸⁷ יש המוסיפים לעלויות הללו גם מה שהם מכנים "עלויות מבוכה" (embarrassment costs).⁸⁸ עלויות אלה הינן ההפסדים

86 לדיון מפורט ביתרונות הסטנדרטיזציה ראו פסרמן־יוזפוב, לעיל הערה 8, סעיף 7.2, בחלק השני של העבודה.

87 Mahoney, *supra* note 76, at pp. 817-823

88 Palmiter, *supra* note 19, at p. 12 וכן נספח A לדו"ח הוועדה לעניין מבנה ההון – Securities and Exchange Comm'n, Report of the Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Process, [1995-1996 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 85,834 at 88,403 (Apr. 24, 1996) available at <http://www.sec.gov/news/studies/capform/> appa0721.txt (22.7.06) מציין שרבים מהתאגידים הנסחרים סבורים שהעלויות

הנגרמים כתוצאה מכך שתאגידים מעדיפים להימנע מפעילות עסקית שעצם גילוייה עלול להביכם (כגון העסקת ילדים בתנאים מחפירים לשם הפחתה של עלויות ייצור).⁸⁹ עלויות האחריות הינן הסיכוי שבית-משפט ימצא שהגילוי היה שלא כדן, ויפסוק שעל התאגיד לשלם פיצויים בגין הגילוי כאמור. הטכנולוגיה החדשה מפחיתה את העלויות הישירות של הגילוי, שכן היא מוזילה את איסוף המידע, ניתוחו, בדיקתו, אימותו והפצתו ברבים, אך אין היא מפחיתה את העלויות העקיפות של הגילוי. הטכנולוגיה אינה מפחיתה את העלויות הכרוכות במידע שעצם פרסומו עלול לפגוע בתאגיד, ואינה מפחיתה את העלויות הכרוכות באחריות החוקית לגילוי. אדרבה, ייתכן שהטכנולוגיה, העושה את המידע נגיש וזמין לכל דווקא מגבירה את העלויות העקיפות של הגילוי. ייתכן שהאפשרות להגיע למידע רב על מוצריה של חברה על-ידי לחיצה פשוטה על כפתור Search במנוע חיפוש באינטרנט מגבירה את החשש שמתחרים יוכלו לנצל לטובם מידע שפרסמה החברה. ייתכן גם שככל שמסמכי גילוי (תשקפים, דו"חות תקופתיים, דו"חות מידיים, הודעות לעיתונות וכולי) רבים יותר יהיו on-line, כן ייקל על משקיעים ועל עורכי-דינם החרוצים למצוא בסיס להגשת תובענות ייצוגיות בגין אי-גילוי. לרצון התאגידים לשמור על סודיות המידע שלהם ולרצונם להימנע מהאחריות הכרוכה בפרסום המידע יש השפעה גדולה על כללי הגילוי.⁹⁰ נראה שהשפעה זו גדולה יותר מאשר השפעת העלויות הישירות של הגילוי, שכן אחרת היינו עדים לשינויים דרמטיים בכללי הגילוי, או לפחות בצורות הגילוי הוולונטרי של תאגידים. האינטרנט מאפשר לתאגידים, למשל, ליצור אתרים ובהם קישוריות למגוון של מידע פנימי. אילו רצו בכך, יכלו תאגידים להפנות משקיעים בזמן-אמת למידע על מצב המלאי, מצבת ההזמנות, חובות רעים וכולי, ולהגיע אפילו עד למצב שבו היו המשקיעים יכולים להיות מעודכנים כמעט כמו ההנהלה הבכירה של התאגידים בהיבטים שונים של פעילותם. עד כה לא נעשה הדבר. קשה להאמין שהסיבה לכך הינה דאגתם של התאגידים למשקיעים – הרצון לא להעמיס עליהם מידע יתר על המידה, או החשש שהמשקיעים לא יידעו שעליהם להעריך מידע גולמי בצורה שונה מתוצאות סופיות המופיעות בדו"חות כספיים. אנליסטים "צמאים" להגיע למידע מהסוג המתואר לעיל. תאגידים אינם מגלים מידע מעין זה מרצונם, אף-על-פי שהעלויות הישירות הכרוכות בפרסומו זניחות, בשל העלויות העקיפות הכרוכות בפרסום. מאחר שהעלויות הישירות שהטכנולוגיה מפחיתה הינן רק חלק מכלל עלויות הגילוי, ולא בהכרח החלק המשמעותי שלהן, אין סיבה לחשוב

הנגרמות בשל העיכובים הכרוכים במילוי הדרישות של הגילוי המנדטורי, עלויות היוצרות גם אי-ודאות בקשר לעצם הצלחתו של גיוס ההון, הינן העלויות המשמעותיות ביותר הכרוכות בגילוי. ראו: James D. Cox "Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay" 63 *L. & Contemp. Probs.* (2000) 11, 17-18.

89 ראו למשל: John C. Coffee "Beyond the Shut-eyed Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response" 63 *Va. L. Rev.* (1977) 1099, 1251, 1131.

90 לדיון בנושא הגילוי "החברתי", להבדיל מגילוי "כלכלי", ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל הערה 3, וכן לאה פסרמן-יוזפוב "דיני ניירות-ערך – גילוי 'כלכלי' או גילוי 'חברתי'?" תאגידים ב(1) (תשס"ה) 47.

משפט ועסקים ה, התשס"ו

חובת הגילוי של חברות נסחרות בעידן אוטוסטרדת-המידע

שהטכנולוגיה החדשה מייתרת את הצורך בחובת גילוי מנדטורית. עם זאת מן הראוי לבדוק אם אין מקום לשנות את כללי הגילוי או להסיט את הדגשים שלהם על-מנת להתאימם למציאות המשתנה.

פרק ג: הצעה לשינויים בכללי הגילוי הקיימים

ברור שהשינויים הטכנולוגיים המפליגים אינם הופכים את חובת הגילוי המנדטורית למיותרת, ובה-במידה ברור גם שלא ניתן להתעלם מהשינויים הטכנולוגיים:⁹¹

"Does new, widespread access to issuer and other information mean that the entire mandatory disclosure regime that the U.S securities laws first created in 1933 is brought into doubt? The answer to that question is an emphatic "no".....Should the Securities and Exchange Commission (SEC) seriously and fundamentally reexamine the current combination of mandatory offer registration, with limited exemptions, and enforcement tools? The answer to that question is an equally emphatic 'yes!'"

בפרק זה נבחן מה הן ההשפעות האפשריות של הטכנולוגיה החדשה על הגילוי, ונציע דרכים להתאמתם של כללי הגילוי הנוהגים להשפעות אפשריות אלה.

1. שינויים באופן הגילוי

אחת המהפכות של הטכנולוגיה החדשה הינה שהיא הופכת מידע שהיה בעבר נחלתם בעיקר של "מקצועני השוק" לנגיש וזמין גם למשקיע ה"ממוצע".⁹² שינוי זה בקהל-היעד של הגילוי מזמין שינויים באופן הגילוי. שינוי אחד הינו שינוי ב"לשון הגילוי". שינוי אחר שניתן לחשוב עליו הינו הסטת הדגש במסמכי הגילוי לעבר גורם הסיכון:

(א) שינוי לשון הגילוי

העובדה שמסמכי הגילוי נגישים כיום גם למשקיע הממוצע הניעה את המחוקקים לחשוב שמן הראוי לנסח את מסמכי הגילוי בלשון פשוטה שתהיה מובנת לקהל-קוראים-בכוח זה. בשנת 1998 אימצה ה-SEC בארצות-הברית את כלל ה-Plain English Rule, המחייב

Edmund W. Kitch "The Theory and Practice of Securities Disclosure" 61 *Brook. L. Rev.* 91 (1995) 763, 838-848.

Robert N. Sobol "Intelligent Agents and Futures Shock: Regulatory Challenges of the Internet" (book review) 25 *Iowa J. Corp. L.* 103 (1999)

תאגידים לכתוב פרקים מסוימים בתשקיף באנגלית פשוטה המובנת לכל.⁹³ בישראל, במסגרת תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו) (תיקון), התשס"ד-2004,⁹⁴ ותקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון), התשס"ד-2004,⁹⁵ אומץ כלל דומה המחייב לכתוב את מסמכי הגילוי בשפה בהירה, תמציתית, פשוטה ומובנת.⁹⁶

(ב) הדגשת גורם הסיכון

הטכנולוגיה החדשה מאפשרת למשקיע הבודד לקבל מידע רב. לצד היתרונות שיש לכך, כמויות המידע הגדולות יוצרות למשקיע גם סכנות. מאחר שהן היכולת המנטלית של יצורי אנוש והן משך הזמן העומד לרשותם מוגבלים, אנשים נוטים לאמץ לעצמם שיטות להתמודד עם גודש מידע (simplifying heuristics). כך, לעיתים, אנשים מפחיתים את מספר הגורמים שהם מתחשבים בהם בעת קבלת החלטות או קובעים לעצמם סף-מידע מזערי שיספיק להם לקבלת החלטה, ונמנעים משיקול-דעת מעמיק יותר או מבדיקת אפשרויות נוספות. נוסף על כך, בדרך-כלל, ככל שכמות המידע רבה יותר, כן ערכה של כל פיסת מידע קטן יותר, ורק מידע סנסציוני בולט מצליח ללכוד את תשומת-ליבו של המשקיע.⁹⁷ גם העובדה שסיכון אמור להיות שיקול מרכזי בקבלתן של החלטות השקעה אינה מצליחה להניע משקיעים להתרכז בו. שוק-ההון מבוסס במידה רבה על שיווק.⁹⁸ גורמים אינטרסנטיים, כגון ברוקרים, דילרים, יועצי השקעות ועיתונות פיננסית,

93 Robert .A. Robertson "Personal Investing in Cyberspace and the Federal Securities Laws" 23 *Securities Reg. L. J.* (1996) 347, 348. ראו גם דיון לעיל בפרק ב, סעיף (א)1.

94 על-פי ה"Plain English Rule", חלקי התשקיף שיש לכתוב אותם בלשון פשוטה הינם הכריכה, התמצית וגורמי הסיכון. נוסף על כך, הכללים קובעים קווים מנחים לכתיבת יתר התשקיף בצורה ברורה, תמציתית ומובנת. ראו: 20 *supra* note Plain English Disclosure.

95 תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו) (תיקון), התשס"ד-2004, ק"ת 975 (להלן: תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו)).

96 תקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (תיקון), התשס"ד-2004, ק"ת 972 (להלן: תקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים)).

97 סעיף 40 של התוספת לתקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), לעיל הערה 95, קובע שיש לכתוב תשקיף על-פי כללי "העברית הבהירה". תקנה 88 לתקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), שם, קובעת שהתיאור בדו"ח התקופתי ייעשה בהתאם לעקרונות שבתוספת הנ"ל. לביקורת על כללי "הלשון הפשוטה" ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל הערה 8, בסעיף 5.1 של החלק השלישי של העבודה.

98 דוגמה טובה לכך הינה פסקה שהופיעה בדו"ח אנליסטים אשר סקר את מניותיה של חברת פורמולה: "לא פעם אנו מוצאים את עצמנו משתאים לנוכח העובדה שהמשקיעים והתקשורת הפיננסית מקדישים תשומת לב אדירה לעסקה כזו או אחרת בוואלה שחשיבותה לשווי הכולל של פורמולה וניחה לחלוטין, ומתעלמים מנקודות מהותיות הרבה יותר, כמו מצב העסקים בחברות דוגמת פורסופט או קריסטל (הסיבה, אגב, ברורה לנו לחלוטין: הסיפורים מלהיבים את הקוראים הרבה יותר מהמספרים)... (צביקה רובינס "איננו משוכנעים שהבעיה במג'יק תיעלם מהר כל-כך" גלובס (28.6.00)).

מתפרנסים מנכונותם של משקיעים לרכוש ניירות-ערך, ועל-כן הם מעדיפים להדגיש באוזני המשקיעים את גורם הסיכוי ולהסתיר מהם את גורם הסיכון. מעבר לכך, אותם כוחות אינטרסנטיים, המבקשים להקהות את רגישותם של המשקיעים לסיכון, משווקים את ההשקעות באופן שיוביל את המשקיעים ל-"loss frame", הלך-מחשבה שלפיו אי-ניצול של הזדמנות השקעה כמוהו כהפסד. הפסיכולוגיה הקוגניטיבית הוכיחה שאנשים החשים מאוימים מן האפשרות להפסיד מגדילים את התעלמותם מסיכון. למעשה, עצם השילוב של מאמצי שיווק עם עודף מידע יכול לעורר במשקיע חששות, לעודד הסתמכות הולכת וגוברת על עצתם של אחרים ולהתעלם מעצם הסיכון שיש בהסתמכות על עצתו של צד מעוניין. גם האופטימיות, שהיא אחת התכונות של טבע האדם, מטפחת התעלמות מסיכון.⁹⁹ אם נוסף לכל אלה את העובדה שמנהלי התאגידים מעוניינים, בדרך-כלל, לפרסם ביוזמתם מידע חיובי, ומעדיפים לטאטא מידע שלילי אל מתחת לשטיח או להציגו באופן חמור פחות מכפי שהוא במציאות, אנו מקבלים את התוצאה שבסביבה עתירת-טכנולוגיה, הסבירות הגבוהה יותר היא שמידע בדבר סיכונים יידלל ביים המידע הקיים ולא יצוף ויודקר מתוכו. לכן ייתכן שדווקא בעידן של טכנולוגיה מתקדמת, יש מקום לעצב כללי גילוי אשר יושם בהם דגש על גורם הסיכון. בסביבה שקיים בה חשש שמידע הקשור לסיכונים ייבלע בבליל המידע יש להתייחס לסיכון באופן שיבליט אותו. כך, למשל, ניתן לדרוש שתשקיף, דו"ח תקופתי או כל מסמך גילוי אחר לא יסתפקו בציון עצם קיומו של הסיכון, אלא ידגישו את עוצמתו ואת הסיכויים להתרחשותו כאשר הדבר ניתן להערכה. במקום שיש קושי בהערכת הסיכון, יש לפרט את הנסיבות הרלוונטיות באשר לקיומו של הסיכון והיקפו.¹⁰⁰ נוסף על כך ניתן לדרוש שמסמכי הגילוי האלקטרוניים יעוצבו כך שהמשקיע לא יוכל לדלג על גורם הסיכון. כלומר, ניתן לחייב בנייה של מסמכי גילוי אלקטרוניים כך שמבחינה טכנית לא יהיה ניתן לבצע סריקה ממוחשבת שלהם תוך כדי ויתור על הופעתם של העמודים הכוללים את גורם הסיכון.

2. שינויים בעקבות היעלמות אפשרית של החתמים והמתווכים הפיננסיים

תוצאה אפשרית של טכנולוגיית המידע הינה שינוי במבנה שוק-ההון שיתבטא בהיעלמות מן העולם של "שומרי-הסף" של השוק. שתי פונקציות שייתכן שיאבדו בשוק-ההון הוירטואלי הינן החתמים והמתווכים הפיננסיים:

חתמים - יש מקום לסברה שבמידע שבו יש למנפיקים גישה למשקיעים דרך האינטרנט, הם יעדיפו לגייס כספים בדרך של פנייה ישירה למשקיעים ויוותרו על שירותיהם של מתווכים. הדבר כבר נעשה כיום בתחום הביטוח. חברות "הביטוח הישיר" קוראות

99 ראו: Stout "Are Stock Markets Costly Casinos?", *supra* note 55, at pp. 641-646.
 Donald C. Langevoort "Toward More Effective Risk Disclosure For Technology-100 Enhanced Investing" 75 *Wash. U. L. Q.* (1997) 753, 758-759.
 לדין נרחב בהשפעות של תיאוריות פסיכולוגיות על הגילוי ראו לאה פסרמן-יוזוב "השפעות של תיאוריות פסיכולוגיות (behavioral finance) על הגילוי בדיני ניירות-ערך" תאגידים (ג) (2006) 3.

למבטחים להתקשר אליהן ישירות ולוותר על תיוכם של סוכני הביטוח. אם יחול תהליך כזה, הקרוי Disintermediation, תהיה התוצאה שייפקד מקומם של החתמים בהליך של גיוס הון.¹⁰¹ אלא שיש מלומדים המטילים ספק בסיכויי התגשמותה של הנבואה בדבר הנפקות לציבור ללא חתמים. לטענתם, תפקידם של החתמים אינו מתמצה בפן הביטוחי או השיווקי-המכירתי. תפקיד מרכזי של החתמים הינו היותם "מתווכי מוניטין" (reputational intermediaries): משקיעים רוכשים ניירות-ערך של תאגידים לא-ידועים בשל עצם העובדה שחתמים בעלי-שם הסכימו לשמש חתמים להנפקה. מאחר שהשימוש באינטרנט אינו יכול לספק את הפונקציה של "תיווך מוניטין", לא ייעלמו החתמים מן העולם. הראיה: החברות שגייסו הון באמצעות האינטרנט היו בעיקר קטנות ועלומות-שם.¹⁰² קרוב לוודאי שהן נתקלו בקשיים למצוא חתמים שיסכימו ללוות את הנפקותיהן, כך שהחלטתן לגייס כספים באמצעות האינטרנט נבעה מכורח יותר מאשר מבחירה.¹⁰³ יש גם הסבורים שלא יחול תהליך של ביטול המתווכים (disintermediation), ונהיה עדים לתהליך של יצירת סוג חדש של מתווכים (reintermediation). מאחר שהאינטרנט אינו יכול להוות תחליף לאמון שחתמים מנוסים משרים על המשקיעים, יקום זן חדש של חתמים שיתמחה בליווי הנפקות של תאגידים שיחפצו להיעזר באינטרנט כדי להגיע למשקיעים בעלי טעם מיוחד – כאלה שיהיו מוכנים להשקיע בסטרטגיה, בחברות בעלות סיכון גדול יותר וכדומה. כמו-כן, בעידן של טכנולוגיית המידע, תאגידים רבים יכולים להציע את "מרכולתם" בנקל באתרי אינטרנט. חוסר האפשרות להעריך את אמינותם של המצגים עלול להגביר את החשש של משקיעים מפני הצפת השוק על-ידי רמאים, ובעקבותיו לירידה כללית ברמת המחירים שיהיו המשקיעים מוכנים לשלם בעד ניירות-ערך הנמכרים באמצעות האינטרנט.¹⁰⁴ תאגידים שירצו לבדל את עצמם ולשכנע את ציבור-המשקיעים-

101 לעניין הקושי לקבוע מבחנים ל"סיכון" שיש לגלותו, ראו: Robert B. Thompson "Securities Regulation in an Electronic Age: The Impact of Cognitive Psychology" 75 Wash. U. L. Q. (1997) 779, 785-787.

102 הסנונית הראשונה של גיוס הון באמצעות האינטרנט בארצות-הברית היתה חברת Spring Street Brewing Co., חברה ניו-יורקית קטנה בעלת מבשלת-שיכר המתמחה בייצור בירות בסגנון אירופי. במרס 1996 גייסה Spring Street, בהנפקה לציבור שנערכה באמצעות האינטרנט, סך צנוע של 1.6 מיליון דולר. (למעשה, Spring Street הציעה לציבור סך של 5 מיליון דולר, אלא שהצליחה למכור פחות). במסגרת ההנפקה, כשלושת אלפים וחמש מאות משקיעים רכשו 844,591 מניות במחיר של 1.85 דולר למניה. כל משקיע רכש בממוצע כמאתיים ארבעים ואחת מניות במחיר כולל של 474 דולר. ההנפקה נעשתה ללא חיתום. חברות נוספות, כגון Annie's Homegrown, Mendecino Brewing ו-Blue Fish Clothing, הלכו בעקבותיה של Spring Street, וגייסו אף הן הון מן הציבור באמצעות האינטרנט בהליך שכבר זכה בכינוי DPO – Direct Public Offering. ראו: Andrew R. Thompsos "Taming The Frontier? An Evaluation of the SEC's Regulation of Internet Systems, Note" 1999 Colum. Bus. L. Rev. (1999) 165, 167.

103 ראו דוגמאות בהערה 101 לעיל.

104 Donald C. Langevoort "Angels on the Coffee, supra note 79, at pp. 1202-1205; וכן: Coffee, supra note 79, at pp. 1202-1205

בכוח באמינותם יתקשו לעשות זאת בעצמם, ולכן חשיבות השימוש שלהם במתווכי-מוניטין בעידן האינטרנט תגבר דווקא.¹⁰⁵ הזן החדש של החתמים שיתמחו בגיוס כספים באינטרנט יבנו את המוניטין הדרושים על-מנת להעניק לציבור המשקיעים המתאים את הביטחון הדרוש לו בתאגידים שחתמים אלה ילוו אותם.¹⁰⁶

מתווכים פיננסיים (ברוקרים ויועצי השקעות) – קצב הגידול של המסחר המקוון בניירות-ערך מדהים. בשנת 1994 לא היה קיים כלל מסחר מקוון. כיום, חלק גדול מהמסחר בניירות-ערך נעשה באופן מקוון דרך האינטרנט, והצפי הינו שמסחר זה ילך ויגדל.¹⁰⁷ המסחר המקוון, שמשקיעים יכולים לא רק לסחור באמצעותו באופן ישיר בניירות-ערך הנסחרים בבורסות מוכרות, אלא גם לסחור בעזרתו בינם לבין עצמם,¹⁰⁸ עלול להביא לידי היעלמותם של הברוקרים, ויש אף הטוענים להיעלמותן של הבורסות המוכרות לנו, שאת מקומן יתפסו בורסות וירטואליות.¹⁰⁹ המצב דומה גם בעניין יועצי השקעות. כבר כיום

Internet: The Elusive Promise of 'Technological Disintermediation' for Unregistered Offerings of Securities" 2 *J. Small & Emerging Bus. L.* (1998)

Stephen J. Choi "Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation" 2 *J. Small & Emerging Bus. L.* (1998) 27, 38

Ibid., at p. 46 106 קושי נוסף שתאגידים קטנים, במיוחד סטרט-אפים, עלולים להיתקל בו הינו חוסר הידע שלהם בעניינים בסיסיים בשוק-ההון, כגון תמחור החברה שלהם, בניית מבנה הנפקה וכולי. האפשרות להגיע למשקיעים-בכוח בקלות ובזול על-ידי השימוש באינטרנט אינו פותר בעיה זו. לכן יש הסבורים שגם בעידן האינטרנט יודקו מנפיקים לשירותי "מקצוענים" בעלי ידע ומומחיות של שנים, שיסייעו להם בבנייה של מבנה הנפקה ראוי. ראו: Langevort, *supra* note 104, at p. 13

107 ראו: Sobol, *supra* note 92, at p. 116. מעניין שכבר בשנת 1998 היתה ארצות-הברית עדה ליוזמה בכיוון זה. Wit Capital Corporation, הכוח המניע מאחורי הנפקתה של Spring Street, שימשה כ-"e-manager" ב-Wit. IPO הוגדרה בתשקיף כ-"facilitating on-line distribution of shares". הרעיון היה שכ-5% עד 10% מניירות-הערך המוצעים בהנפקה יימכרו למשקיעים פרטיים on-line. ראו: Rice, *supra* note 4, at p. 928. כמו-כן, כבר קמו בארצות-הברית חברות המתמחות בסיוע לתאגידים קטנים בגיוס הון באמצעות האינטרנט. חברת Direct Stock Market Inc. (DSM), למשל, מפעילה אתר אינטרנט שמשקיעים-בכוח יכולים לראות בו תשקיפים של תאגידים המבקשים לגייס הון. DSM מאפשרת ללקוחותיה גם לקיים רוד-שואו (road show) דרך האינטרנט בעזרת שקפי מולטימדיה ושאלות אינטראקטיביות בנוגע להצעה. באפריל 1997, למשל, קיימה חברת iMail, באמצעות אתר DSM, רוד-שואו שמטרתו לגייס כספים לעסקי מכירה באינטרנט. ראו פירוט ב: Choi, *supra* note 105, at p. 38.

108 לעניין הגידול במסחר המקוון, ראו: Chairman A. Levitt "Recent Developments Federal Agency Focus: Securities and Exchange Commission – Plain Talk about On-Line Investing" 51 *Admin. L. Rev.* (1999) 1093, 1095

109 לתיאור אמצעי המסחר המקוון ראו: Rice, *supra* note 4, at p. 910. אחד האמצעים ש-Niphix הינו ה-Niphix, אתר אינטנט שמשקיעים יכולים להציג בו את ניירות-הערך שהם רוצים לסחור בהם במטרה לאתר משקיעים אחרים המוכנים לסחור עמם. (<http://www.niphix.com>)

קיימות תוכנות מחשב מורכבות היכולות לבצע גם פונקציות של ייעוץ השקעות. תוכנות אלה מסייעות למשקיעים ליצור תיקי השקעות בהתאם לנתונייהם האישיים: הן מנהלות עם משתמשיהן דו-שיח אינטראקטיבי, הדומה במידה רבה לזה שיועצי השקעות מנהלים עם לקוחותיהם, ומציעות להם דגמים להשקעה.¹¹⁰ עתידנים מרחיקים לכת וצופים שעם התפתחות הטכנולוגיה, ייווצרו intelligent agents – מחשבים שיטלו את מקומם של יועצי ההשקעות ומנהלי התיקים ויבצעו בעבור המשקיעים את פונקציות הייעוץ וההשקעה המתבצעות כיום על-ידי בני-אדם.¹¹¹

אם יתגשמו התחזיות לפיהן החתמים, הברוקרים או יועצי ההשקעות יעברו מן העולם, שייטכן שיאבדו לשוק-ההון חלק מ"שומרי-הסף" (gatekeepers) שלו.¹¹² אחד מתפקידיהם של המתווכים הפיננסיים הינו לפקח על הכניסה לשוק-ההון.¹¹³ למתווכים הפיננסיים, המתפרנסים משוק-ההון, יש אינטרס ברור למנוע נזקים בשוק זה, ועל-כן הם דואגים לספק למשקיעים את ההגנה הראויה להם. ככל שהטכנולוגיה החדשה אכן תגרום לאובדנם

110 ראו: Coffe, *supra* note 79, at pp. 1200-1201.

111 התוכנות הקיימות כיום הן בעיקר תוכנות להשקעות משותפות בנאמנות המיוצרות על-ידי קרנות נאמנות. תוכנה נפוצה בארצות-הברית הינה ה-Intuit. התוכנה פועלת באמצעות CD-Rom, ושואלת את המשקיע אותן שאלות שיועץ השקעות טוב היה שואל אותו. ראשית, היא שואלת שאלות לגבי הפרופיל הפיננסי של המשקיע (גילו, רמת הכנסתו, מספר התלויים בו, הסכונותיו, הסכום שהוא רוצה להשקיע וכולי). בשלב השני התוכנה שואלת לגבי מטרת ההשקעה – רכישת דירה, תשלום בעד קולג' לילדים וכולי. בשלב השלישי המשקיע נשאל שאלות שמטרתן לקבוע את מידת הסיכון שהוא יכול או מוכן ליטול על עצמו. בהתבסס על הנתונים הנאגרים בשלושת השלבים, תוכנת המחשב מפתחת דגם אופטימלי של השקעה. היא מראה למשקיע, באמצעות טבלה או pie-chart, איזה שיעור מכספו מומלץ להשקיע בקרן המתמחה באג"ח ממשלתיות, כמה בקרן צמיחה, כמה בקרן הרוכשת ניירות-ערך זרים וכולי. ראו: Robertson, *supra* note 93, at pp. 354-359.

112 ראו: Sobol, *supra* note 92, at pp. 107-108 מביא בדבריו תיאור עתידני של השקעות בשוק-ההון שלפיו יבצעו מחשבים בעבור "בעליהם" את עבודת ההשקעה בניירות-ערך.

113 לתפקיד החתמים כ"שומרי-הסף" ראו: Stephen Coffee, *supra* note 58, at pp. 1168-1171; Choi "Market Lessons for Gatekeepers" 92 *Nw. U. L. Rev.* (1997-1998) 916 "אחריותם האורחית של חתמים בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור" משפט ועסקים ב (תשס"ה) 301. לדיון בנושא שומרי-הסף ראו גם: Reinier Kraakman "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy" 2 *J. L. Econ. & Org.* (1986) 53, 54; John C. Coffee "Gatekeepers Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms" 84 *B. U. L. Rev.* (2004) 301, 309; John C. Coffee "Understanding Enron: 'It's about the Gatekeepers, Stupid'" 57 *Bus. Law* (2001-2002) 1403; John C. Coffe "Regulating the Lawyer: Post Efforts and Future Possibilities: The Attorney as Gatekeeper; An Agenda for the SEC" 103 *Colum. L. Rev.* (2003) 1293; Assaf Hamdani "Gatekeeper Liability" 77 *S. Cal. L. Rev.* (2003) 53.

משפט ועסקים ה, התשס"ו חובת הגילוי של חברות נסחרות בעידן אוטוסטרדת-המידע

של "שומרי-הסף",¹¹⁴ יהיה צורך בכללים משפטיים שיחדדו בעבור המשקיעים את הסכנות הנשקפות להם.

(3) שינויים במסמכי הגילוי – התשקיף והדיווחים השוטפים
בשיטת הגילוי הנהוגה כיום מקובל להבחין בין מסמכי הגילוי שיש לפרסמם בשוק הראשוני לבין מסמכי הגילוי שיש לפרסמם בשוק המשני. כאשר התאגיד מגייס הון מן הציבור, עליו לפרסם תשקיף;¹¹⁵ כאשר אין גיוס הון, עליו לפרסם דו"חות שוטפים (דו"חות כספיים, דו"ח תקופתי ודו"חות מיידיים).¹¹⁶ האינטרנט עשוי להשפיע על הדפוסים המוכרים של מסמכי הגילוי הללו.

(א) התשקיף

מטרת התשקיף הינה לספק למשקיעים את המידע הדרוש להם לשם קבלת החלטות השקעה. על-מנת לשמור על מרכזיותו של התשקיף בהליך ההנפקה ולוודא שהחלטות ההשקעה של המשקיעים אכן יתקבלו בהתבסס על התשקיף, הכולל את המידע שעל המשקיעים לקבל לדעת הרשויות, מקובל, בדרך-כלל, לאסור על מנפיקים לפרסם מידע בקשר להנפקה המתוכננת מעבר למידע הכלול בתשקיף.¹¹⁷ ניתן להצביע על שתי מטרות של קביעת המגבלות כאמור:

האחת, יצירת תקופה של "שקט" לפני גיוס ההון;¹¹⁸ על-ידי האיסור לפרסם בכתב מידע

¹¹⁴ Langevoort, *supra* note 37, at p. 880.

¹¹⁵ יש הסבורים שהשימוש באינטרנט יקל דווקא על ביצוע תפקידיהם של "שומרי-הסף". הקלות של פרסום המידע והפצתו עשויה לפתח התמחות שעניינה הערכת נכונותו של המידע שהתאגידים מפרסמים. יזמים יכולים להשתמש באינטרנט לפרסום אזהרות מפני מנפיקים ופעילים בשוק-ההון שסרחו. הם יכולים להפיץ, בעלויות נמוכות יחסית, דואר אלקטרוני שיחשוף לפני מיליוני אנשים גורמים שפעלו שלא כדין, ואפילו להפעיל אתרי "בושה" (shaming web pages). ראו: Choi, *supra* note 105, at p. 45.

¹¹⁶ בארצות-הברית ראו: §5, at note 3, *Securities Act 1933, supra*. בישראל – סעיף 15 לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 3.

¹¹⁷ ראו להלן הערה 126.

¹¹⁸ בארצות-הברית, למשל, ניתן להבחין בשלושה איסורים בולטים בכל הנוגע בפרסום מידע כאמור. בתקופה שלפני הגשתה של טיוטת התשקיף הראשונה לרשויות אסור למנפיק לשדל רוכשים, בין בכתב ובין בעל-פה, ואסור לו לנקוט בפעולות כלשהן שמטרתן להכשיר את השוק להנפקה §5, at note 3, *Securities Act 1933, supra* ("the gun jumping prohibition"); (c) לאחר הגשתה של טיוטת התשקיף, מותר למנפיק לפנות לרוכשים-בכוח, אך אסור לו להציג לפנייהם מסמך כתוב אחר כלשהו מלבד טיוטת התשקיף "free writing prohibition" § 5(b)(1); לאחר קבלת אישור ה-SEC לתשקיף, מוטלת על המנפיק חובה לתת לרוכשים העתק של התשקיף הסופי כתנאי לאישור הרכישה "the prospectus delivery requirement" (§§4(3), 5(b)(2)). החקיקה בישראל אינה כה מפורטת, אך בפרקטיקה מקובל להטיל על

מעבר לכתוב בתשקיף, מעניקים ל"מסמך הגילוי", דהיינו לתשקיף, מונופול בכל הכרוך במידע בקשר למנפיק. החשש של המחוקקים היה שאם יורשו מנפיקים לספק למשקיעים עלוני פרסומת מהודרים, יתרכזו המשקיעים בהם ויעניקו תשומת-לב מועטה למסמך המשפטי הפורמלי והמשעמם ששמו תשקיף. הפיכת התשקיף למקור המידע היחיד מחייבת את המשקיעים, בעל-כורחם, להעניק לו את תשומת-הלב המרבית; האחרת, מניעת הצורך בקבלת הבהרות בקשר ל"מסמך הגילוי"¹¹⁹ ההנחה שעמדה לעיני המנסחים של חוקי הגילוי היתה, כפי הנראה, כי בעוד המנפיק יכול להגיע למשקיעים פוטנציאליים בקלות יחסית, קשה למשקיעים להגיב על הצעת המנפיק, לא כל שכן לבקש הבהרות בקשר למסמכים שהמנפיק מפרסם.¹²⁰ קביעה של מסמך גילוי אחד סטנדרטי, הכפוף לבדיקה וביקורת של רשות מוסמכת, אמורה לא רק להקטין את הסיכון של אי-התאמות בין מצגים שונים, אלא גם להביא לידי ניסוחו של מסמך ברור שימנע את הצורך של המשקיעים לבקש הבהרות בקשר למידע הניתן להם.

בעידן האינטרנט קשה לשמור על "שקט". כמעט לכל חברה יש אתר אינטרנט הכולל מידע רב על החברה (מידע כספי, מידע עובדתי על מוצרים, קטעי עיתונות הקשורים לחברה, מבצעים שיווקיים וכו'). האם, בשל חשיבותו של התשקיף, יש מקום לאסור על חברות המציעות ניירות-ערך לציבור להציג מידע מסוים באתר האינטרנט? האם, מרגע שחברה החליטה על הנפקה לציבור, אסור לה להפעיל את האתר, שמא יתפרש הדבר כהשפעה על השוק או פרסום מידע מעבר למידע המופיע בתשקיף?¹²¹ מעבר לכך, גם אם ניתן לשמור על שקט, האם זה רצוי? נכון שיש לשקט יתרון בכך שהוא שומר על מרכזיותו

מנפיקים איסורים דומים לאלה הקיימים בארצות-הברית, וזאת מכוח ההוראה הכללית הקבועה בסעיף 15 לחוק ניירות-ערך. עד לחוק ניירות-ערך (תיקון 24), התשס"ד-2004, ס"ח 492, שנחקק ביום 10.8.2004, אסר סעיף 15 לחוק ניירות-ערך להציע לציבור ניירות-ערך ללא תשקיף. לאחר תיקון 24, סעיף 15 לחוק ניירות-ערך מתיר להציע לציבור ניירות-ערך כבר לאחר הגשתה של טיוטת התשקיף לרשות ניירות-ערך, אך אוסר למכור אותם לפני קבלת היתר סופי של הרשות לפרסום התשקיף. (התיקון הנ"ל ייכנס לתוקפו עם פרסומן של תקנות חדשות בנושא החיתום. למיטב ידיעתנו, התקנות טרם פורסמו עד למועד כתיבתו של מאמר זה). בחוור שפרסמה רשות ניירות-ערך בפברואר 2006 היא הבהירה שפרסום באמצעי-התקשורת של נתונים הנוגעים בהנפקה מתוכננת לפני תום התקופה לקבלת הזמנות על-פי תשקיף שקיבל את ההיתר מרשות ניירות-ערך עלול להיחשב לפעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות-ערך ועל כן היא אסרה על-פי סעיף 15 לחוק ניירות-ערך. הרשות הבהירה כי תתייחס בחומרה לכל הפרה כאמור, ותנקוט בכל אמצעי האכיפה העומדים לרשותה, לרבות דחייה של מועד ההנפקה המתוכננת עד לחלוף פרק-זמן משמעותי ממועד הפרסום האסורים (ראו חדשות הרשות, www.isa.gov.il).

.Coffee, *supra* note 79, at p. 1206 119

Omri Yadlin "Should the SEC Regulate Cyber Securities Market? A Response to 120 Professor Frankel" 73 *Chi.-Kent L. Rev.* (1998) 1355, 1358-1359

.*Ibid*, at p. 1358 121

של התשקיף, אך יש לו גם חיסרון בכך שהוא מונע ממשקיעים גישה למידע. למעשה, המגבלות מונעות ניצול של אחד היתרונות הבולטים של האינטרנט – היותו מכשיר אינטראקטיבי. האינטרנט ממוג בעצמו את היתרונות של הטלוויזיה, הרדיו והמדיה הכתובה עם אלה של הטלפון והשיחה הפרונטלית. בניגוד לטכנולוגיות קודמות, שהקלו בעיקר על הגישה של מנפיקים למשקיעים-בכוח, האינטרנט מקל על הגישה של המשקיעים-בכוח למנפיקים. המשקיעים יכולים להגיע למידע שפרסמו המנפיקים והמנפיקים יכולים להיות קשובים למשקיעים, לענות על שאלות ולתת את ההבהרות הנדרשות על-ידיהם באמצעות הדואר האלקטרוני. באמצעות Chatrooms ניתן אף לנהל שיחות אינטראקטיביות בין המשקיעים השונים ולהחליף דעות על המנפיקים. מכאן שיש אולי מקום להקל במגבלות שעניינן שמירה על השקט. להקל, אך לא לבטל, שכן נראה לנו כי למרות הפיתוי לאפשר פרסום מידע למשקיעים באופן ישיר באמצעות האינטרנט, יש להימנע מלפרוץ לחלוטין את מחסום מרכזיותו של התשקיף. כללים שיאפשרו פרסום מידע מעבר למופיע בתשקיף יהפכו את התשקיף לאות-מתה. אם יוכל מנפיק לפרסם ולהפיץ מסמך מכירה לפני פרסום התשקיף (או לפחות פרסום טיוטה של תשקיף שנחתמה כדין והוגשה לרשויות המוסמכות), יקבל המשקיע הטיפוסי החלטת השקעה על-סמך המסמך המוקדם, ולא יקרא את התשקיף. רוב הסיכויים שהתשקיף ייחפך ל"מזכרת מהעסקה", שתשכון ברוב כבוד ב-Lucite¹²² plastic cubes, מבלי שמישהו, למעט מנסחי התשקיף והצוות הממונה על אישורו ברשויות, יעיין בו. הסכנה בכך אינה רק שהמשקיע "יוותר" על ההגנה שהמחוקק כה רוצה להעניק לו. החשש העיקרי הינו שהדבר יביא לידי ירידה ברמת הבדיקה והאימות של המידע הכלול בתשקיף. הסכנה של החלשת האמינות של המידע תגבר ככל שהאפשרות לגיוס כספים on-line תביא לידי גידול במספר ההנפקות ללא חתמים.¹²³ זאת משום שבהיעדר חתמים, לא תבצע במהלך הכנתה של ההנפקה "בדיקת הנאותות" (Due Diligence) המקיפה שהחתמים עורכים.¹²⁴ אין ספק שרצוי למנוע תוצאה כזו.

פתרון אפשרי הינו לאמץ כללים שיאסרו לפרסם מידע חדש באינטרנט בתקופה של גיוס ההון, אך יאפשרו לפרסם מידע קיים בדרך שונה וידידותית יותר למשקיע. כך, למשל, יהיה ניתן להוסיף לאתר האינטרנט של המנפיקים סיכום קצר של עיקרי התשקיף בלשון שונה מזו שבתשקיף, ויהיה ניתן לאפשר למנפיקים ליצור קשר אינטראקטיבי עם המשקיעים. כאמצעי הגנה על המשקיעים, יחוייבו המנפיקים להוסיף למידע קישורית למאגר המידע שהדיווחים הפורמליים מועברים אליו. כך יינתן למידע המעמד החוקי של דיווח לרשויות ויחולו לגביו כל כללי האחרייות החלים על דיווחים כאמור. תפקידו של התשקיף בשיטה כזו יהיה אם-כן בעיקר לשמש אכסניה משפטית להצהרות ומצגים, וכך יהיה ניתן לתבוע את המעורבים בהכנת התשקיף בגין פרטים חסרים או מטעים. התשקיף

122 ראו: Sobol, *supra* note 92, at pp. 112-113; וכן ראו: Howard M. Friedman *Securities Regulation in Cyberspace* (New York, 2nd ed., 1998) 5-10.

123 קוביות פלסטיק, ובתוכן צילום מוקטן של כריכת התשקיף, שנוהגים לחלקן כמזכרת מן ההנפקה למעורבים במלאכת התשקיף (עורך-דין, רואה-חשבון, רו"ח, חתמים וכולי).

124 ראו דיון לעיל, בפרק ג, סעיף (2).

לא ישמש אומנם כמסמך שיווקי, אך המטרה של שמירה מפני אובדן אמינותו של המידע תושג.¹²⁵

(ב) דיווחים שוטפים

הגילוי השוטף בשוק המשני נעשה באמצעות דיווחים עיתיים: דו"ח תקופתי מתפרסם אחת לשנה, דו"חות כספיים אחת לרבעון ודו"חות מידיים כל אימת שאירוע יוצא-דופן מתרחש בתאגיד.¹²⁶ שיטה זו, שבה רוב הגילוי השוטף נעשה במועדים קבועים מראש והודעות אחרות נעשות רק לגבי אירועים יוצא-דופן, מתאימה לעידן הנייר שבו הפצתם של מסמכי הגילוי היתה עניין לא-פשוט, מורכב ויקר. הדבר מתאים פחות לעידן התקשורת האלקטרונית, שבה ניתן להפיץ את המידע לקהל הרחב בקלות ובזול. אין כיום סיבה לא לנצל את העובדה שמשקיעים מחוברים לאינטרנט על-מנת לספק מידע מתמשך על מצב התאגיד שבו הם מושקעים. דרך אפשרית להספקת מידע באופן מתמשך הינה לשנות את הדפוס המסורתי, שעיקר הדגש בו מושם בהגשת דיווחים מפורטים במועדים קבועים, ולהמירו ב"תיק מידע אלקטרוני" של התאגיד.¹²⁷ תאגידי נסחרים ייצרו "תיקי מידע" שיכילו את כל המידע החשוב לגביהם, ותוטל עליהם חובה לעדכן את המידע המצוי בתיקים כל אימת שחל בו שינוי. כך, למשל, אם ייקבע שאחד הנושאים שייכללו בתיק המידע יהיה מצבת השעבודים של התאגיד, תוטל עליו חובה לעדכן את תיק המידע האלקטרוני שלו כל אימת שירשום שעבוד נוסף על נכסיו או יסיר שעבוד כלשהו. תכיפות העדכון של כל נושא תיקבע בהתאם לעלויות הכרוכות בגילוי. ההתחשבות בעלויות הגילוי הישירות תביא

125 החתמים עורכים בדיקת נאותות שכן הדין מטיל עליהם אחריות לתוכן התשקיף (סעיף 31 לחוק ניירות-ערך). אחת הדרכים לשלול את האחריות הינה להראות שננקטו כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה בתשקיף פרט מטעה (סעיף 33 לחוק ניירות-ערך). בדיקת נאותות נחשבת אמצעי נאות כאמור. כמו-כן, מאחר שקיומם של החתמים תלוי בפריחתו של שוק-ההון, יש להם אינטרס לדאוג לטיפוחו. הם עורכים בדיקות נאותות להבטחת הגינותן של ההנפקות המלוות על-ידיהם על-מנת למנוע נזקים העלולים להגיע משקיעים להדיר את רגליהם מן השוק. (לדיון בתפקיד החתמים כ"שומר-סף" ראו פרק ג, סעיף (2) לעיל.)

126 ראו: Coffee, *supra* note 79, at p. 1208.

127 תקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970, ק"ת 2037 (להלן: תקנות הדיווח השוטף) ותקנות ניירות-ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים) התשנ"ג-1993, ק"ת 466. בנוסף לכך, מתפרסמים דיווחים הנוגעים לעסקאות ספציפיות. ראו למשל תקנות ניירות-ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000, ק"ת 314, תקנות ניירות-ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), תש"ס-2000, ק"ת 834, תקנות ניירות-ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), תשס"א-2001, ק"ת 430 וכדומה. לפירוט בדבר דיווח שוטף בישראל ראו יורם דנציגר הזכות למידע אודות החברה (תש"ס) 309-348; יוסף גרוס חוק החברות החדש (מהדורה שנייה, תש"ס) 147-166; רונן עדיני דיני ניירות-ערך (תשס"ד) 199-273. לפירוט בדבר חובות הדיווח השוטף בארצות-הברית ראו: Thomas L. Hazen *The Law of Securities Regulation* (St. Paul Minn., 4th ed., 2002) 409-431.

לידי כך שהחוק ידרוש לעדכן נתונים שאיסופם וארגונם הם עניין יקר לעיתים רחוקות יותר מאשר נתונים שזול ופשוט להגיע אליהם. כך, תאגיד יידרש לעדכן לעיתים תכופות, אם לא באופן מיידי, נתונים זמינים, המצויים בידיעת הנהלתו של התאגיד, כגון שינויים במצבת השעבודים. התאגיד יידרש לעדכן מידע שעלויות הגילוי הישירות שלו גבוהות, כגון מידע שדורש מומחה חיצוני על-מנת להעריכו לעיתים רחוקות. עם זאת, אם מידע כזה מצוי בידו, יהיה עליו לפרסמו לציבור. דוגמה לכך הינה שווי נכסי מקרקעין שבבעלות החברה. תאגיד לא יידרש להזמין חוות-דעת שמאית רק כדי לפרסם לציבור נתונים של שווי המקרקעין, אך אם תהיה לו חוות-דעת כזו, כגון שהדבר נדרש על-ידי הבנק לשם מתן אשראי, יהיה עליו לכלול את חוות-הדעת בתיק המידע האלקטרוני שלו. ברור שכללי הדיווח המתמשך יצטרכו להתחשב גם בעלויות הגילוי העקיפות של התאגיד. התחשבות בעלויות של אובדן ההזדמנויות, דהיינו החשש שגילוי רב מדי יפגע ביכולת התחרות של התאגיד, תביא לידי צמצום הנושאים שחובת הדיווח המתמשך תחול עליהם, באופן שתאגיד לא ייאלץ לגלות מידע שעצם חשיפתו עלולה לפגוע בו.¹²⁸ התחשבות בעלויות האחריות, דהיינו החשש שגילוי מתמשך יביא לידי גידול במספר התביעות שעניינן גילוי מטעה או חסר, תצריך קביעת כללים ברורים ומפורטים לגבי האחריות לגילוי¹²⁹ וכן הוספת נמלי-מבטחים (Safe Harbors) חדשים (נוסף לאלה הקיימים כיום),¹³⁰ אשר ישללו אחריות לגילוי במקרים המתאימים, והוספת מחסומים חדשים מפני תביעות תביעות-סרק קנטרניות של משקיעים.¹³¹

128 ראו: Langevoort, *supra* note 99, at pp. 770-777.

129 הדין הקיים מכיר בנסיבות שתאגיד רשאי להימנע בהן מגילוי העלול לפגוע בו. בארצות-הברית, הכירה ה-SEC באפשרות להימנע מגילוי במקום שהדבר עלול לפגוע בתאגיד. דוגמות לכך הינן ה-MD&A, שבו מותר להימנע מגילוי מסיבות מוצדקות מבחינה עסקית, ו-Reg S-K הכולל הוראות מספר שלפיהן מותר לא לגלות מידע רגיש. (ראו: Securities Exchange Act, Item 101(c) (ii)). בישראל, רשות ניירות-ערך רשאית לפטור תאגיד מפרסום מידע הנוגע לסוד מסחרי (סעיפים 19 ו-36 לחוק ניירות-ערך; חברה רשאית לעכב פרסום כאשר עצם חשיפת המידע לציבור עלולה למנוע השלמת פעולה שלה או עסקה שהיא צד לה או להרע באופן ניכר את תנאיה (תקנה 36 לתקנות הדיווח השוטף, לעיל הערה 127; סעיפים 33ג) ו-34ג) לתוספת לתקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, ק"ת 1794). החלה של חובת גילוי מתמשך תצריך הרחבה של הנסיבות האמורות.

130 ראו להלן הערה 148.

131 נמלי-מבטחים (Safe harbors) קיימים כיום בארצות-הברית, בעיקר בכל הנוגע בפרסום מידע הצופה פני עתיד. בישראל, הגנה מפני אחריות למידע הצופה פני עתיד מצויה כיום בסעיף 32א לחוק ניירות-ערך. סעיף זה הוסף במסגרת חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד-2004, ס"ח 247 שיישם את ההמלצות של ועדת ברנע, להלן הערה 138.

4. מעבר משיטת "רישום עסקה" (Transactional Registration) לשיטת "רישום חברה" (Company Registration)

למעשה, השינוי שהצענו לגבי הדיווח השוטף – מעבר מדיווחים עיתיים, המתפרסמים במועדים הקבועים בחוק, לדיווח מתמשך באמצעות תיק חברה אלקטרוני – מוביל אותנו להצעה רחבה יותר שהינה מעבר משיטת הגילוי הנוהגת כיום, שיטת "רישום עסקה" (transactional registration), שבה, כאמור, סוג העסקה המתבצעת מכתיב את הסוג של מסמך הגילוי שאותו יש לפרסם והמבחינה בין הגילוי בשוק הראשוני לגילוי בשוק המשני, לשיטה של "רישום חברה", שבה יפורסם מידע באופן מתמשך, כך שבעת גיוס הון מן הציבור, לא יהיה כלל צורך בפרסום תשיף.

ההבחנה החדה בין כללי הגילוי בשוק הראשוני לכללי הגילוי בשוק המשני היתה במידה רבה תולדה של אירועים היסטוריים.¹³² המגמה כיום הינה לאחד את היקף הגילוי הנדרש בשני השווקים.¹³³ הדבר בא לידי ביטוי ברפורמות בכללי הגילוי, כגון הרחבתו של היקף הגילוי הנדרש במסגרת הדיווח השוטף; אימוץ שיטת ה-Integrated Disclosure, המאפשרת, בין היתר, גילוי בדרך של הפניה למסמכי גילוי קודמים שפורסמו על-ידי התאגיד; הכרה בתשקיפי-מדף (Shelf Registration) וכולי. הרפורמות הללו בארצות-הברית החלו כבר בשנות השמונים.¹³⁴ בישראל, שקיימת בה תופעה בולטת של "אמריקאניזציה" של דיני ניירות-ערך,¹³⁵ התקבלו בשנת 2004 השינויים בחוק ניירות-ערך ובתקנות מכוחו, שינויים שיושבו-הראש של רשות ניירות-ערך הכתירם כ"מהפכה בחוק ניירות-ערך",¹³⁶ כחלק מיישום ההמלצות של ועדת ברנע.¹³⁷ עד לשינויים האמורים היה קיים בישראל שוני בין

132 בארצות-הברית, למשל, חוקק בשנת 1995 ה-Private Securities Litigation Reform Act שמטרתו למנוע הגשת תובענות ייצוגיות קנטרניות ותביעות-סרק כאמור.

133 חוקי הגילוי בארצות-הברית נחקקו בתגובה למפולת הגדולה שהתרחשה בשוק-ההון, והוא בחר, בין היתר בשנת 1929. הנשיא רוזוולט היה להוט לבצע במהירות רפורמה בשוק-ההון, והוא בחר, בין היתר מטעמי נוחות, להתחיל במלאכת החקיקה שלו בנושא גיוס הון מן הציבור, דהיינו גילוי בשוק הראשוני. כך נחקק בשנת 1933 ה-3 *supra* (Securities Act). ה-Securities Exchange Act, *supra* note 3, שעניינו גילוי בשוק המשני, נחקק אחריו בשנת 1934.

134 המלומד Cohen קרא לרוויזיה של חוקי הגילוי עוד בשנת 1966. במאמרו הנודע "Truth in Securities Revisited", כתב Cohen שכללי הגילוי היו נראים אחרת אילו נחקקו בסדר ההפוך, דהיינו אילו היה דווקא הדיווח השוטף הבסיס להם, ולא התשיף, או אילו היו כל הכללים נחקקים כמקשה אחת, ולא בחלקים. הוא קרא ליצור שיטת גילוי חדשה שתהיה מבוססת דווקא על גילוי מתמשך. ראו: Milton H. Cohen "Truth in Securities Revisited" 79 *Harv. L. Rev.* 1340 (1966).

135 לתיאור התהליכים בארצות-הברית ראו: Joel Seligman "Gottersammerung for the Securities .Act?" 75 *Wash. U. L. Q.* (1997) 887.

136 לתופעת "האמריקאניזציה" של דיני ניירות-ערך הישראליים ראו לאה פסרמן-יוזפוב "דיני ניירות-ערך – התפתחויות ומגמות חדשות" קריית המשפט ה (תשס"ה) 123.

137 טל אבן-זהב ואיל ניגר "אודות דיווח משופר ונמל מבטחים – סקירה על תיקון 23 לחוק ניירות-ערך, התשכ"ח-1968 והתקנות ליישומו" תאגידים א (4) (2004) 42.

היקף המידע שחברות נדרשו לכלול בתשקיף לבין היקף המידע שאליו נדרשו להתייחס בדיווח השוטף. הדבר יצר פער בין היקף הגילוי בשוק הראשוני להיקף הגילוי בשוק המשני. המלצה מרכזית של ועדת ברנע היתה לסגור פער זה.¹³⁸ היא הציעה לקבוע מערכת הוראות אחת שתכלול את דרישות הגילוי בדבר עסקי החברה. מערכת הוראות זו תחייב את החברה, תוך התאמות מספר, הן בעת שהיא מציעה לראשונה את ניירות-הערך שלה לציבור והן בהמשך הדיווח השוטף.¹³⁹ המלצה זו של הוועדה הושמה, ותיאור התאגיד בדו"ח התקופתי נעשה כיום במתכונת זהה לזו שבתשקיף.¹⁴⁰ הוועדה ציינה כי העלאת הרמה של הדיווח השוטף תאפשר הקלה משמעותית בגיוסי הון חוזרים של חברות נסחרות, שכן החברות יוכלו לערוך גיוסים מן הציבור באופן פשוט יחסית תוך שימוש בהכללת מידע על דרך ההפניה אל הדיווחים השוטפים הנמצאים בציבור, שיהיו מפורטים ומקיפים ויכילו את הפרטים החשובים למשקיע לצורך קבלת החלטות השקעה. כך, הליך של גיוס הון על-ידי חברה נסחרת יהיה חלק ממהלך העסקים הרגיל, ולא יהווה מהלך יוצא-דופן מבחינת הקשיים הכרוכים בו, או קפיצת-מדרגה מבחינת זרימתו של מידע למשקיע.¹⁴¹ הסתת מרכז-הכובד של הגילוי לעבר הדיווחים השוטפים מודגש במפורש בדברי הוועדה, בקובעה:¹⁴²

"במצב דברים זה יהיו הדיווחים השוטפים (הדו"ח התקופתי בעיקרו), הלכה למעשה, את מוקד המידע המרכזי על החברה גם כאשר היא מציעה את ניירות-הערך שלה לציבור, וזאת משום שהמידע בתשקיפים חוזרים יתבסס בעקרו על הדיווחים השוטפים תוך הכללתם בדרך של הפניה."

ברור איפוא שהמגמה כיום הינה להשוות את היקף הגילוי הנדרש בשני השווקים. לטעמנו, אם אין מקום להבחנה בין המידע החייב בגילוי בשני השווקים, אין ממילא מקום להבחנה בין הסוגים של מסמכי הגילוי המתפרסמים בהם. אנו מציעים אם-כן לבטל את

138 הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו, הידועה בכינוי "ועדת ברנע", על-שם מי שעמד בראשה, פרופסור אמיר ברנע, הינה ועדה ציבורית שהוקמה בשנת 2000 על-ידי עורכת-דין מירי כץ, בעת שכהנה כיושבת-ראש של רשות ניירות-ערך. הוועדה התבקשה לעדכן את דיני ניירות-הערך הישראליים ולהתאימם להתפתחויות שחלו מאז נחקקו. הוועדה פרסמה את המלצותיה בשנת 2001. בשנת 2004 התקבלו לחוק ניירות-ערך ולתקנות לפיו תיקונים שנועדו ליישם את המלצות הוועדה. התיקונים הינם בעיקרם חוק ניירות-ערך (תיקון מס' 23), לעיל הערה 131; תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), לעיל הערה 95; ותקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), לעיל הערה 95. לסקירת ההמלצות של הוועדה והשינויים בחוק ראו שם; פסרמן-יופוב, לעיל הערה 136, בעמ' 135.

139 דו"ח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו, (יו"ר - פרופ' אמיר ברנע, ניסן תשס"א - מרס 2001), בעמ' 9 (להלן: דו"ח ועדת ברנע).

140 שם, בעמ' 36.

141 תקנה 8 לתקנות הדיווח השוטף, לעיל הערה 127.

142 דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 139, בעמ' 9.

ההבחנה בין מסמכי הגילוי הנדרשים בשוק הראשוני לאלה הנדרשים בשוק המשני. במקום לדרוש פרסום מסמך הקרוי תשקיף בעת גיוס הון מן הציבור, ופרסום מסמך הקרוי דו"ח תקופתי בעת שאין גיוס הון מן הציבור, (כאשר למעשה, תיאור עסקי התאגיד הנדרש בשני המסמכים הינו אחיד, ופעמים רבות הגילוי במסמך האחד נעשה בדרך של הפניה למסמך האחר), ניתן לדרוש גילוי אחד מתמשך. קיומו של מידע עדכני בשוק-ההון לגבי המנפיק ייתר את הצורך בפרסום תשקיף בעת גיוס הון מן הציבור. רעיון זה אינו זר לדין. צעד ראשון בכיוון זה נעשה בישראל בחוק ניירות-ערך (תיקון מס' 26), התשס"ה-2005, שהוסיף את האפשרות להנפיק בישראל על-פי "תשקיף מדף". ייחודו של תשקיף זה הינו בכך שהוא מאפשר להציע על-פיו ניירות-ערך פעמים מספר, במועדים שונים, במהלך תקופת הזמן הקבועה בחוק.¹⁴³ זאת לעומת תשקיף רגיל, שגיוס ההון על-פיו מוגבל לתקופה קצרה לאחר מועד פרסומו. האפשרות להשתמש בתשקיף-מדף מוגבלת לתאגידים מדווחים, והיינו תאגידים שחוק ניירות-ערך חל עליהם והם מגישים דיווחים שוטפים כנדרש על-פי החוק.¹⁴⁴ הנימוק לאפשרות ההנפקה על-פי תשקיף-מדף היה שעם השוואתה של רמת הדיווח השוטף לרמת הדיווח בתשקיף, המידע לגבי התאגידים המדווחים מצוי בשוק, ועל-כן ניתן לוותר על הדרישה לפרסם תשקיף חדש לכל הצעה.¹⁴⁵ עם זאת, חוק תשקיף-מדף שומר עדיין על הדרישה הבסיסית לפרסם תשקיף, הכפוף לקבלת היתר מרשות ניירות-ערך, והאפשרות לגייס הון על-פיו מוגבלת בזמן. אנו מציעים ללכת שלב אחד הלאה, ולוותר כליל על הדרישה לפרסום תשקיף בעת גיוסי הון חוזרים. מנפיק יעשה רישום ראשוני חד-פעמי של החברה (Company Registration) שיהיה כרוך ביצירה של "תיק חברה", ולאחר-מכן הוא יעדכן את המידע המצוי לגביו בתיק באופן שוטף.¹⁴⁶ "תיק החברה" יהיה, כמובן, "תיק אלקטרוני" שפרטיו ניתנים לאיתור מהיר באמצעות כל אינטרנט ביתי. יצירת "תיק אלקטרוני" תנצל את התכונות הייחודיות של הטכנולוגיה – הקלה על אחסון, שחזור ושליפה מהירה של מידע, וכן הוזלה של עלויות המידע והאצה של מהירות הטמעתו

143 דו"ח ועדת ברנע, לעיל הערה 138, בעמ' 82-83.

144 התקופה שנקבעה בסעיף 23א(א) לחוק ניירות-ערך הינה עשרים וארבעה חודשים מיום פרסום התשקיף; בהנפקה של ניירות-ערך מסחריים, התקופה שבה ניתן "להשתמש" בתשקיף מוגבלת לשנים-עשר חודשים בלבד (סעיף 23א(ג) לחוק ניירות-ערך).

145 לפירוט המגבלות ראו תקנה 1 לתקנות ניירות-ערך (תנאים להצעה על-פי תשקיף מדף), התשס"ו-2005, ק"ת 27.

146 ראו הודעת רשות ניירות-ערך מיום 10.8.2005 – "ועדת הכספים אישרה תקנות המאפשרות הנפקה על-פי תשקיף מדף", נגיש ב-<http://www.isa.gov.il/news/news.asp?ID=289&inPa=ge=24&active=pirsum> (20.7.06). במועד שבו מציע רוצה להציע בפועל ניירות-ערך על-פי תשקיף-המדף, עליו להגיש לרשות ניירות-ערך דו"ח על ההצעה (להלן: דו"ח הצעת-מדף) הכולל כל שינוי או חידוש שאירעו בכל עניין שיש לתארו בתשקיף-המדף (המציע יכול לכלול פרטים אלה על דרך של הפניה), וכן פרטים הנוגעים בהצעה הספציפית, כמפורט בתקנה 4 לתקנות ניירות-ערך (הצעת מדף של ניירות-ערך), תשס"ו-2005, ק"ת 27. דין דו"ח הצעת-מדף כדין תשקיף. עם זאת אין הוא טעון היתר מרשות ניירות-ערך (סעיף 23א(ז) לחוק ניירות-ערך).

בשוק. מאחר שבתיק החברה יהיה קיים כל העת מידע עדכני זמין לציבור, יוכל מנפיק שיהיה "רשום" להציע ניירות-ערך לציבור כל אימת שיחפוץ מבלי שיידרש כלל לפרסם תשקיף בגין כל הצעה כאמור.¹⁴⁷ כל שיהיה עליו לעשות במועד של גיוס ההון הוא להוסיף ל"תיק החברה" מסמך שיתאר את פרטיהם של ניירות-הערך המוצעים, אך לא את התאגיד עצמו.¹⁴⁸

147 כאמור לעיל סוג המידע ותכיפות העדכון של כל אחד מהנושאים ייקבעו בהתחשב במאזן הראוי בין עלויות הגילוי לבין תועלתו.

148 ראו: Merritt B. Fox "Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era" 75 Wash. U. L. Q. (1997) 903, 905. ניצנים לשיטה המבוססת על "רישום חברה" (Company Registration), להבדיל מ"רישום עסקה" (Transactional Registration), ניתן למצוא בארצות-הברית בדו"ח ה-Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Process (להלן: "Comm' on Capital"), לאמור: "The Committee generally concluded that, in order to achieve these goals, the focus of the regulatory process in the post-initial public context should be shifted from registering transactions to registering companies, with a corresponding emphasis on better ensuring the accuracy and integrity of continuing disclosure. As a consequence of this conceptual shift, once a company is registered and filing the required public reports, all the securities that the company or its affiliates sell thereafter would be deemed registered for purpose of the Securities Act, investors would be more fully protected in more transactions, and the issuer would be able to offer and sell its securities without any regulatory delay in virtually all cases." (Securities and Exchange Comm'n, Report of the Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Process, [1995-1996 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 85,834 at 88,403 (Apr. 24, 1996) at pp. 3-4 available at: www.sec.gov/news/studies/capform/reptintr.txt (22.7.06).

דבר דומה נדרש כיום במתאר שיש לפרסם בהקצאה לעובדים. ראו תקנות ניירות-ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות-ערך לעובדים), התש"ס-2000, ק"ת 617. לשם השלמת התמונה נעיר כי החשש העיקרי ממעבר לשיטת הגילוי המתמשך הינו שהדבר עלול לפגוע באמינות הגילוי. המעבר מפרסום תשקיף, שהינו מסמך גילוי מרכזי המתפרסם סמוך לאירוע של גיוס הון מן הציבור לגילויים מתמשכים, כאשר כל אשר נדרש בעת גיוס ההון הינו לצרף אליהם מסמך נוסף קצר המתאר את ניירות-הערך המוצעים, עלול להביא לידי אובדן הקפדנות היתרה הנלווית לכתיבתם של מסמכי הגילוי. המלומד Cox תיאר זאת בלשון ציורית, שלפיה הדבר עלול לפגוע ב"בלמי המהירות" (Speed Bumps) של המנפיקים, ראו: James D. Cox "The Fundamentals of an Electronically-Based Federal Securities Act" 75 Wash. U. L. Q. (1997) 857, 875-882. לקח את הביטוי מדו"ח ה-Comm' on Capital, *ibid*. כיום, בשל מרכזיותו של התשקיף, ובעיקר בשל האחראיות הכבדה (הן האזרחית והן הפלילית) הכרוכה בו, מנפיקים ניגשים לניסוחו במשנה זהירות, עורכי-הדין שלהם קוראים את התשקיף שוב ושוב על-מנת לוודא שאין בו פרט מטעה או שאינו חסר דבר, והחתמים עורכים לגביו "בדיקות נאותות" מקיפות. גם מנפיקים הזוכים ב"הקלות" בתשקיף, כגון מנפיקים הממלאים את תנאי ה"הכללה על דרך ההפניה" ורשאים על-פי דין להפנות בתשקיפים שלהם לדיווחים קודמים,

פרק ד: סיכום ומסקנות

מטרתו של מאמר זה היתה לבדוק אם בעידן של אוטוסטרדת-המידע יש עדיין מקום להטלתה של חובת גילוי מנדטורית בדיני ניירות-ערך. ראינו כי אף-על-פי שהטכנולוגיה המודרנית מאפשרת הפצה מהירה, זולה והמונית של מידע, אין היא מייתרת את הצורך בקביעה של חובת גילוי מנדטורית. הטכנולוגיה מקטינה אומנם את העלויות הישירות של הגילוי (עלויות של איסוף מידע והפצתו), אך הגילוי כרוך גם בעלויות עקיפות. כל עוד יחששו התאגידיים הנסחרים שגילוי יביא לידי הגדלת העלויות של אובדן הזדמנויות ועלויות האחריות שלהם, חשש שאף עשוי לגבור בעידן התקשורת ההמונית, אין סיבה לחשוב שכוחות-השוק יבטיחו גילוי אופטימלי מבלי שתהיה קיימת חובת גילוי על-פי חוק. עם זאת, כשם שברור שטכנולוגיית המידע אינה סיבה לביטולה של חובת הגילוי, כך ברור שהיא סיבה טובה לעשיית שינויים בכללי הגילוי הקיימים. יש להתאים את כללי הגילוי להשלכות של החידושים הטכנולוגיים – לעובדה שמידע שהיה בעבר נחלתם של "מקצועני השוק" נעשה נגיש למשקיע ה"ממוצע", וגם לתוצאה האפשרית שבשוק-הון וירטואלי, שבו מנפיקים יכולים להגיע ישירות למשקיעים, יאבדו הפונקציות של החתמים והמתווכים הפיננסיים המשמשים כ"שומרי-הסף" (gatekeepers) של שוק-ההון. כמו-כן כדאי לנצל את האפשרויות הגלומות בטכנולוגיה החדישה. שימוש יעיל בכלים הטכנולוגיים יהיה מעבר משיטת הגילוי הנהוגה כיום, המבוססת על "רישום עסקה" ומבחינה בין גילוי בשוק הראשוני לבין גילוי בשוק משני, לשיטה המבוססת על "רישום חברה", שלפיה, באמצעות האמצעים המקוונים, יסופק מידע על התאגיד באופן שוטף, ללא תלות בעסקה המסוימת העומדת על הפרק.

רואים בדרך-כלל בעצם פרסום התשקיף זמן מתאים לבדיקה מחודשת של דיווחים שפורסמו על ידיהם בעבר (יש המרחיקים לכת, וטוענים שהעובדה שאותם מנפיקים יודעים כי ייתכן שהדיווחים השוטפים ייכללו בעתיד בתשקיף, מניעה אותם לשפר את איכותם של אותם מסמכים כבר בעת כתיבתם) (ראו: Cox, *ibid*, at p. 904). יש לוודא ששיטה שהדגש שלה יהיה מידע מתמשך על התאגיד, ולא מידע על "עסקה", לא תביא לאובדן אותה "אתנחתא" של התאגידיים לשם אימות ווידוא המידע המפורסם על-ידיהם. לשם כך יש לוודא שרמת האחריות החוקית שתוטל בגין הדיווח המתמשך וכן זהות האחראים לגילוי כאמור ייקבעו באופן שיבטיח שלא תיגרם פגיעה באמינותו של הגילוי. דיון נרחב באחריות לגילוי חורג ממסגרת מאמר זה. עם זאת נציין כי פתרון פשוט להבטחת האמינות של הגילוי בשיטה של גילוי מתמשך הינו קביעה שהאחריות לגילוי המתמשך וזהות האחראים לו יהיו זהים לאלה החלים כיום בקשר לפרסום תשקיף. כיום, סעיף 338 לחוק ניירות-ערך (שהוסף לחוק ניירות-ערך במסגרת תיקון 23), לעיל הערה 131, קובע שהאחריות לגילוי השוטף תהיה זהה לאחריות לתשקיף. ניתן לקבוע הוראה דומה גם לגבי גילוי מתמשך.