

ניירות ערך

15.2.2011 שיעור 1

סוכם ע"י רונית גראו

מדוע אנו זקוקים לדיני ניירות ערך?

בעבר תופעות ידועות של תרמית, השקעות שיורדות לטימיון. יש לאזן בין רגולציה המגנה על המשקיעים לבין עידוד הסחר החופשי. החוק צריך להעניק למשקיע יכולת לקבל החלטה מושכלת לגבי השקעת כסף.

רקע היסטורי:

בעבר - תופעה ידועה - משקיעים מפסידים את כספם, יש צורך ברגולציה. ניצוץ הרגולציה הראשון - אדוארד הראשון, מועצת עיר שרק היא תאפשר לסחור בזכויות כספיות של אחרים.

שני חוקים פדרליים עיקריים בארה"ב:

■ Security act of 1933 - כיצד נרשמים למסחר בבורסה

■ Exchange act of 1934 - כיצד קונים ומוכרים מניות, הסדרת המסחר והמידע למשקיעים

חוקי ניירות הערך בעולם מחייבים את החברות לספק מידע ספציפי למשקיע, כדי שאותו משקיע יוכל לקבל החלטה לגבי השקעתו באותו נייר ערך, יצירת מסחר הוגן.

1914 - ברנדיס - אור השמש הוא המחטא הטוב ביותר כלומר "אור השמש הוא המטהר הטוב ביותר, ואור המנורה הוא השוטר היעיל ביותר" (1914), באומרו כך התווה את עיקרון השקיפות במערכות הציבוריות כתרופה לשחיתות.

למרות הרגולציה חברות ענק קורסות - כיצד ייתכן שלמרות הרגולציה חברות נופלות? בארה"ב מחוקקים את ה - Sarbanes Oxley act - 2002, (גם בישראל חלק מהחברות עומדות בסטנדרט) - הרחבה של חובת הגילוי הנאות: חתימה של מנכ"ל החברה/מנהל הכספים על דוחותיה הכספיים, משמעות - אחראים על תוכנו, אם לא ימצא הדוח כנכון - 20 שנות מאסר. בנוסף - חובת מבקר, רו"ח נוסף שעובר על הדוחות הכספיים.

כלל החוקים שלעיל, שנחקקו להגן על משקיעים בניירות ערך, נקראים - The blue sky laws - מספקים הגנה למשקיעים; אכיפת פדרלית נעשית על ידי ה - Securities Exchange Commission.

כל הבורסות חייבות להיות רשומות על ידי ה - SEC או לקבל פטור;

מהו נייר ערך?

דוגמא, 1946 ארה"ב: חברה בעלת אופרציה לעיבוד חקלאי, מנסים להקדים את הרווחים - להביא מראש את המשקיעים - נותנים למשקיעים הזדמנות להרוויח. הנכד הולך בעיירה - מציע - חוזי שירות לחלקות לעשור, כל אדם שירצה יכול לקנות זכות בחלקה, החברה תדאג לכל השאר. המשקיעים אכן מרוויחים, והחברה מתפתחת.

הרשות לניירות ערך מגיעה לאותה חברה וטוענת: כי הם מציעים השקעות לציבור העוברות על החוק לניירות ערך; הויכוח סבב סביב השאלה - מהו המבחן להגדרת נייר ערך? בית המשפט המחוזי דחה את עמדת רשות ניירות הערך, אך בית המשפט העליון מצדיק את החלטת הרשות לניירות ערך: מבחן הציפייה לקבל רווחים מעבודה של אחר. כאשר אנחנו משקיעים במיזם מסוים ואנו מצפים לרווחים כתוצאה מעבודה של אחר - מבחן לקביעת נייר ערך או לאו.

החברה בדוגמא שלעיל - מי שניהל את החברה הם רק המשפחה, לא הייתה מעורבת של המשקיעים, למשקיעים הדבר החשוב ביותר היה - איזו תשואה יקבלו על ההשקעה; כאשר בית המשפט מבין את העובדות בצורה זאת - מגדיר - כי מדובר בנייר ערך.

קובע מבחן בן 4 רכיבים מצטברים:

השקעה של כסף + מיזם משותף + ציפיה לרווחים + אך ורק כתוצאה של עבודה של אחרים

שוק ההון - מפגש בין חברות שמגייסות כסף לבין המשקיעים, ספקי ההון.

יתרון לחברה – אינה צריכה להלוות מן הבנק, השוק מאפשר מעבר כסף יעיל בין חברה למשקיעים – הנפקה אחת, אין צורך בריבוי הסכמים.
המסחר לרוב הוא במניות של חברות ציבוריות, אך לא רק. יש גופים נוספים שיכולים לקדם השקעות – גופים מוסדיים.

שיעור 2 22.2.11

מבנה שוק ההון

שוק ההון היא זירה בה מתרחשים דברים רבים.

- **שוק הון ראשוני- אנו פועלים באופן בו אנו בהכרח צריכים לפגוש את המלווה שלנו.**
אנו נבדוק מי האדם, מה הרעיון שלו, מהי ההיסטוריה הבנקאית שלו ונחליט האם אנו מלווים לו כסף, או האם נהיה שותפים שלו. כל עסקה בין מי שמגייס הון למי שמספק הון היא פנים מול פנים.
- **שוק הון משני- בו מתקיים המסחר בני"ע.** בו ניתן לסחור באופציות, ני"ע, אג"חים, מבלי להפגיש בין הקונה לבין המוכר. למשל, אני מרימה טלפון לבנק או ליועץ ההשקעות ומבקשת לקנות מניות כאלו וכאלו, או אג"חים כאלו וכאלו- החברה לא יודעת שקנינו, וניתן לקנות בקלות או למכור. אין שום פרוצדורה ארוכה וזו הגדולה של השוק המשני. אם כל פעם שמישהו קונה מניה של טבע נצטרך לערוך רישום- זה יהיה מסורבל ויקר. יש חברה לרישומים- חברה שהיא חברה בבורסה, והיא חייבת להיות בגודל מסויים כדי להיות חברה בבורסה של ני"ע, וניתן לרשום אצל החברה לרישום. אם אני לקוח של חברת השקעות מסויימת היא תקפיד על רישום. סביר להניח שאם מדובר בחברה רצינית- יסתמכו על רישום זה. אם נרצה ללכת לאסיפה הכללית של החברה שבה אנו שותפים במניות אנו צריכים להוכיח כי אני בעל מניות- ניתן להוכיח באמצעות הרישום של החברה המהימנה.

גם הממשלה פועלת בשוק ההון, גופים מוסדיים רבים שמגייסים ולווים כספים לטובת פרויקטים שונים. ניתן בקלות לגייס 50 מיליארד ₪ לטובת בניית רכבת קלה בת"א.

חברה ציבורית בשם גולן מלאכת מחשבת- עודד טסה השתלט על השלד הבורסאי הזה. יום אחד הוא מגיע לדירקטוריון ואומר שה- 52 מליון ₪ שהיו בקופה הוצאו ולא נשאר כסף. זו דוג' לכך שאין אפשרות לשמור על הכסף וכל מה שיש זה האמון של בעלי המניות. הרגולציה אינה רגולציה שמחזירה את הכסף, והרשות לא אחראית בניזיקין על תשקיף לא נכון. החוק מקיים סנקציות פליליות בעבור תרמית בני"ע, ואז יש עונש מאסר פלילי. אך אין החזר כספי

אנו רוצים להאמין שאם נסתכל על נכסי הנדל"ן של החברה שווים 2 מיליארד ש"ח גם המניות יהיו שוות 2 מיליארד. פתאום רואים שלחברה אין עשירית מערכה וזה קורה הרבה בבורסה. זה קורה משום שהמשקיעים יודעים בד"כ את רוב המידע שצריך לדעת, ולא אחת כל מיני פקטורים שקורים בחברות משפיעים על תמחור המנייה. למשל, אם חברה אומרת שהיא תקיים תכנית מסויימת לשנים הקרובות ולא מקיימת- רואים שהיא לא מתנהלת טוב. אם החברה לא מחלקת דיבידנדים- זו בעיה, אם המנכ"לים עושקים את החברה- זו בעיה, ואז לא הרבה קונים וערכה יורד. יש לכך גם יתרונות: השתלטות- כאשר יש חברה שאינה מנוהלת כמו שצריך ולכן הערך של המנייה נמוך, אך יש לה נכסים יקרים, ואז קונים את החברה בסכום נמוך ויוצקים לפעילויותיה תוכן ומעלים את השווי שלה.

יתרון גדול הוא שני"ע תמיד יהיה נזיל מכירה מיידית- בניגוד למקרקעין או פקדון שנסגר לכמה שנים, בני"ע אין בעיה- מי שרוצה למכור את המניה יכול למכור אותה למרות שיכול להיות שימכור בהפסד אך המכירה היא מיידית. ני"ע הם נזילים וזה מהווה חלופה אטרקטיבית למשקיע כי מצד אחד ניתן למקסם רווחים, ומצד שני הם נזילים.

השוק המשני הוא השוק הגורם לנו למימד הנזילות הזה ומאפשר לנו להחזיק את הכספים לטווחי זמן קצרים ולדלג בין השקעה להשקעה. השווקים הפיננסיים מיוצגים ע"י מדדים שונים: מדד דאו ג'ונס, מדד ג'ונסון, ת"א 100, ת"א 25 (25 החברות הנסחרות בבורסה הגדולות בישראל). אנו מקבלים מידע רב על המדדים האלו וגם על התנהגות של חברות ובעלי שליטה בחברות.

חשיבות הרגולציה

חייבת לבוא לידי ביטוי בכך שכללי המסחר חייבים להיות הוגנים משום שהנחת היסוד שלנו צריכה להיות שהמשקיע אינו מבין בני"ע, לכן צריך לשמור עליו כדי שהוא יבין מה לעשות עם המנייה שלו. החובה לשמור על כללי מסחר הוגנים ולאכוף רגולציה על שוק ההון הוא תוצאה של המצב בו כל אחד יכול לגשת לבורסה. זה מחייב כללים הוגנים- המידע צריך להיות שוויוני, הוגן ומצוי בידי כולם בזמן.

איננו מצפים במסגרת פרסום המידע שהמשקיע יהיה חייב על מנת לבצע השקעה בני"ע, לבחון את החברה על כל צדדיה כדי לקבל החלטת השקעה בני"ע.

על משקיעים מהציבור חל כלל האדישות הרציונלית- משקיע מהציבור לא יטרח לבדוק לעומק את החברה בה הוא משקיע. הוא מניח, וזה נכון להניח מבחינה רציונלית, שמישהו אחר עשה את הבדיקות עבורו, ולאחר שהוא עשה את הבדיקות האלו קיבל החלטה. עומד בפניו מידע באתרי הבורסה ובעיתונות הכלכלית.

צריך לשקף חברות ולדעת מה בדיוק הולך בחברה וזה המשמעות של התשקיף. כאשר קובעים את הרגולציה לא רציונלי להניח שהמשקיע מהשוק יקרא את כל התשקיף וגם יבין אותו כמו שצריך. יש כל מיני בעלי תפקידים בשוק ההון שהם מקורבים לבנקים, לחברות עצמן, כלכלנים, אנליסטים הם אנשים שמחווים דעה על המהלכים שעשתה החברה, על תשקיף החברה, על תוצאות הדו"ח הכספי ברבעון מסויים. הדברים האלו זולגים לתקשורת- העיתונות הכלכלית, הטלוויזיה, ברדיו, ברחוב- ובסוף על סמך זה מישהו מקבל החלטת השקעה. לכן כיום יש בעיה. כי כשבית השקעות מסויים משקיע למשל באפריקה ישראל ויש לו אנליסט שאומר שהמניות יעלו כי לבית ההשקעות בו הוא עובד יש אינטרס שיגידו כך ושהמניות באמת יעלו. לכן חשוב לבדוק שמישהו לא קשור לגורם כלשהו ויש לו אינטרס שיטעה.

רגולציה- חקיקה של מערכת כללים המפקחים על השוק.

ועדת ידין

1968 חוק חוק ני"ע לראשונה בישראל

החוק מתמודד עם זה בכך שהוא מגן על צדדים שלא מקבלים מידע או לא אמורים לקבל מידע ביחס לעסקאות שנעשות בחברות ציבוריות. כלומר, כל פעם שחברה ציבורית מבצעת פעולה והיא חייבת בדיווח ולא מדווחת בפועל על מידע שנראה רלוונטי לקבלת החלטה על השקעה- אם חברה יודעת ולא מדווחת- מדובר בעבירה פלילית. למשל, מחלת נפש של מנכ"ל יכולה להיתפס כמידע רלוונטי.

הכלל בני"ע הוא הגילוי הנאות- רמת הגילוי המתבקשת מכל חברה.

הכלל האמריקאי הוא שבעסקאות מיזוג- אם אין מיזוג לא מדווחים. בישראל ניתן לדווח מתחילת המו"מ אך זו שאלה עסקית האם באמת חברה רוצה לדווח על כך בתחילת מו"מ והאם זה משתלם לה. מותר לדווח על כך- למרות שהמו"מ יכולים להיכשל ואז המניה יכולה לקפוץ ואז לרדת במהירות וזה יכול להיות מסוכן. אסור להתפתות לעסקאות ברחוב. משום שהסיכון כה גדול החוק לא מאפשר חוסר גילוי.

פס"ד ועקנין נ' מ"י- במסגרת דיון של ביהמ"ש העליון בעבירת התרמית הנשיא ברק דיבר על הרציונל של חוק ני"ע. הוא אמר שהמטרה של החוק היא "להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, להבטיח הגינות במסחר בני"ע, למנוע יתרון בלתי הוגן, לאפשר קיומו של שוק ני"ע משוכלל ובורסה תקינה, להבטיח מידע אמין שיאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה, לקיים את אמון הציבור בשוק ני"ע, לאפשר הכרעה רציונלית על בסיס מידע גלוי ונאות".

תרמית בני"ע

ס' 54 לחוק ני"ע הוא ס' מרכזי בחוק, והוא מדבר על תרמית בקשר לני"ע. תרמית בני"ע עונשה 5 שנות מאסר. התרמית אינה כה קשה- מספיק שהנעתי אדם לקנות או למכור מניות ויש לי אינטרס לכך- מדובר בתרמית.

ס' 54 א (2)- מי שהשפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ני"ע- ניתן ללכת מכאן לכל עיתון פיננסי ונגרם למניות לזוז. זו תרמית, ולא נכון בכלל לבצע השקעה עפ"י פרסום כזה או אחר, אלא צריך לבדוק את מצב החברה בטווח ארוך.

המבחן

שאלה גדולה עם 2-3 שאלות משנה. לרוב נצמד לאירועים כלכליים שהיו, ושאלה נוספת השווה 40 נק', ובנוסף, שאלה קטנה הנותנת בונוס של 10 נק'- מושגים.

שיעור 3 1.3.11

הרצה של מניה- לגרום לשער המניה להיות שונה או מנופח ממה שהוא בפועל בשל פעולות שונות המתקיימות בה.

לעיתים חלק מהדרגים הנמוכים של הבנקים לא ידעו כי מדובר בתרמית והציבור איבד את כספו וזה גרם להפסד כבד.

וועדת בייסקי קבעה כי המונח דרכי תרמית הוא קשה להגדרה, אך הוא כולל כל מקרה בו אדם מוסר ביודעין מידע כוזב במגמה להשפיע על מחירו של ני"ע.

הוועדה קבעה גם ביחס לס' 54 לחוק ני"ע (תרמית) כי בגדר אותו סעיף תיכלל גם המניפולציה הטיפוסית משום שההשפעה על הציבור עשויה להיעשות בדרכים שונות ומגוונות. מניפולציה טיפוסית הכוונה היא שלא צריך להיות מאוד מתוחכם כדי לגרום לך לרכוש ני"ע. לא חייבים להיות אקטיביים בתרמית, מספיק שאני אעלים עובדה רלוונטית. לדוג', אם אגיד שעומדים לבנות במרכז ת"א מגדל גדול וחברה ציבורית מחזיקה בקרקע. ואני אגיד שיבנו 88 קומות- יש כבר הרבה קונים וכו', יהיו קומות מסחר ואסביר את הפדיון כתוצאה מהמכירות האלה. וההיתר הוא בשלב זה רק ל- 40 קומות ולא ל- 88 קומות, או שעדיין אין היתר בנייה, או אפשרות גרועה עוד יותר- שהקרקע אינה לבנייה. האפשרות להוציא את הפרוייקט לפועל חסומה או לא קיימת במתכונת שאני מציג- זוהי תרמית.

אם המידע שניתן לי לא היה רלוונטי לשאלה האם המניה רווחית או לא, ולכן זה לא יגרום לקנות או למכור את המניה ואז אין בעיה וזו ההגנה הכי טובה לטענת תרמית.

החלק השני של עבירת התרמית נמצא בס' 54 (2): דרכי תרמית- סעיף סל. בכל פעם שנראה לביהמ"ש כי מדובר בדרכי תרמית- הוא יכול להרשיע. יש כאן שיקול דעת רחב ביותר של ביהמ"ש. הסיבה לכך הוא שבתחום של הפשיעה הכלכלית החוק לא מצליח להדביק את התחום של העבריינים בתחום ולכן עדיף לבחור מושגי שסתום כך שיצליחו לתפוס עבירות של תרמית בצורה יעילה.

חיבוץ- מכירה מיותרת, או מכירה מס' פעמים של אותו ני"ע כדי לגבות עמלות שלא היה צריך לגבות- זו עבירה אזרחית (משמעתית).

ועדת גבאי

לאחר וועדת בייסקי מונתה וועדת גבאי שהייתה אמורה לבחון את ההסדרים התחקיטיים הרצויים בשוק ההון. וועדה זו דנה ב- 3 עניינים עיקריים:

1. מניפולציה אסורה בני"ע.
2. שאלה של רכישת תאגיד את מניותיו- שהוסדר רק בשנת 2000.
3. הסדרת מקצוע הייעוץ בני"ע.

החשוב ביותר זה לפתח את שוק ההון ולהקפיד על יושרת והגינות השוק כדי שתמחור ני"ע יהיה מדויק ככל הניתן. מתוך ההנחה ששוק יעיל הוא ההגנה הטובה ביותר על המשקיע הקטן, שיוכל לסמוך על כך שהמחירים אכן משקפים את שווי של ני"ע.

3* דינים עיקריים יש לדיני ני"ע, מה שמטיל חובות על הפעילות בתחום:

1. הקבוצה הראשונה היא הקבוצה העוסקת **בחובות גילוי**- ככל שנקפיד על קיומן של חובות גילוי, נפחית את עלות המידע, עלות איתור המידע ועלות איסוף המידע.
2. הקבוצה השני עניינה **איסורים על תרמית ומניפולציה**- איסורים אלו מקטינים את עלות אימות אמינות המידע. הם מגבירים את היכולת להפיק תחזיות מדויקות- כלומר אנו רוצים להאמין שהדו"ח הכספי מייצג את מצבה האמיתי של החברה, ושהדיווחים המגיעים לרשות לני"ע ולבורסה הם דיווחי אמת.
3. קבוצה העוסקת **באיסור על מסחר במידע פנים**- התכלית היא לגונן על סוחרי המידע מפני תחרות מצידם של אנשי הפנים. לא היינו רוצים לקבל עוגת קצפת ללא הקצפת.

*רכישה עצמית מותרת אם המניה יורדת מסיבות לא ברורות ואז החב' אומרת שהיא מנצלת את העובדה שהערך שלהן נמוך כדי לרכוש עוד, אך לא אפשרית אם החב' עומדת להתרסק ורוצים להעלות באופן מלאכותי את הערך שלה ולהטעות את הציבור.

כלומר: אם הירידה היא עקב, עתיד החברה להתרסק, פשיטת רגל, אסור לעשות רכישה עצמית על מנת לעלות את ערכיה באופן מלאכותי.

כדי שחוק ני"ע יאכף הוקמה הרשות לני"ע מכוח חוק. המטרה שהוגדרה לרשות הייתה שמירה על ענייניו של ציבור המשקיעים. כלומר, הרשות לא אמורה לעשות הנחות לאף אחד מהחברות אלא לשרת את המשקיעים.

תפקידי הרשות:

1. מתן היתר לפרסום תשקיפים באמצעותם התאגידים מציעים ני"ע לציבור ועל פיהם מציעות קרנות נאמנות את היחידות שלהם לציבור.
2. הרשות עוקבת אחר הדוחות השוטפים שכל תאגיד חייב להגיש לאחר שהציע ני"ע לציבור בכל זמן שני"ע מצויים בידי הציבור, וזאת על מנת לעדכן את המשקיעים בהתפתחויות לאחר שני"ע כבר נסחרים בבורסה.
3. הרשות לני"ע מפקחת על ניהולה התקין של הבורסה לני"ע. זירת המסחר העיקרית בה רשומות החברות ומוחלפות המניות זה הבורסה לני"ע שפועלת לצד הרשות מכוח תקנות- זוהי חב' פרטית שיש לה רישיון משר האוצר. כדי לפקח על הבורסה הרשות בוחרת הצעות לתיקון תקנון הבורסה. תקנון הבורסה הוא תקנון של חב' פרטית שמסדיר את ההתנהלות של הבורסה. אנו מצפים שהרשות תאשר תיקון ותמליץ על כך בפני שר האוצר וועדת הכספים. לרשות יש כוח אם הבורסה רוצה לשנות את התקנון באופן משמעותי.
4. רישוי מנהלי תיקים ויועצי השקעות ופיקוח על מילוי חובותיהם בעבירות משמעת. כמו שעו"ד כפוף מבחינה אתית ללשכת עוה"ד, אותו הדבר ביחס לרשות לני"ע- כל הפעילים בשוק שיש להם רישיון כפופים לרשות באופן משמעותי.
5. הרשות עורכת חקירות לפי הוראת יו"ר הרשות בעבירות על חוק ני"ע, בעבירות על חוק השקעות ושותפות בנאמנות בעניין חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בניהול תיקי השקעות ובעבירה על תיקים נוספים הכרוכים בהשקעות אלו.
6. לאחר הרפורמה האחרונה- הרשות מסדירה את האכיפה המנהלית.

7. הרשות ייסדה ביחד עם לשכת רוה"ח את המוסד לתקינה חשבונאית, והיא שותפה שווה. עד לאחרונה כשחברה כתבה דו"ח כספי היא כתבה את הדו"ח לפי הערכים של החב' החשבונאית הספציפית שעשתה זאת. הבעיה הייתה שיש תקני חשבונאיות שצריכים לחול על כל החברות באופן גורף ולא לדבר בשפות שונות על כל חברה. **חברה שלא מדווחת לפי התקנים שנקבעו עפ"י המוסד עוברת על עבירת דיווח.**

הרשות לניירות ערך:

IFRS - שפה חשבונאית שמדברת על ערכים ריאליים של חשבונאות. השפה החדשה היטיבה עם החברות כי היא מאפשרת להם לתת ביטוי ריאלי מבחינת הערכת השווי.

תשקיף

אנו מדברים על חובת גילוי נאות וחובת תשקיף. אנו רוצים שחברה שנסחרת בבורסה תעבור משהו מקביל ל-MRI אצל בני האדם. **ס' 15 לחוק ני"ע קובע כי הצעה לציבור של ני"ע תהיה רק עפ"י תשקיף.**

פס"ד HAWI - הנכד הציע עיבוד של חלקות חקלאיות והפקת רווח לאחרים כשהם לא עשו דבר למעט חוזה שהם חתמו עליו. הדבר התפשט בעיירה והגיע לרשות לני"ע שאמרה שהוא הציע הצעה לני"ע ללא תשקיף. ביהמ"ש קבע שזה היה לא בסדר, ולכן היום אסור לנו להציע לציבור ני"ע ללא תשקיף- ואם נעשה זאת אנו עוברים על עבירה פלילית.

לא נוכל לפרסם את התשקיף טרם קבלת אישור מהרשות לני"ע. התשקיף הזה לאחר שיאושר, יופץ באמצעות "עושי שוק"- גופים המסייעים בהפצת המידע.

תקנה 2 לתקנות ני"ע מגדירה מה זה ציבור. לפי התקנה הצעה למשקיעים שמספרם עולה על **35 אנשים חייבת בתשקיף. האם כשתאגיד קונה ני"ע סופרים את בעלי המניות שלו במספר האנשים? ככלל- לא. אם זה יהיה כדי להימלט מהחוק אז זו תהיה עבירה של ני"ע.**

ש.ב.

ע"א 1617/04 כימ ניר שירותי תעופה בע"מ נ' הבורסה לני"ע בת"א בע"מ

שיעור 4 8.3.11

אם לא ינתן היתר לחב' לפרסם תשקיף היא לא יכולה לפרסם אותו.

ס' 16 לחוק ני"ע אומר כי תשקיף צריך לכלול את כל הפרטים החשובים למשקיע סביר או ששר האוצר קבע כי צריך לכלול אותם.

כאשר מנפיקים מניות לציבור של חברת שטראוס זה כל המניות שמותר להנפיק. אם ארצה עוד מניות מסוגים שונים- אצטרך לעשות עוד תשקיף.

הנפקת זכויות לבעלי מניות קיימים- לא מחייב תשקיף. הנפקת זכויות זה כשהחברה חושבת שיש לה עסק טוב והיא לא צריכה לפנות לציבור אך רוצה לגייס כסף. יש לה כמה אפשרויות לגייס כסף: 1. או שאני הולך לבנק ואז צריך לשלם ריבית ועמלה וכו',

2. או שאני מנפיק לציבור- וזה כרוך בעלות לציבור בעלי המניות: דילול,

3. או שאני מוכן להנפיק עוד מניות של החברה ואני אמכור אותן לציבור בעלי המניות במחיר מופחת וגם החברה מרוויחה וגם בעלי המניות מרוויחים.

תקנון החברה מורכב מארבעה פריטים:

1. שם החברה

2. הון רשום

3. מטרת החברה

4. פרטים בדבר הגבלת אחריות

כשאני רוצה להכניס כסף לחברה האפשרות היחידה לגייס כסף היא מכירת מניות.

הנפקת זכויות- בחברה ציבורית החברה אומרת שיש לנו עסקה על הפרק וצריך 15 מליון דולר. לא רוצים לפספס את ההזדמנות מצד אחד, להיות רווחיים מצד שני- אז אני צריך לעבוד מהר כדי לקבל את הכסף. הבנק אינו עסקה טובה כי הוא רוצה ריבית גבוהה- לא רווחי. ניתן לערוך דילול- כלומר, אם יש לי 100 מניות, למכור 10 מניות נוספות. ואפשר גם למכור את המניות בציבור, הערך של המניות בבורסה- 7 ש. ויהיו 110 מניות במקום 100 מניות, ועכשיו יש לכל אחד מהם פחות כסף משום שאותו הון רשום מתחלק על יותר אנשים. או שניתן לערוך הנפקת זכויות ואמכור לכם מניות במקום ב- 7 ש ב- 5 ש- למה? כי זה יהיה מהיר, כי אנו חברה טובה, כי כך אני מראה לבעלי המניות שאני דואג להם. נותנים להם את הזכות לבחור ראשונים האם הם קונים מניה של החב' במחיר הנמוך ממחיר השוק. הם נהנים מכך שהמחיר נמוך ממחיר השוק, והחברה נהנית מכך שמדובר בגיוס הון מהיר ללא צורך בעריכת תשקיף.

ס' 46 ב' לחוק ני"ע שתוקן בחוק 94- מטרת הסעיף הוא לגרום לכך שלא יהיו בעלי מניות מסוגים שונים בחברה ציבורית. מדוע? יש מצב שבעלי המניות המיוחדים יכולים להחליט שעושים משהו שבעלי המניות האחרים לא מעוניינים בו. לכן אם יש חברה שיש בה מניות זהב, מניות כסף, ומניות רגילות, אחרי התיקון נקבע שאם מנפיקים מניה- חייבים להנפיק קודם כל את המניה עם הזכויות העדיפות ביותר- למשל, זהב. לכן היום המניות כולן נקראות רגילות והן שוות זכויות בחברות שהוקמו לאחר 94'.

בעיקרון פרט שמהווה סוד מסחרי של החברה המנפיקה מצדיק את אי גילוייו של הפרט. אבל, בתנאי אחד- שלא יהיה בפרט שאם משקיע סביר היה רואה אותו בתשקיף אז אולי הוא היה נמנע מהרכישה או מקבל החלטה אחרת. נניח שאני קונה נכסים בדטרויט, והתהליך של רכישת נכס בחברה בה אני קונה הוא שונה מתהליכים בחברות אחרות, והוא מניב רווחים גבוהים יותר. החברה לא צריכה לספר בדיוק מה הם עושים בשביל להשיג את הרווחים האלו- זה סוד מסחרי מהבחינה הזו.

כביכול חריג, שהוא לא סוד מסחרי ושאינו חובת גילוי!!

פרט שעשוי לפגוע בביטחון המדינה או בכלכלת המדינה או בחקירה המנהלת משטרת ישראל או הרשות לני"ע, ושר הביטחון, או שר האוצר, או יו"ר הרשות לני"ע, הוא לא יפורסם בתשקיף.

מקרים בהם זה לא ברור עם הפרט הוא חובה לפרסום או לא:

יכול להיות שיהיה פרט שלא יהיה ברור אם קיימת חובה לפרסום אותו או לא. יש מקרים בהם זה ברור, ויש מקרים שניתן לבקש פטור מהרשות לני"ע- ואם נקבל אז יופי, ואם לא- אז נהיה חייבים לפרסם את הפרט.

הרשות לני"ע יכולה לדרוש פרטים בשביל אישור התשקיף. הרשות גם יכולה לבקש להבליט פרטים מסויימים בתשקיף.

לפי ס' 21 ב' לחוק ני"ע אין בהיתר התשקיף משום אימות הפרטים שמובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם, או הבעת דעה על טיבם של ני"ע המוצעים. הרשות יכולה לבדוק מבחינה טכנית אם התשקיף נראה כמו שצריך, ולא לבדוק לעומק.

האחריות על התשקיף- ס' 22 לחוק ני"ע מדבר על אישור התשקיף וחתימה עליו. מי שחותם על התשקיף זה המנפיק- החברה עצמה. בנוסף, רוב חברי הדירקטוריון יחתמו על התשקיף. בין הדירקטורים חייב להיות לפחות אחד שהוא דירקטור מטעם הציבור (דירקטור חיצוני). בחברה שמציעה ני"ע לציבור בפעם הראשונה, יחתום דירקטור אחד שהוא לא בעל עניין בה אלא רק דירקטור. כלומר, אין לו קשר לחברה למעט עבודתו

כדירקטור. זאת משום שחברה שהיא פרטית ערב ההנפקה, יש דירקטור שכשיר להיות דירקטור חיצוני- אך הוא יהיה כזה רק ברגע שהחברה תהפך לציבורית- מחר. מדובר באנשים רבים שיכולים להיתבע אם משהו לא יהיה נכון.

מהלך נוסף של נשיאה באחריות- אם רוב הדירקטורים מחוייבים לחתום על התשקיף, ומתוך 6-11 חותמים, יש עוד 5 דירקטורים שלא חתמו על התשקיף. אם מישהו מאלה שלא חתמו לא חתם כי הוא התנגד לחתום- **מי שהתנגד לחתימה על התשקיף או להוצאתו מצפים ממנו שהוא יביא את זה לידיעת הרשות לני"ע.** הוא יכתוב לה מכתב ויסביר מדוע הוא לא רצה לחתום והרשות תעכב את פרסום התשקיף אם היא חושבת שהייתה עילה שמאפשרת התערבות של ביהמ"ש. העיכוב בפרסום התשקיף יהיה ל- 10 ימים מהיום בו החליטה הרשות. הרשות תלך לביהמ"ש ותנסה להגן על התשקיף בזמן הזה. אם מדובר בסתם דירקטור שעושה בעיות- לא תהיה עילה משפטית לעכב את התשקיף ואז יצטרכו לאפשר להם להוציא אותו.

נדיר שרשות תעכב תשקיף כי לכל מיני דירקטורים אג'נדות משלהם שלא דווקא קשורים לתשקיף.

כל חברי הדירקטוריון אחראים לאמיתות התשקיף.

שיעור 5 15.3.11

המשך תשקיף:

החוק מבקש להרחיב את מעגל האחראים לתשקיף בשל ההסתמכות עליו.

חובת הגילוי היא לגלות עובדות מלאות ומדויקות לגבי התשקיף. לא ניתן להחליט אילו עובדות חשובות ואילו לא. **לכן עלינו החובה לספר את המידע המלא על מנת שהמשקיע יוכל לקבל החלטה.**

לקרוא בנושא זה: **ת"פ 99/90 מ"י נ' החברה לכבלים וחוטי חשמל בע"מ.**

צריך לעשות שיקוף של החברה כדי שנדע למה היא טובה או רעה ומה הפוטנציאל שלה. אחר כך צריכה להיות המשכיות- לא צריך להיות פער בין המידע בתשקיף של שנה מסוימת לתשקיף של השנה שלאחר מכן.

ס' 36 לחוק ני"ע- מחיל על חברה ציבורית שהנפיקה מניות לבורסה את משטר הדיווחים המידיים. זה קבוע גם בתקנות הדיווחים המידיים.

אחרי שהחברה מונפקת לבורסה צריך לשמור על קשר עם המשקיעים. כל אירוע מהותי שיש בו כדי לגרום לגבש החלטה לגבי אחזקת המניה או כל פעולה בה- צריך לדווח אותו בבורסה. **כיצד מדווחים זאת? הגישה של החברה למערך הדיווחים היא גישה בלתי אמצעית. יש אדם בחברה ציבורית שהוא אחראי על דיווחים מידיים שקורים בחברה. החברה חייבת לדווח לו על מקרים מהותיים שמתרחשים, והוא צריך לדווח לבורסה באמצעות מערכת המגנה. לאדם זה יש גישה מיידית ויש לו 24 שעות לעשות כן.**

כדי שלא יהיה פער בין החברה לבין השוק הרשות עבדה על אתרי האינטרנט באמצעותם מדווח המידע ואדם מטעם החברה מעלה את הדיווחים עפ"י טפסים במערכת, כך שמשקיע מהציבור יכול להיכנס לאתר ולקבל מידע שוטף על החברה. הדיווח המידי הוא כדי למנוע מהחברה תירוצים שלא היה לה כיצד לדווח.

אך מה קורה אם אין לחברה על מה לדווח במשך רבעון שלם? מצד אחד החברה אולי רווחית יותר, מצד שני לא קרה אירוע מהותי אמיתי. למשל, באו יותר אנשים למכבסה. לכן חברה כזו יכולה לא לדווח מה קרה- לכן יש חובה להגיש דיווח רבעוני. במסגרת דיווח כזה צריך לדווח מה קרה בחברה, להציג נתונים כספיים, וחתימה של נושאי המשרה. יש דיווח רבעוני ודיווח חצי שנתי. ובשינוי מהותי באופן מידי

על מה מדווחים? לא צריך לדווח על הפעילות השגרתית. אם יש פעילות לא שגרתית שחשוב לספר עליה- כאן לא ברור אם החברה שוקלת לבצע מיזוג ועדיין לא ביצעה אותו, האם היא צריכה לדווח על כך? קו ברור אומר שכל מה שאינו רגיל בפעולתה של החברה הוא נושא לדין בתוך החברה שצריכה להחליט האם לדווח על כך או לא. יש מקרה בו רוצים לדווח על המיזוג שעומדים להתקשר בו, אבל אני יודע שמישהו אחר רוצה להגיע למיזוג הזה. אני לא יכולה לדווח ללא לספר על התנאים, ולכן אני לא רוצה לדווח. כל עוד שאין הסכם מיזוג- אין חובה לדווח. כל זמן שאין הסכם חתום ביד- אם החברה לא מקצה לכך משאבים אדירים ואין שינוי בפעילות הרגילה- אין חובה לדווח למשקיעים.

מה קורה אם מציעים לחברה הסכם על השקעה לא גדולה בארה"ב, ויש סיכוי שההכנסות אמורות לגדול באופן מאוד משמעותי. האם זה נושא לדיווח מידי? על פניו זה נשמע כחלק מהעסק הרגיל של החברה ולכן לא צריך. מצד שני, יבוא מישהו ויאמר שמשום שפונים לשוק חדש ושיש אפשרות שזה יהיה רבע מההכנסות של החברה, צריך לערוך דיווח מידי. זה תלוי בהחלטת הדירקטוריון- שיחליט האם יש חובה לקיים דיווח מידי.

אסור להיות פטרנליסטים ולחשוב שהמשקיע לא יבין על מה אנו מדווחים. במקרים בו לא רצינו לסבך את המשקיע עם נוסחאות – ביהמ"ש אומר בפס"ד כבלים: רק מי שמתייחס אל המשקיע הסביר כאל בעל הבנה פחותה, יוכל להניח כי די לגלות לו את הסיכון המרבי

שבהשקעה בלבד מבלי להוסיף פרטים מדויקים יותר. בבסיס גישה זו כך נראה, מעוגנת ההנחה כי המשקיע אינו מסוגל להבין את משמעותה של התמונה המלאה, או שאינו זכאי לקבלה. הנחה זו מופרכת על פניה, שהרי כבר נקבע כי המשקיע הסביר הוא זה המוחזק כמי שיודע לקרוא ולהבין את המידע המובא לפניו, וכמי שזכאי לקבל תמונה עובדתית מלאה על ניר הערך המוצע לו כדי שיגזור ממנה החלטה בעניין השקעתו.

אם לא מדווחים דיווח משמעותי אז אשמים בהטעיה- אם התמונה לא מלאה ניתן לטעון להטעיה. ההגדרות בחוק ני"ע מאוד רחבות כדי לתפוס כל עבריו. לכן אנו לא מאפשרים במסגרת הדיווח להעמיד פרטים חסרים או בלתי נכונים או לצרף מידע שיוביל את המשקיע להבין או להסיק מסקנות שאינן נכונות או אינן מעוגנות באמת.

מי שאשם בהטעית משקיעים אשם גם בעבירה אזרחית וגם פלילית.

פס"ד רייך- פרט מטעה הינו מונח משפטי בעל אופי נורמטיבי, וככזה מקבל את תכניו מפרשנותו של ביהמ"ש. היותו של הפרט מטעה נבחן דרך עיניו של המשקיע הסביר, עפ"י מדיניותו המשפטית של ביהמ"ש. כלומר, המשקיע הסביר ולא המומחה הסביר הוא הרלוונטי לענייננו.

פרופ' אמיר ברנע אומר שאג"ח זה תמיד השקעה מסוכנת. אך הוא מומחה גדול ולא משקיע סביר, ולכן ניתן להבין מדוע משקיע סביר יחשוב שאג"ח של חברה גדולה פחות מסוכן מאג"ח של חברה קטנה. ביהמ"ש אומר שאם המשקיע הסביר מתרשם שמהו מוליד מסקנה מסוימת, אז מסקנתו של המשקיע הסביר היא החשובה.

אג"ח- הסכם הלוואה שהחברה מקבלת הלוואה ממשקיעים או מגורם פיננסי מסויים והיא מתחייבת בהסכם הלוואה- אגרת החוב. ניתן להשקיע באג"ח. כאשר קונים מניה- לא יודעים כמה החברה תהיה שווה בעוד כמה זמן. המניה יכולה לעלות או לרדת, ואז יכול להיות שתרוויח או תפסיד. אג"ח זה פחות מסוכן כי מקבלים ריבית מסוימת. אך מצד שני, החברה יכולה לפשוט רגל ולכן גם האג"ח מסוכן.

איגרות חוב שונות ממניות בכך שברכישת מניה אדם הופך לבעל מניות בחברה. בעל איגרת חוב אינו הופך לבעל חלק בחברה אלא לבעל חוב שלה

סוג מוכר של איגרת חוב הוא שטר המשכנתה, בו אדם לווה כספים מבנק או גורם ממשלתי, משלם את חובו לשיעורין ובתוספת ריבית, וכעירבון לתשלום חובו ממשכן רכוש (לרוב, נכס מקרקעין) שלצורך רכישתו ניטלה ההלוואה).

חיתום

חברה פרטית שיוצאת להנפקה- עלול לעורר חששות שיהיו בעיות בשל היות החברה פרטית ולא מנוסה בשוק הציבורי, אך מצד שני מדובר בחברה טובה. **לכן קשה לשכנע בעלי שליטה של חברות פרטיות להפוך לחברה ציבורית. הם חוששים שהם יציעו את המניות לציבור והציבור לא יקנה.** להרבה גורמים יש אינטרסים שהחברה תנפיק מניות כי אז הרבה גורמים יקבלו עמלות. ואז יכול להיות שאדם שהנפיק את החברה הוא מאבד שליטה והחברה מאבדת את ערכה והאדם מאבד את כספו. **איש עסקים חכם יכול להגיד שאם היועצים מייעצים לו להנפיק, שהם יתחייבו לקנות את המניות שהציבור לא יקנה.**

חתם- גוף פיננסי שיכול להתחייב לרכוש את כל ני"ע שהציבור לא רכש.

בד"כ זה לא ממומש כי חוטפים את הסחורה וקונים את המניות מיד עם ההנפקה כי חב' הביטוח מחפשות השקעות כאלו.

תקנות החיתום החדשות מ- 2007 לא מאפשרות בפועל מתן התחייבות חיתומית. **משום שעל החתם עצמו חלות הגבלות הקשורות בניגוד עניינים, שלא מאפשרות לו לרכוש את ניירות הערך של החברה כפי שהוא רוצה.**

שיעור 6 22.3.11

המשך: חיתום

חתמים נחשבו גופים המבטחים את ההנפקה, אך עם הזמן החתמים הפכו ליועצים פיננסיים ועסקיים לתאגיד. עם הזמן הקו בין החתם כגוף מבטח לבין החתם כגוף המעורב בהנפקה מיטשטש, ואז החל לצוץ ניגוד עניינים, ולכן הוקמה ועדת בכר.

ועדת בכר

הטילה מגבלות על הבנקים- כיום בנקים לא יכולים לשמש כחתמים להנפקה.

תפקיד החתם בהנפקה:

החתם מבצע כמה פונקציות:

1. מבטח את ההנפקה.

2. גורם מייעץ בתחום הפיננסי והעסקי ולכן הוא בונה את ההנפקה. החתם מחליט יחד עם החברה הפרטית איך נציע מניות לציבור- כמה מניות, מחיר המניות, אופן המכירה. אם מציעים לציבור ני"ע, החתם יכול לסייע לקבוע האם ני"ע יהיה המיר למניה, למשל האג"ח.

אגרת חוב- הסכם הלוואה של החברה עם הציבור. אם החברה לא תוכל לשלם את החוב- **או שלא נקבל כלום, או שניתן יהיה להמיר את האג"ח למניות**. זה טוב לחברה וגם לבעל האג"ח.

3. החתם מסייע באופציות ותמהיל המניות שיהיה בחבילה המוצעת.

אם החתם מייעץ לתאגיד המנפיק אז הוא נמצא בניגוד עניינים. הוא חושש מזה שביום פקודה הוא יאלץ להיתקע עם מניות ולקנות אותן ואז הוא יערוך מניפולציות על כך. החתם רוצה למנוע את ניגוד העניינים הזה. היום בשל ניגודי עניינים בנק לא יכול לשמש כחתם. לפני התקנות הבנק יכול היה לעשות זאת, אך כשחברה מבקשת מבנק להיות חתם, אך היום יש בעיה כי החברה חייבת כסף לבנק והבנק מנסה לקבל את הכסף בחזרה וזה גורם לניגוד עניינים. מסיבות כאלו ודומות היום בנק לא יכול לשמש כחתם, אך בנק יכול להקים חברת בת, חברה בשליטתו- שהיא יכולה לשמש כחתם. חברת הבת לא אמורה להיות קשורה בעניינים היומיומיים של הבנק, אך בפועל יש לה אותם האינטרסים של הבנק. שלישי מחברי הדירקטוריון חייבים להיות עצמאיים. **כל חתם צריך להגיש דו"ח שנתי לבורסה לני"ע, לרשות לני"ע ולרשם החברות והתקנות מפרטות מה צריך להיות כתוב בדו"ח.**

פס"ד שלמה קאופמן לבנייה בע"מ נ' הבנק הבינ"ל- הבנק הבינ"ל שימש כחתם, וחברת היכלות ביקשה להנפיק לבורסה. זה היה לפני 93' והבנק הסכים לשמש כחתם לחברה. הוחלט בין הצדדים על המועד הטוב ביותר לפרסם בתשקיף. אך ברגע האחרון הבנק גילה עובדות שהחברה לא סיפרה עליהן, ולכן הוא סירב לשמש כחתם. בעל מניות בחברת היכלות, **שלמה קאופמן נפגע מזה ולכן היא הגישה תביעה נגד הבנק- החתם**. ביהמ"ש אומר שההסכמה לשמש חתם אין משמעותה שניתן להסתיר פרטים מהחתם, ובמסגרת הדיון בהסכם ביהמ"ש מצא שלא נחתם הסכם חיתום מפורט, ולכן יכול כל אחד מהצדדים לסגת מההסכם כל זמן שלא נחתם הסכם סופי. ואז נשאלה השאלה מה קורה עם חובת תום הלב במו"מ? החתם היה מעורב בהנפקה אפילו אם אין הסכם חיתום. ביהמ"ש הגיע למסקנה כי באותו מקרה החברה לא גילתה לחתם פרטים מהותיים, לכן התקבלה עמדת החתם והתאפשר לו להפסיק את המו"מ ולא להתקשר בהסכם, ולא ראו את הבנק כחסר תום לב כשהוא החליט על כך. **המשמעות היא שכל זמן שהחתם הוא תם לב והוא בא להגן על עקרון הגילוי ואמירת אמת בשוק ההון- והרצון להשתחרר מההסכם הוא בתום לב, ביהמ"ש יעדיף לשחרר אותו מההסכם על להשאיר אותו בהסכם.**

היום בפועל עו"ד נוהגים לקבוע מול חתמים שהוא רשאי להשתחרר כל זמן שהתשקיף לא אושר.

קונסורציום חתמים

כדי למזער את הסיכונים ולשווק הנפקה גדולה ניתן להקים קונסורציום של חתמים. לכל בנק יש הגבלות משלו וכולם רוצים להרוויח- ואז אומרים שכל בנק יתן חלק מההלוואה וכך מתגברים על הבעיה. לפעמים המשאבים שנדרשים הם מאוד גדולים וחתם אחד יחשוש להתחייב לרכישת מניות על סך חצי מיליארד, אך הוא חושב שההנפקה טובה, ואז כמה בתי חיתום יתאגדו יחדיו. ואז מרגישים בטוחים כי כל שוק ההון התאגד יחדיו.

החתם כגוף מבטח

החתם נושא גם הוא באחריות על תשקיף משום שהוא משמש גוף שמפקח על התאגיד לעניין תוכן התשקיף. הרשות רק בודקת האם התשקיף עומד בדרישות טכניות ולא את המצב הפיזי בשטח. אך החתם יותר אחראי כי רואים אותו כסוג של שותף בחברה שמנפיקה. לא שותף במניות אלא שותף העוזר להציג את החברה, ודברים מוצגים גם בתשקיף. לכן האחריות של החתם בתשקיף היא לפי ס' 31 לחוק ני"ע, ונגדו גם ניתן להגיש תביעה כספית.

בארה"ב מי שממלא את תפקיד החתם זה גופים פיננסיים: בנקים להשקעות. בבריטניה חתמים פועלים במסגרת בנקים מסחריים ובתי הנפקה. בניגוד לארה"ב וישראל שהחתמים יותר מחוברים לשוק ההון, בבריטניה יותר שמרנים והחתמים יותר בתחום הביטוחי ופחות מייעצים.

החתם משמש גם כמבקר חיצוני להנפקה (בארץ, בארה"ב ובבריטניה). החתם גם אחראי לברר שאין פרט מטעה בתשקיף, ויש לו תמריץ לעשות זאת כי הוא גוף בעל פרעון והתביעה יכולה להיות מוגשת גם כנגדו: גם מפאת שמו הטוב וגם כי הוא מעדיף שלא לשלם קנסות.

כדי למנוע פרטים לא נכונים בתשקיף החתם ממנה מטעמו רו"ח ועו"ד שמפקחים על רו"ח ועו"ד של החברה שמוודאים שאין פרט מטעה, והחתם לא יחתום ויאשר את התשקיף אלא לאחר שהוא יקבל מעוה"ד "מכתב נוחות". עוה"ד שאמור להוציא מכתב נוחות יבקש מעוה"ד של החברה, ועוה"ד של החברה מכתב נוחות מהמנכ"ל של החברה. זה דבר שנכון לעשות כי בשעת הנפקה כולם רוצים ליהנות מהכסף והתמורה, ולא בודקים את הסיכונים כמו שצריך. אבל אם אומרים לך בוא תבדוק שהכל בסדר- אתה תתחיל לבדוק ואז יכולים לעלות על הדברים. לכן מכתב הנוחות הוא דבר חשוב והוא לא סוג של כסת"ח.

הדין בישראל לא מחייב שימוש בחתם בכל הנפקה, ומי שמרגיש שהוא יכול לנהל את ההנפקה לבד לא חייב להשתמש בחתם. במרבית המקרים, הקשר של החתמים לשוק ההון מסייע לחברה ודוחף אותה בהנפקה שלה. בשוק ההון יש הרבה חוות דעת והוגי דעות לכן אם אתה מחובר לחתם טוב- יש סיכוי טוב שהדברים יתקדמו יותר טוב ומהר.

מתי תצא בלי חתם להנפקה?

• כשהחברה מוכרת בשוק ההון והיא מוצר מבוקש.

• **בהנפקת זכויות.**

• כשבעל השליטה של החברה מספיק עשיר כדי לקנות את המניות שלא ימכרו.

שיטות החיתום המקובלות:

1. **שיטת ההתחייבות החיתומית-** החתם מתחייב לקנות כל מניה שלא תימכר. יש כמה הבדלים בהסכמים בין החתם לחברה בין המדינות.

• בארה"ב החתם רוכש מראש את כל ההנפקה, והוא זה שמשווק ומפיץ אותה.

• בישראל- לפני רפורמת בכר ההנפקה הייתה נמכרת במישרין ע"י התאגיד המנפיק, והחתם היה מממש את ההתחייבות שלו רק אם הציבור לא היה רוכש את כל ההנפקה. היום יש הגבלות של ניגודי עניינים בגלל רפורמת בכר, וזה לא יהיה סביר להעריך שהחתם ימכור את כל המניות במישרין משום שהחתם לא יכול למכור מניות לגופים שהוא קשור בהם.

2. **שיטת המאמץ הטוב ביותר-** לפי השיטה הזו החתם משמש רק כיועץ להנפקה ומפיץ שלה אך לא נושא באחריות להנפקה או להצלחתה, וההתחייבות שלו לא כוללת רכישה של ני"ע שהציבור לא רוכש. שיטה זו יותר מקובלת היום בישראל. החתם רק מסייע בהנפקה ולא מבטח.

ההסכם הראשי הוא הסכם החיתום בין התאגיד לבין החתם. בו יהיו מפורטים כל התנאים שיוסכמו ביניהם. חוץ מזה, החברה תקיים הסכמים והתקשרויות או תדאג שיהיו כאלו בין החתמים לבין עצמם במידה שיש קונסורציום של חתמים. לרוב, ההסכמים האלו יעסקו בחלוקת האחריות ביניהם וגם בחלוקת הרווחים כתוצאה מעמלות שהתקבלו מהחברה המנפיקה.

יש כובד אחריות מאוד גדול על חתם: הוא מבטח את ההנפקה והוא אחראי מתוקף ס' 31 לחוק ני"ע. האם חתם יכול לסגת אם הוא מלווה הנפקה והוא מגלה שמדובר בחברה של

נוכלים? אתה מצפה שחתם ילווה הנפקה של חברה טובה. חתם יבוא לחברה פרטית ויציע לה הנפקה ויגרום לה לשינוי תודעה ופתאום יברח באמצע? לא הגיוני. **אך יש מקרים מסוימים שבהם ניתן לסגת, למשל, כשהחתם רואה פרט מטעה בתשקיף. לחתם קשה מאוד לסגת אלא אם מתקיימים תנאים מסויימים:**

- בגלל אירוע פוליטי אפשר שחתם יפרוש מההסכם- התרחשות כלכלית משמעותית. לדוג', המהומות במצריים גרמו לכך שהייתה הודעה רשמית של מצריים שהיא לא תספק גז. במקרה כזה החתם יכול להגיד שהמצב הפוליטי, כלכלי, מדיני שונה לחלוטין והוא לא יכול לבטח הנפקה.
- מקרה בו הרשות מורה לחתם לתקן את התשקיף. החתם רואה תשקיף ומאמין בו, ואז הרשות מורה על תיקון של תשקיף- זה לא דבר טוב. אם התשקיף תוקן בגלל הוראה של הרשות החתם יכול לסגת. או שיכול להיות שהחברה תבקש לתקן את התשקיף והחתם יכול לסגת כי הוא יכול להניח שהחברה לא סיפרה לו את כל הפרטים.
- במידה שיש פרט מטעה או חסר בתשקיף. כאשר החתם או מי מטעמו קורא את התשקיף ומגלה זאת- הוא יכול לסגת מהתחייבותו.

אך גם כאשר החתם נסוג מהתחייבותו ומההסכם כלפי החברה מהנימוקים הנ"ל, והחברה למרות הכל הנפיקה את מניותיה לציבור, עדיין יכול הציבור לתבוע את החתם. זה לא שולל את אחריות החתם במידה אם נמצא פרט חסר או מטעה, או שהוגשו תביעות של אנשים מהציבור. זה כדי לגרום לחתם לשקול את הדברים היטב לפני שהוא מתקשר עם החברה. יתכן שהוא חוזר בו מהתחייבותו כשבוע לפני ההנפקה והציבור לא ידע על כך. לכן אם חתם הולך עם הנפקה- הוא צריך לבדוק את הדברים היטב לפני חתימת ההסכם. לכן לא קל לגייס חתם לצידך.

עמלת החתם

העמלה של החתם תהיה בד"כ בין 2-5% משווי ההנפקה. בנוסף, משולמת גם עמלת הפצה למפיצים של ני"ע שהם חברי הבורסה לני"ע.

מהעמלה שהחתם מקבל הוא משלם לבנקים וסוכנים שסייעו לו בהפצה. להם הוא ישלם בין 0.25-2% מהעמלה שהוא קיבל. בנוסף, החתם שהוא החתם המוביל- זה שמנהל את קונסורציום החיתום גובה לעצמו עמלת ניהול.

חב' רובינשטיין הנפיקה בשנת '84 ני"ע לציבור. כתוצאה מהנפקה זו נולד כתב אישום. מי שנתבע הייתה החברה עצמה, מנהלי החברה, בעלי השליטה בה והחתמים. הטענה בכתב

האישום הייתה כי הם קשרו קשר לרכוש את כל או את רוב ני"ע שהחברה הציעה לציבור, כדי להשתלט על החברה הבורסאית. לפי כתב האישום הסכימו חב' רובינשטיין, משפחת רובינשטיין והחתמים שהמשפחה תרכוש את רוב המניות שהונפקו לציבור אם הציבור לא יענה להצעה. זו הייתה תקופה של שפל בבורסה. החתם חשש לתת התחייבות חיתומית כי הוא לא היה בטוח שהציבור יקנה. ואז החברה מצאה פתרון בכך שהמשפחה שהם בעלי השליטה של החברה תרכוש את המניות שלא ירכשו. בפועל, הציבור לא מיהר לבורסה. בנק לאומי היה החתם המדובר והוא סירב לשמש כחתם, ובשל הסירוב הזה משפחת רובינשטיין הציעה את ההצעה הזו, מה שרוקן את תפקיד החתם מתוכן ואז מעורבותו בהנפקה הפכה פיקטיבית. הסכמה כזו הייתה צריכה להיות מוצגת בתשקיף, והיא לא הוצגה. לכן ביהמ"ש קבע שהייתה חובה להתייחס בתשקיף לפרט כזה, ואפילו הייתה חובה להבליט את זה בתשקיף באופן מיוחד. הסתרת מידע זה מהציבור הובילה להרשעה של אברם רובינשטיין מנהל התשקיף, בעבירה של פרט מטעה בתשקיף וקבלת דבר במרמה בנסיבות מחשידות.

החתם הורשע בביהמ"ש השלום וזוכה בבימ"ש מחוזי, משום שלא הצליחו להוכיח כי החתם ידע על המזימה ושהחתם בעצמו שוחח או הסכים בעניין עם משפחת רובינשטיין- הוא זוכה מחוסר ראיות.

שיעור 7 29.3.11

פרשת דסק"ש- מהותיות ואי גילוי

חברה ציבורית הנקראת "דיסקונט השקעות", חברה מפורסמת הנסחרת בבורסה בת"א. יש לה חברות הקשורות אליה: חב' ישקר בע"מ הנשלטת ע"י חב' ורטהיימר, ודסק"ש מחזיקה בה 25%. בנוסף, דסק"ש מחזיקה 25% בטכנולוגיה להבים בע"מ הנשלטת גם היא ע"י משפ' ורטהיימר, וכן החזיקה במניות בחב' תפרון אך זה לא רלוונטי.

בכל חב' קיימים האנשים המרכזיים המקבלים החלטות, וכאן זה היה: המנכ"ל- דב תדמור, שלמה כהן- מזכיר החברה ויועצה המשפטי, יוסף בוק- מנהל הכספים ויעקב אשר- מנהל בכיר בדסק"ש ודירקטור בה.

דסק"ש שהיא חב' ציבורית חייבת בדיווח לבורסה לפי ס' 36 לחוק ני"ע: תאגיד שניירות ערך שלו הוצאו לציבור עפ"י תשקיף חייב להגיש לרשום ולרשם החברות דוחות או הודעות לפי פרק זה כל עוד ני"ע שלו נמצאים בידי הציבור. תאגיד שני"ע שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר חייב להגיש דוחות או הודעות לפי פרק זה לרשות ני"ע, לרשם החברות ולבורסה לני"ע.

חברה ציבורית אמנם מפנימה את זה שהיא צריכה לדווח לרשות לני"ע, אך יש חברות פרטיות שקשורות אליה והן פחות ממושמעות, ואז החברה הציבורית עומדת בפני דילמה כיצד היא צריכה להתנהל.

חברה מסונפת- חברה אשר חברה אחרת שאינה חברת אם שלה מחזיקה בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המונפק שלה או מכוח ההצבעה בה, או רשאית למנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מהדירקטורים שלה. ס' 1 לחוק ני"ע.

תקנות דיווחים מידיים

• **תקנה 51 לתקנות:** לדוחות השנתיים של התאגיד יצורפו דוחות שנתיים מבוקרים אחרונים של חברות הבת שלא אוחדו עם דוחות התאגיד, למעט דוחות שאינם מהותיים לעסקי התאגיד.

• **תקנה 61 לתקנות** דנה בחברות מסונפות: הוראות תקנות 51, 53, 54 יחולו גם על חברות מסונפות של התאגיד ויראו אותן לצרכי ההוראות האמורות כאילו היו חברות בת של התאגיד שדוחותיהן לא אוחדו.

מסקנה: דוחותיה של חברה מסונפת המהותיים לעסקיו של תאגיד שניירות הערך שלו הוצאו לציבור, יצורפו לדוחות השנתיים של אותו תאגיד בנפרד.

אם הדוחות לא יהיו מהותיים לעסקי התאגיד אז לחברה המסונפת אין חובה לפרסם אותם. החובה למעשה היא של החברה הציבורית כי אין חובת גילוי לגבי חברה פרטית.

חברה כלולה

ההגדרה: **בתקנה 1 לחוק ני"ע (עריכת דוחות כספיים שנתיים):**

חברה, למעט חברה מאוחדת, וחברה מאוחדת באיחוד יחסי, שהשקעת התאגיד בה כלולה בדוחות התאגיד על בסיס השווי המאזני.

תקנה 23 לתקנות ני"ע (עריכת דוחות שנתיים) אשר תוקנה ב- 1993 קובעת כי דוחות של חברות כלולות- לדוחות התאגיד יצורפו דוחות כספיים מבוקרים של חברות כלולות, למעט דוחות שאינם מהותיים לעסקי התאגיד.

יש מקרים בהם אני לבד אגיד שצריך לכלול את הפעילות של חברות פרטיות שיש לחברה הציבורית חלק בהם- אם זה 5% וכו', ולערך דוחות כספיים משותפים. גם כאן, כל מה שאינו מהותי- אינו חייב בדיווח.

השאלה מהי חב' כלולה נדונה בע"א 218/96 ישקר בע"מ ואח' נ' חב' השקעות דיסקונט בע"מ- ביהמ"ש התבסס על גילוי דעת 22 של לשכת רו"ח בישראל שקבע: כי תחולת שיטת השווי המאזני מותנית בכך, שלחברה המחזיקה השפעה מהותית בחברה המוחזקת. **השפעה מהותית- מוגדרת כזכות הצבעה מעל 25%, או זכות למנות בחברה המוחזקת, במישרין או בעקיפין, יותר מ- 25% מחברי הדירקטוריון.** זכות הצבעה בשיעור של 25% ומטה תיחשב כאילו אינה מקנה השפעה מהותית, אלא אם ההשפעה נראית בעליל.

נמצא כי במקום שמצויה זכות הצבעה מעל 25% המבחן הוא כמותי בלבד. בענייננו, יש לדיסקונט זכות הצבעה של 26.7% ועל כן יש לה השפעה מהותית בישקר. משקבענו כי לדיסקונט השפעה מהותית בישקר, הרי היא חבה בדיווח על ישקר עפ"י שיטת השווי המאזני. ממילא ישקר היא חברה כלולה של דיסקונט. דיסקונט חבה איפוא בצירוף דוחותיה הכספיים של ישקר לדוחותיה היא.

מסקנה: ישקר היא חברה כלולה לכל דבר ועניין.

האם מדובר ב"חברה כלולה" המהותית לדסק"ש?

בע"א 5320/90 ברנוביץ נכסים נ' רשות ני"ע- הנשיא שמגר קבע כי "מהותיות" היא חובת הגילוי של חברות ציבוריות, המשתרעת על העובדה שלו המשקיע הסביר בני"ע היה יודע על כך היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בני"ע בחברה הנוגעת לעניין. אמת המידה של "המהותיות" לקוחה מהמשפט האמריקאי.

במקרה של דסק"ש:

הכנסות החברות הכלולות (ישקר וטכנולוגיה להבים) היו מהותיות לדסק"ש?

חלקה של ישקר ברווחיה של דסק"ש בשנת 1990 הגיע ל- 26%.

בשנת 1994 צמחו הרווחים וגדלו עד לכדי 41.4%.

האם מדובר בתנודות משמעותיות למשקיע הסביר?

ישקר לא מעבירה דוחות וגם כשהיא מעבירה לדסק"ש היא מזהירה שהיא לא מוכנה שיפרסמו אותם. ודסק"ש לא רצתה לוותר על הרווחים ולכן הסכימה.

1. פתרון אחד: **לבקש מהרשות לני"ע פטור מדיווח ואם היא תיתן- יופי, ואם לא- נגיד**

אח"כ שזה לא מהותי. הרשות לא נתנה פטור והם מנסים טריק אחר:

2. לא לפרסם דוח אלא לכתוב את תוצאתו. גם זה לדברי עדים במשפט הוא טריק-כי מי שרוצה לעשות שימוש בדוחות המחזיקה לא יודע ממה נובע הרווח- האם הוא חד פעמי וכו'. אלו הם דברים בסיסיים כאשר הוא מנסה לנתח דוחות כספיים. למעשה יש מין קופסא שחורה סגורה. השורה הזו לא נותנת כלום ללא דוחות כספיים- זה מספר רב של חברות.

ללא הדוחות הכספיים של החברות הכלולות לא ניתן ללמוד מה הרווח הכללי של כל אחד מהחברות. מה הרווח וההפסד ניתן ללמוד ממקור אחר בדוח התקופתי. לא ניתן לנתח ממה נוצר הרווח והאם הוא חד פעמי. אני מוסיף ואומר שאחת לשנה במסגרת החלק הלא כספי של הדוח התקופתי ניתנת רשימה של השקעות של החברה המחזיקה ובמסגרת רשימה זו ניתן הנתון של הרווח של כל חברה בנפרד בנתון אחד.

עדים במשפט: שמירה על ערך ההשקעה הזו בישקר שהיה אחד העסקים המרכזיים של דסק"ש, החשוב ביותר אולי... גם אנשי דסק"ש אומרים שישקר הייתה מאוד מרכזית.

פס"ד תנובה- עוה"ד נתנה חו"ד שכיסתה את הלקוח מעבירות בהגבלים עסקיים- והיא לא תפסה. לכן צריך לברר את העובדות ולא סתם לתת פטור.

חשיבות הדיווח

מבחינת חשיבות הדיווח אם דנים בשאלה האם יש חובה לדווח או לא, צריך להבין את המשמעות של הדיווח. תמיד יש מישהו שיאמר- גם אם מדווחים אף אחד לא מסתכל על הדיווחים בכלל. זה לא נכון- כשחברה מוציאה דיווחים עוצרים את המסחר במניה שלה כדי שכולם יוכלו להתעדכן ולא יהיה מצב שיעשו פעולה מבלי לדעת מה קורה שם. לפי ההנחיות יש חובה לבורסה להנפיק 170 עותקים מכל דוח כספי- שנתי ותקופתי. הבורסה מפיצה את הדוחות לחברי בורסה, עיתונאים, מנהלי תיקים ולמנויים ופעילים בשוק ההון.

הייחוד שיש בדוחות מידיים:

הדוחות נועדו להדריך את המשקיע מיידית אם לעשות איזו שהיא פעילות בבורסה באותו יום. להבדיל מדוחות תקופתיים או רבעוניים.

האם יש לאור האמור לפרסם את הדוחות?

איתן ורטהיימר אמר שמשפח' ורטהיימר דרשו שלא תצא כל אינפורמציה שמזיקה לחברה, כולל מכירות וגידול במכירות, כולל אחוזי יצוא, כולל נתוני כמות עובדים או כל פרט אחר שמופיע בדו"ח. יש נתון גם על ההון. זה היתרון של חב' פרטית- שניתן לגלות לציבור פחות.

בסופו של דבר הם הורשעו בבימ"ש השלום ע"י השופט רוזן: עבירה של פרט מטעה בתשקיף.

מהכרעת הדין: משפח' ורטהיימר התנגדו באופן קיצוני שפרטים על המאזן יהיו נחלת הציבור. ידענו שורטהיימר היו מפסיקים לתת לנו בכלל את המאזנים. ידענו שיש דילמה לכפות על חברות פרטיות לפרסם מאזנים כאלו.

יש שתי אפשרויות בעניין:

1. לדרוש עם ההשקעה מהחברה הפרטית לערוך רגולציה. בשעת השקעה החברה תרצה את הכסף ותהיה מוכנה לתנאי כזה.

2. לפנות לביהמ"ש בבקשה לכפות על החברה הפרטית לפרסם את הדוחות- ואם הוא לא כופה- החברה הציבורית מכוסה.

מצד אחד, זכותה של חברה פרטית לא לפרסם דוחות, מצד שני, יש חובת גילוי לחברה ציבורית.

הרשות לא פטרה מחובת הצירוף, הפתרון היה דיווח אך ורק לרשות לני"ע. מדוע? כי הדו"ח שמוגש לרשות לא מופץ לשום גורם אלא נשאר רק ברשות. מנגד, החוק מחייב העברת הדוחות לבורסה לני"ע ולרשם החברות- לגורמים אלו לא צורף הדוח. כלומר, חוץ מהרשות לני"ע לא היה מי שיראה את הדוח.

צירוף כזה עונה על דרישות החוק? לא.

עד במשפט: אם ההחלטה תהיה לצרף לעותק המוגש לרשות לני"ע, לכל הפחות על דסק"ש יש להודיע בכתב לרשות לני"ע שהצירוף נעשה רק לעותק המוגש לרשות לני"ע. בעקבות זאת החליט מר תדמור שהצירוף יהיה לעותק המוגש לרשות לני"ע בלבד, תוך מתן הודעה בכתב לרשות לני"ע שכך דסק"ש עושה.

אך בפועל הם העבירו לרשות לני"ע אבל לא כתבו שצירפו רק להם את הדו"ח.

האם זה מהותי?

ביהמ"ש אומר שאם רוצים לדעת מה זה מהותי- נטל ההוכחה הוא על התביעה. התביעה תצטרך להוכיח שיחסר ממשקיע סביר פרט מהותי שאם היה יודע עליו היה משנה את ההחלטה שלו.

אם לא מקיימים את ס' 53 (א) 4 לחוק ני"ע הדין הוא 4 שנות מאסר. אדם שמטעה- בין בכוונה ובין אם לא בכוונה- זה נחשב להטעיה.

הסעיף האמור מורכב מ- 2 נדבכים עובדתיים:

1. לא קיים הוראה מהוראות סעיף 36.

2. גרם לכך שבדוח שנמסר לרשות או לבורסה יהיה פרט מטעה.

ס' 1 לחוק ני"ע מגדיר "פרט מטעה" כדלהלן: לרבות דבר העלול להטעות משקיע סביר וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר.

רע"פ 4827/95 פולק בע"מ נ' מ"י- הנשיא ברק קבע ש"ההטעיה עשוי שתהיה ע"י אי גילוי פרט שיש בו כדי להביא לידי הטעיה... אכן, לעיתים אי גילוי של פרט מהותי שקול כנגד גילוי של פרט מטעה..."

בישראל יש חובת גילוי נאות- היא מחייבת היקף מסויים של גילוי.

פס"ד ישקר- נק' המוצא העקרונית היא כי חב' ציבורית אשר נסחרת בבורסה חייבת לגלות את הדוחות שלה ואת רווחיה והפסדיה של חברה קשורה. זה הביטוי של הגילוי הנאות עליו מושתתים דיני ני"ע. חובת הגילוי הנאות חלה הן בשלב הנפקת ני"ע לציבור (השוק הראשוני), והן בשלב בו נסחרים ני"ע בבורסה (השוק המשני). בשוק הראשוני לובש הגילוי אופן חד פעמי, המתבטא בתשקיף. בשוק המשני לובש הגילוי אופי מתמשך. ביהמ"ש נותן חשיבות מכרעת בגילוי של דוחות כספיים שנתיים ורבעוניים, משום שהדוחות הכספיים הם מקור חיוני למידע על מצבה של החברה. עמד על כך פרופ' פרוקצ'ה בציינו כי במסגרת חובת הגילוי של דוחות כספיים של חברה בורסאית, נדרשת חברה:

- לחשוף את רווחיה או הפסדיה

- לצרף דוחות כספיים של חברה כלולה

הדיווח הוא תמונה מלאה על מצב עסקי החברה לציבור המשקיעים. **מחוקק המשנה ביקש לוודא כי בהירות התמונה לגבי חברה ציבורית לא תתערפל מקום בו זו פועלת באמצעות חברות מוחזקות.** רק בדרך של גילוי נתונים כספיים על החברה הקשורה או הכלולה או המסונפת, ניתן לתת לציבור המשקיעים תמונה אמינה ומלאה על מצבה ותוצאותיה של החברה המחזיקה. בענייננו, אין חולק על מהותיות המידע לגבי ישקר לציבור המשקיעים של **דיסקונט.**

הנשיא ברק חושש שיווצר מצב בו חברה ציבורית מצד אחד מקבלת כסף של הציבור, ומצד שני היות ופועלת באמצעות חברות פרטיות- לא מחוייבת בחובת הגילוי בפועל.

המשקיע הסביר - לא משקיע מתוחכם או חסר הבנה. חלק ניכר מההשקעה בבורסה לני"ע אינה נעשית ע"י החזקה ישירה של המשקיע אלא דרך משקיעים מסודיים שונים. בבורסה נמצאים גם אנשים שלא בוחרים להיות שם - שנמצאים שם באמצעות קופות הגמל, קרנות הביטוח, קרנות הנאמנות וכו'. גם עובדה זו משפיעה על עיצוב אמת המידה של המשקיע הסביר ועל תחימתה של חובת הגילוי (ברק בפס"ד ברנוביץ).

ביהמ"ש אמר שבפרשת דסק"ש הוכח כי משלושת הרשויות להן הייתה חובה להעביר דוחות כספיים, רק הרשות לני"ע קיבלה, כאשר הבורסה היא המוסד היחיד שמפיץ מידע לציבור. זה אומר שהיה יסוד נפשי. העדים אמרו שהדיווחים הועברו לרשות כי הם לא רצו שזה יגיע לציבור. כלומר, הם ידעו שהם לא מילאו את החוק כנדרש. כלומר, אפילו אם לא חייבים יסוד נפשי - אפשר לראות שכאן יש וזה מדגיש את ההטעיה שנעשתה.

האישום:

- הנאשמים פעלו להסתיר מן הציבור את הדוחות הכספיים של החברות הכלולות הנ"ל ע"י אי צירופם לדוחות הכספיים המגיעים לידיעת הציבור.
 - ב- 18 הזדמנויות הנאשמים הגישו לבורסה ולרשם החברות דוחות כספיים להם לא צורפו הדוחות הכספיים של החברות הכלולות. כתוצאה ממעשים אלו הגיעו לידיעת הציבור דוחות חסרים ומטעים.
 - הנאשמים הואשמו בכך שלא קיימו את הוראות ס' 36 לחוק ני"ע ותקנות ני"ע וגרמו לכך שבדוחות שנמסרו לרשות לרשם החברות ולבורסה, יהיו פרטים מטעים, והכל כדי להטעות משקיע סביר.
- התיק התגלגל בשלוש ערכאות: בשלום - הרשיעו אותם, וזה הגיע עד עליון.

שיעור 8 5.4.11

תרמית בני"ע

הנחת היסוד בעבירות של תרמית בני"ע הוא שאם יש שוק הון שהציבור לא יתן בו אמון מלא הוא יגווע מעצמו - לא יתקיימו בו עסקאות כי אף אחד לא יאמין בו. לכן שוק ההון חייב להיות שווינוי והוגן כדי שכולם ישתתפו במשחק הזה. בנוסף, צריך לוודא שהכללים בשוק ההון יאכפו באופן הוגן.

מסיבות אלו עבירת התרמית בני"ע היא מרכזית בחוק ובפסיקה. ההנחה היא שעבירת התרמית מחייבת **תכנון מוקדם** ומחשבה מסויימת ובבסיסה יש מחשבה של פעולה. היא עבירת תוצאה אך מבחינת העובדות תמיד קודם לביצוע העבירה מחשבה, מעשה, תכנון וכו'. העבירה יכולה להיות פשוטה או מורכבת.

ס' 54 לחוק ני"ע דן בעבירת התרמית. ס' זה הוא אחד משומרי הסף של החוק כדי להגן על כל הסוחרים בני"ע. המטרה היא להקנות אמון עיוור ואמיתי של הציבור בשוק ההון.

ועדת גבאי

דיברנו על הוועדות שהיו מעורבות בניסוח החוק, והועדה האחרונה הייתה ועדת גבאי. היא הוקמה לאחר משבר הבנקים בתחילת שנות השמונים. בשנים הללו הבנקים הציעו בעיקר מניות שלהם לציבור וגרמו לציבור להאמין שערך המניות מאוד גבוה. התרמית התבצעה בבנקים עצמם- הבנקים החליטו כיצד הם משווקים מניות והנחיתו את ההנחיות על הדרג הנמוך יותר. שווקו ני"ע שלא היו שווים דבר, יצרו ביקוש גדול לניירות וכך עשו כסף ורימו את הציבור.

אחרי שהיה המשבר במניות הבנקים והבנקים נקלעו לקשיים והולאמו (פרשת ויסות הבנקים), התכנסה ועדת גבאי. ועדת גבאי אפיינה שלושה עקרונות בסיסיים לפעולתו של שוק הון תקין, אותם היא המליצה ליישם:

1. כל מידע רלוונטי המובא לידיעת הציבור העשוי להשפיע על שער ני"ע חייב להיות אמיתי ונכון- זה עומד בבסיס עבירת התרמית.
2. כל עסקה המתבצעת בשוק צריכה להיות עסקה אמיתית של "קניה" או "מכירה". זה עשוי להיות פתח לתרמית או מניפולציה ע"י מישהו.
3. אסור לבצע עסקאות בשוק המכוונות להשפיע על שערי ני"ע, לרבות בדך של השפעה על היקף הפעילות המסחרית בני"ע, פרט לחריגים הקבועים בחוק.

תרמית בקשר לני"ע

ס' 54 לחוק ני"ע

א. מי שעשה אחד מאלה, דינו מאסר 5 שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בס' 61 א 4 לחוק העונשין:

1. הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה בהבטחה או בתחזית- בכתב, בעל פה או בדרך אחרת- **שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות.**

2. השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך.

ב. בסעיף זה ניירות ערך- לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות.

מידע רך

אין חובה לדווח על מידע רך, אך על מידע מהותי יש לדווח.

מידע רך - מידע שקשור לתחזית או להבטחה או מידע שלא בטוח שיקרה, הוא מידע שבד"כ עוזר לנו להבין מה קורה בין התקופות ואין חובת דיווח עליו. ניתן לדווח עליו ולהגיד שזה עדיין לא סופי וכו'.

מהי הנעה?

ארבעת היסודות לעבירת הנעה:

1. הנעה אקטיבית.

2. הנעה - אמרה, הבטחה או תחזית.

3. אמרה, הבטחה או תחזית שהיא כוזבת או שניתנה תוך העלמת עובדות מהותיות.

4. היסוד הנפשי: המטעה ידע או שהיה עליו לדעת את הכזב.

וועדת בייסקי

הסעיף הוא כללי ולא מוגבל למקרה בו האדם הנוגע בדבר הוא צד לעסקה, והוא חל גם במקרים נוספים ובעיקר כאשר פועל אדם כיועץ ואף כסוכן או מתווך גרידא.

לשון רחבה של הסעיף מחייבת פירוש שיתאים למטרה שלשמה נועדה שהיא הגנה על הציבור, הבטחת ההגינות במסחר בני"ע ובכלל זה מניעת ניצול יתרון בלתי הוגן ממי שעומדים לרשותו מקורות אינפורמציה שאינם פתוחים בפני הזולת.

אין ספק שהסעיף עשוי לחול גם במקרה בו נעשית עסקה ע"י איש פנים כשבדיו מידע המחייב גילוי לפי סעיף זה.

אפשר גם שהוא מאפשר החלתו במכירה או בקנייה אנונימית הנעשית בבורסה, כאשר בידי הצד הנוגע בדבר מידע שיש לגלותו כאמור בסעיף - לגבי זה אין הכרעה משפטית.

גם אנשי פנים יכולים להיות מורשעים בעבירה זו. גם אדם שלא קשור ישירות יכול להיות מורשע, לדוג', אדם שמקים מערך של קניה ומכירה של אלפני מניות כדי לעורר עניין במניה מסויימת. אם היא מעוררת עניין יש אפשרות שמישהו יקנה אותה. אם עושים פעולות רבות כאלו, אפילו אם הן אנונימיות, עושים את העבירה (זו עבירה קשה להוכחה).

ניסוח רחב כזה מאפשר לנו להתמודד עם התחכום של השוק ועם גאונים שמנסים לעקוף את המערכת והשינויים הטכנולוגיים. ניסוח רחב מקובל בארה"ב ובישראל.

ועדת בייסקי אומרת כי הניסוח של ההוראה אינו מוצלח כי המונח דרכי תרמית קשה להגדרה אך ברור כי הוא כולל מקרה בו אדם מוסר ביועצין מידע כוזב במגמה להשפיע על מחירו של ני"ע.

בהמשך לאותו קו פרשני מרחיב קבעה ועדת בייסקי כי היא סבורה כי בגדר סעיף 54 א 2 צריכה להיכלל גם מניפולציה טיפוסית משום שההשפעה על הציבור עשויה להיעשות בדרכים שונות ומגוונות.

פס"ד ועקנין- שלושה נאשמים שהיו בעלי שליטה בחברה לייעוץ והשקעה בני"ע. הם עסקו בהשקעות והיו שותפים והם החזיקו בהיקף גדול של מניות מבוקרות א' של בנק החקלאות. מי שהחזיק בחצי השני של המניות הייתה מ". שלושת בעלי השליטה היו יועצי השקעות והיה להם מגע עם משקיעים. **הם הניעו את הלקוחות שלהם לקנות את המניות האלו**, ואמרו להם שמדובר בהשקעה סולידית ובטוחה. הם יצרו מצג נוסף, שגם להם יש את המניות ושהם לא מתכוונים למכור בזמן הקרוב כי אלו מניות טובות. כשמספר הלקוחות שהם רצו רכש את המניות- הם מכרו את המניות. הלקוחות אפילו לא ידעו מה קרה שם בדיוק משום שהם השאירו בידי היועצים ייפוי כוח למכור ולקנות. **הם פעלו בחשבונות הלקוחות לצורך רכישת המניות שהם ניהלו. זה מקרה בו מתחיל הדבר כסיפור אמיתי ולא מטעה, ההבדל היחיד היה שהם אמרו שהם מחזיקים במניות לטווח ארוך. וכך נוצרה עבירה של תרמית.**

פס"ד חרובי ודהאן- חרובי ודהאן היו קשורים בחברה לניהול תיקים וני"ע שקראו לה "אקוויטי". הם הואשמו בהנעה לפי 54 א' 1 וגם לפי 54 א' 2- ניסו להשפיע בדרכי תרמית על **שערי ני"ע**. שניהם החזיקו ייפוי כוח לבצע פעולות בני"ע עבור הלקוחות שלהם, ונטען כנגדם שהם ניסו לשכנע אנשים בדרכי תרמית לרכוש ני"ע של חברה ציבורית שנקראת "אנד"ן" שנסחרה באותו זמן בבורסה. הם יצרו חרושת של שמועות בקשר עם עליה צפויה בשערי מניות אנד"ן, **תוך שהם מעלימים את העובדה שהם עצמם מתכוונים למכור את ההחזקות שלהם באותה מניה**. הם הבטיחו שהם יטפחו את המניה ומאחר שכך השער שלה יעלה בצורה ניכרת. **השופט ברק הגדיר את ההנעה: הנעה- משמעותה השפעה על הליך קבלת ההחלטה של המשפיע. השפעה זו אינה חייבת להיות בלעדית או מכרעת. כלומר, השופט ברק אומר שלא צריך שמישהו יבוא ויגיד שאתה השיחה שגרמה לאדם למכור או לקנות את המניה, יכול להיות שהיית רק חוליה בדרך- די לי שהיית חלק מהתמונה הכוללת המטעה שיצרו כלפי המשפיע. בפרשה הזו של חרובי דהאן קבע השופט ברק כי ס' 54 לא נועד לסלק כל אלמנט של סיכון משוק ההון, אלא רק להסיר סיכונים שאינם טבעיים, ומקורם בעיוותים ופערי מידע הקיימים בשוק. כלומר, הוא אומר שהכוונה היא שלא יהיה סיכון בשוק ההון, אך המידע יהיה ישר וטוב.**

פרשת בוחניק- שלושה נאשמים שהיו בעלי מניות בחברה של השקעה וניהול תיקי ני"ע, והם הכירו את השוק. מי שמכיר את השוק יודע מי המנכ"ל, מה הוא רוצה וכו'. יש מנכ"לים שגם משתלטים על החברה שלהם. מדובר היה בחברת קניטקס, **והם החזיקו מניות בעצמם וקנו מניות עבור הלקוחות שלהם**. הם כשלב ראשון ביקשו מהלקוחות שלא למכור מניות קניטקס, ואמרו להם בכזב כי רוב המניות שהציבור מחזיק היו בידם וכי הם לא מתכוונים למכור. בשלב השני, הם הלכו לגורם חיצוני וסיכמו איתו שהוא ירכוש מניות קניטקס ולא ימכור אותן חצי שנה. הם גם ערבו לו שכל הפסד שיגרם- הם יכסו. אח"כ הם הלכו למנכ"ל קניטקס, שהם ידעו שהוא מאוד שאפתן, והציעו לו לרכוש את המניות של החברה שהוא מנהל והבטיחו לו שיעלו את שער המניה משום שהם מחזיקים ברוב המניות בחברה- זה לא היה נכון. המנכ"ל קנה את המניות, **והם מכרו את המניות ושער המניה ירד.**

מה שמשותף בכל הפרשות הוא שהנאשמים לא סיפרו ללקוחות שהם מתכוונים למכור את המניות לאחר שהלקוחות ירכשו אותם. בנוסף, בכל הפרשות האלו הנאשמים השפיעו על אחרים וגרמו להם לקנות ני"ע והעלימו עובדות מהותיות ומידע שאילו היו יודעים אותו לא היו קונים את ני"ע. למעשה, הם רצו לחלץ את עצמם מאחזקת ני"ע אחרי שהלקוחות המרומים רכשו את המניות.

פס"ד יפת (פרשת הבנקים) - העליון פסק כי הבנקים הניעו את היועצים להיצג את מניות הבנקים שהונפקו על ידם כאטרקטיביות, בטוחות, נושאות תשואה חיובית מתמדת, סולידיות במהותן וכל משקיע ששם את כספו בהן מבטיח את ערך כספו ואינו מסכן את חסכוניותו.

שיעור 9 12 אפריל 2011

סיכמה: רונית גראו

מידע פנים - הגדרות

תיקון לחוק - לתוך פרק ח1 נוספה הגדרה למושג מידע פנים.

מידע פנים = "אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך" – מידע מהותי, למשל: **מידע הגורם לחברה לייצר/להגדיל הכנסה נוספת, לבסס אחיזה בשוק וכדומה.**

איש פנים בחברה = הגדרה בחוק "מנהל, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי בחברה..." – **כמעט כל אדם שקשור לחברה כולל בן משפחה של אחד המנויים בפסקה.**

דוגמא: מנקה בחברה מאזין לשיבה וקונה מניה? האם נכלל בהגדרה? – **עונה על ההגדרה "שקשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים".**

חלון זמנים: הנחה – **מידע פנים הוא רלוונטי לפעולה מידית, לכן קבעו בחוק: "ביום הקובע או תוך ששת החודשים שקדמו לו"** – לאחר שישה חודשים, כנראה שהמידע לא יהיה רלוונטי/משפיע.

שיחה עסקית בבית קפה בין מנכ"ל חברה לסמנכ"ל לגבי עסקה גדולה – בשולחן לידו מאזין אדם לשיחה; האם אותו אדם יכול לסחור באותה מניה? **ככלל כל מידע שאנו יודעים שלא פורסם לציבור – אסור לסחור, אם במסגרת שמועה – לא הוכרע עדיין בפסיקה.**

ההגדרה אינה מדברת על מכרים של אותו איש פנים.

הפסיקה משלימה – איש פנים המספר לאדם חיצוני; המספר אחראי על עבירת מידע פנים? ימצא כנראה אחראי. המשתמש – עדיין שאלה פתוחה בפסיקה.

לא חייבים לבדוק את שאלת היות המכרים אנשי פנים, ניתן לפתור זאת אחרת, **על ידי סעיף אחר שהדגש בו הוא המידע והשימוש בו – אז הדיון בהגדרת איש פנים מתייתר.**

מיהו איש פנים מוסדר בהגדרה, לא חל באופן ברור על מכרים של אנשי פנים. **הדילמה נפתרת על ידי השימוש במידע פנים שעושה אותו מכר – סעיף 52 לחוק.**

שימוש במידע פנים – סעיף 52:

אם אדם עושה שימוש במידע פנים שניתן לו על ידי איש פנים, הוא עובר עבירה.

ועוד - אדם שומע מידע פנים מאיש פנים; אותו אדם הולך לספר לאדם אחר את המידע. העברת המידע הלאה – **יש אחריות, יש שימוש במידע פנים.**

עקרון על – עקרון ההגינות, למנוע מצב שאנשים מקורבים למידע בחברה לא יהיה במעמד עדיף. רעיון – שוויון במידע לכל הסוחרים. **לא ניתן לעשות מסחר בנייר ערך כל עוד המידע לא נמסר ציבורית.**

ההיבט המוסרי משלים את ההיבט הכלכלי, שהרציונאל בו, הוא יעילות ואמינות של שוק ההון.

כיצד להישמר מהעבירה של איסור על שימוש במידע פנים? חשין: אם אתה יודע דבר מה, עשה פעולה אחת – ספר לכולם ותסחור, אינך מספר לכולם – אל תסחר.

מידע פנים = מידע שיכול באמת להשפיע, **4 רכיבי משנה** אם כולם מתקיימים הרי שיש כאן מידע פנים:

▪ **ציבור** – אותו ציבור שיש לו עניין בשוק ההון וקבלת המידע אצלו תשפיע על התנהגותו כאשר התנהגות זו עשויה להוביל לשינוי בנייר הערך

- **המועד הקובע לבחינת תגובתו ההיפותטית של הציבור על מידע**; המבחן הוא הזמן בו נעשה השימוש, לפני שהמידע התגלה לציבור; מבחן הנובע ממילות החוק "אשר אינו יודע לציבור ואילו נודע לציבור היה יכול לגרום לשינוי משמעותי במחיר נייר ערך של חברה", מבחן האדם הסביר ולא המשקיע הסביר, האדם הסביר הוא הרחבה של המשקיע הסביר, רוצים להגיע לקהל רחב יותר.
- **הניבוי המושכל – כאילו נתגלה המידע לעת עשיית העסקה "היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של חברה"**. בוחנים את הקשר הסיבתי בין גילוי המידע לו נתגלה, לבין השינוי שהיה מביא הגילוי במחיר נייר הערך. והקשר הסיבתי לעולם יהיה קשר סיבתי משוער ולא ממשי. **די לנו שהמשקיע הסביר יוכל להעריך שקיימת אפשרות שהמידע הוא כזה שאילו נודע בציבור היה משפיע באופן משמעותי על מחיר נייר הערך כדי שיתקיים היסוד הנפשי**.
- מבחן **מהותיות המידע בו מדובר** – האם המידע הוא באמת מהותי, יכול להשפיע על הנייר וחייב בדיווח?

לקרוא – פס"ד עדי אייל

שיעור 10 3.5.11

סוכס ע"י נעמי:

פרשת דסק"ש

לברר מה קרה בשלום

הערעור במחוזי –

השופטים היו ברלינר, שיצר והמר – **הוסכס שהחברות היו חברות מסונפות כפי שקובע ס' ההגדרות בחוק**. לא הייתה מחלוקת שההשקעה נכללה בדוחות של דסקש החברה הציבורית והיא ביטוי לרווח שנוצר מהחברות הכלולות והמסונפות ביניהן ישכר. לא היתה מחלוקת שהחברות היו חברות כלולות כפי שקבע בית המ' השלום.

הטענות בערעור:

המערערים טענו שהמדינה הייתה צריכה להוכיח כל רכיב עובדתי ושכל אחד מהדוחות של דסקש הוא דוח מהותי.

המדינה השיבה: החברה הציבורית צריכה לקבוע אם חברה כלולה היא מהותית או לא ואם היא לא מהותית אז לא צריך לצרף את דוחותיה. אם יש מהותיות, יש חובת צירוף ויש אפשרות לבקש פטור. חזרה על הטיעון שהדברים היו מהותיים. העובדה שהחברה ביקשה פטור זה מעיד על המהותיות.

בית המ' המחוזי קבע שהכנסות החברות הכלולות היו מהותיות לדסקש (לקח זאת מפסק הדין של השלום). [בשלום נטען שדסקש היתה צריכה לצרף את הדוחות הכספיים של החברות הכלולות איתה. מומחים קבעו שהרווח כמספר לא מספיק, יש לבאר ולהסביר ממה הוא מורכב. כל זמן שאין את המאזן, הדיווח חסר. לכן כל מה שלא דווח נחשב לפרט מטעה וככזה, עבירה לפי ס' 36].

שואל המחוזי אם הדוח עצמו הוא מהותי כמו המספר. שואל אם יש זהות בין ההכנסות המהותיות לבין המהותיות של הדוח. [בשלום הביאו מומחים וכולם אמרו שחברה שמרוויחה סכום כסף זה יכול להיות גם ממימוש של נכס או משינוי משטר מס ועוד ולכן יש להבין מאיפה נובע הרווח]. המחוזי **אומר שהמהותיות היא המספר עצמו**.

המחוזי שואל אם המהותיות זה המספר הסופי או גם הביאור למספר – יכול ללמד את המשקיע הסביר ממה נובע הרווח והאם הוא אמיתי או נובע ממקורות חד פעמיים. אומר שאם יגיע למסקנה שהביאור עצמו לא חשוב, הוא יוכל לזכות את הנאשמים.

המחוזי חוזר לדברי בית המ' השלום שקבע שבמסגרת הבקשות שהגישה לפטור, בשום מקום היא לא טענה שהחברות לא מהותיות לרווחיה. הפניות של דסקש היו תמות לב וישרות. הם ביקשו פטור כשהיו צריכים ודיווחו. המחוזי היה מוכן לקיים דיון ולהניח שכדסקש התעקשה על הפטור מצירוף הדוחות ההתעקשות היוותה עבורה הודאה לגבי המהותיות שלהן.

המחוזי אומר שהרווח הוא מהותי, שהדוחות הם מהותיים בענייה של דסקש אבל מבחינה מ' אולי זה לא מהותי לצרף את הדוח ויספיק לספר על הרווח. המחוזי מחזק את עמדתו ומסביר למה הוא חושב שהדוחות היו מהותיים.

- א. המערערים אף פעם לא טענו שהם לא מהותיים אבל תמיד הסבירו בגילוי לב שלא צירפו בשל ההתנגדות של משפחת ורטהיימר.
- ב. צירוף הדוחות לדוח דסקש שהוגש לרשות בצירוף מכתב לוואי היה מנוסח בצורה לא בהירה.

בית המ' ממשיך לטעון שהדוחות היו מהותיים וחובה היה לצרפם. בית המ' מונה את העבירות הרבות שיכולות לנבוע מאי ציות לסי' 36 (ראה בשקף).

המדינה אומרת שלא קיימו את סעיף 36 לחוק שמחייב את צירוף הדוחות וכן שאי צירופם של הדוחות הוא נחשב לפרט מטעה. מבקשים הרשעה.

המחוזי מקיים דיון בשאלה אם העובדה שלא צירפו את דוחות החברות זה נחשב לפרט מטעה. (הם גילו את הנתון, דיברו על הרווח. כעת בודק אם אותה ידיעה היא מספיקה או שצריך היה לצרף גם את הדוחות).

המחוזי אומר שהסתרת הדוחות מהציבור זה מעשה פיזי, השאלה היא אם הם עשו זאת כדי להטעות משקיע סביר.

אומר שאין מחלוקת שאף אחד לא פעל מתוך רצון להטעות משקיע. החברה היא רווחית ושקופה יחסית. לא נעשתה תרמית במובן הרשמי של המילה. אומר שהמשקיע הסביר יודע מתוך עיון בדוח שהדוחות לא צורפו, חושב שמדובר בניסיון להטעות. חוץ מהמקרים שהמחוקק יצר חזקה בנושא שכזה. הוא לא ראה בכך כוונה להטעות.

כיצד הוטעה המשקיע וכיצד יכול היה לחשוב שמה שמונח לפניו זה כל הנתונים? המחוזי אומר שאין טענה שהמסמכים שהוצגו נחזים להיות דוחות כספיים של החברות הכלולות ומכילים

נתונים פיקטיביים. אומר שאם היה רוצה המשקיע באינפורמציה נוספת בקשר לחברות, הוא היה מקבל את הנתונים. העדר הדוחות לא שינה את התמונה לעניין שיקולי ההשקעה שרק הם החשובים.

בית המ' קובע שלא הייתה חובה לצרף דוחות באופן פיזי, שלא הייתה מטרה להטעות משקיע סביר וכולם ידעו על ההשקעה בישכר ולא הייתה קנוניה או רצון להסתיר דבר ולכן ביטל את פס"ד של השלום וזיכה את דסקש.

דעת מיעוט – השופטת שיצר חשבה שיש להשאיר את פסק דינו של השלום על כנו. מדובר בעקרונות יסוד מושכלות של השיטה החשבונאית. אלה מהווים חלק מתפיסת המחוקק בבואו להתקין את ס' 36א'. מפנה לתקנה 3 לניירות ערך שמסבירה כיצד יש לבצע דוחות. **הטעית הציבור היא לא בהכרח רק הסתרת פרט שלילי. גם הסתרת מידע חיובי משליכה על שיקוליו של המשקיע.** גישתם הפטרנליסטית של דסקש והמערערים לפיה הם יודעים טוב יותר מהו אינטרס הציבור וטובת המשקיע אינה מתיישבת עם כוונת המחוקק לאפשר למשקיעים שיקול דעת עצמאי. המערערים רצו למנוע את הנתונים מהמשקיעים. היו חייבים לצרף את המאזנים. השאלה אם המשקיע בדק את הנתונים או לא, זה לא שאלה החברה המדווחת צריכה להתעסק בו או להחליט לגביה. **המבחן הוא לא מבחן התוצאה. עבירת פרט מטעה היא עבירת התנהגות ולא תוצאה.**

המדינה לא השלימה עם התוצאה והוגש ערעור לעליון. ניתן פסק דין לאחר שנים. שאל אם התנהגות המשיבים במועדים הרלוונטים שנים 95-90, באי צירוף הדוחות הכספיים של החברות הכלולות לבורסה ולרשם החברות הגיע כדי עבירה פלילית לפי ס' 53 א' 4 לחוק ניירות ערך. **בית המ' קובע שהתכלית של הנורמה היא הגילוי הנאות ומדגיש את החשיבות של זרימת מידע מלא לפעילים בשוק ההון.** הוא מחזיק למשקיע את הזכות לקבל החלטות משלו, וקובע למשקיע אין מקורות מידע עצמאיים. מודגש גם שהעקרונות נועדו למנוע מעשה מרמה ולשמור על אימון הציבור בשוק ההון ומסכם את הנושא בכך שאומר שעיקרון הגילוי נועד להרתיע בעלי כוח בחברות הציבוריות ולפקח על מהלכיהן.

דן ביסוד העובדתי של העבירה מונה שני מרכיבים:

- א. אי קיום הוראה מהוראות ס' 36 לחוק שמטיל את חובת הדיווח**
- ב. שהתאגיד גורם לכך שבדוח או בהודעה על פי החוק, יהיה פרט מטעה. כולל גם פרט מהותי שהושמט מהדיווח.**

בית המ' קובע שמדובר בעבירה התנהגותית ומדגיש שישודותיה העובדתיים לא כוללים תוצאה אסורה. לא צריכה להיות תוצאה וגם אם יש תוצאה היא לא חייבת להיות רעה.

בית המ' אומר שהיסוד העובדתי יכול להיות מוכח בכך שלא קוימה חובת הדיווח.

היסוד הנפשי – המונח הדומיננטי הוא כדי להטעות משקיע סביר. העליון קובע שהמשקיע שהביא את הנאשם לאי קיום חובת הדיווח או להכללת פרט מטעה בדיווח אינו רלוונטי. קיום המטרה להטעות את המשקיע הסביר הנלוות ליסוד העובדתי בעבירה, הוא הקובע. יסוד עובדתי מסוג

מטרה, מצריך קיום ראיות ישירות או נסיבתיות כי מטרת הנאשם בהפרת חובות הדיווח הייתה להטעות משקיע סביר. אולם גם אם דרישה הוכחתית זו אינה מתקיימת, **ניתן להיזקק להלכת הציפיות שמשמעה בהקשר זה הוא כי יש לראות את מודעות הנאשם להתממשות ההטעיה של משקיע סביר כאפשרות קרובה לוודאי**. כשקולה לקיום מטרה להטעות משקיע סביר. [חברה צריכה לצפות שאי הכללת מידע היא חמורה]. ביסוד הנפשי, נאמר שגם אם יהיו תירוצים מספיק טובים, תמיד אפשר להחיל את הלכת הציפיות.

בית המ' העליון קובע שהיסוד העובדתי והנפשי מתקיימים על כל חלקיהם. בנושא הלכת הציפיות הם היו מודעים למהותיות של הדוחות ולכן הייתה חובה לצרפם

שיעור 11 24.5.11

יועצי השקעות

כיום יש חוק המסדיר את הנושא בשונה מבעבר. בעבר זה לא היה מוסדר והתעוררה בעיה עם הבנקים שהיו ממליצים על קרנות שלהם וזה היה גורם לניגוד עניינים. החוק מונע מיועץ ההשקעות מלייעץ בניגוד לאינטרסים שלו. הרשות לני"ע היא שאחראית על אכיפת החוק.

ועדת בייסקי

דנה בנושא ניגוד העניינים הבנקאי. הסבירו שהבנק הוא מצד אחד מייעץ ללקוח כיצד להשקיע את כספו ואת חסכוניותו, ומצד שני לבנק יש אינטרס בנתיב ההשקעה משום שלבנק יש נכסים פיננסיים בבעלותו או נכסים שהוא מעורב בהם.

ע"פ 2910/94 הרנסט יפת נ' מ"י- ביהמ"ש הצביע על שורש הרע בניגוד העניינים הזה, וכותב כך: "אין להעמיד עוד את הבנק במצב הבלתי אפשרי שמצד אחד יוצג כיועץ תמים וניטרלי לציבור הלקוחות ככל שמדובר בשוק ההון, ומצד שני ידרש ע"י הבנק לשווק את מניות הבנק..." יש פה מצב של ניגוד אינטרסים ברור- יש פה נטייה לרצות את המעביד על חשבון הלקוח. העובדים קיימו את רצון ההנהלה וגרמו הפסדים ללקוחות.

הוחלט שהבנק לא יעסוק בייעוץ ללקוחות משום שהוא מעורב בבורסה ובשוק ההון ובמקביל מעורב בהשקעות בעצמו.

ביהמ"ש המליץ כך וגם ועדת בייסקי המליצה על כך, וחוקק חוק שנקבע שמי שאין לו רשיון לא יכול לייעץ בהשקעות.

יועץ השקעות- מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, אחזקה, קניה או מכירה של ני"ע ונכסים פיננסיים. המונח "ייעוץ" מוגדר במישרין, בעקיפין, באמצעות פקסים, בפרסום, בחוזרים, בחו"ד, בדואר או בכל אמצעי אחר למעט פרסום בידי המדינה או תאגיד הממלא תפקיד עפ"י דין. למשל, הבורסה לא נחשבת למבצעת פעולה של ייעוץ.

ארגון הבנקים ראה את ההגדרה הזו כמאוד קשה ליישום, בעוד הרשות לני"ע הודיעה על פרשנות מחמירה יותר למונח ייעוץ.

ה"פ 431/01 ת"א איגוד הבנקים בישראל נ' הרשות לני"ע- עמדת הרשות אמרה מה זה למעשה ייעוץ: מתן מידע על ני"ע או על מכשיר פיננסי אחר, אשר בחירתו של המידע נעשית עפ"י שיקול דעתו של נותן המידע או הגוף שבו הוא מועסק, ויש במידע כדי להוביל את מקבלו למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעה בני"ע או במכשיר פיננסי מסוים, הוא מבחינת ייעוץ השקעות גם אם לא ניתן ייעוץ באופן מפורש. כלומר, כל שיחה של עובד בנק עם אדם כלשהו היא בגדר ייעוץ בהשקעות. המפקח על הבנקים לא רצה להתערב בכך אלא רצה ליישם את ההוראות, והבנקים רצו לביהמ"ש כדי להבהיר את הדברים. הנשיא גורן דן בעניין, ובסופו של דבר הוא נתן הנחיות לבנקים וגם לרשות כיצד לראות ייעוץ בהשקעות. הייתה טענה של איגוד הבנקים שאמרו שייעוץ זה דבר אקטיבי- צריך לייעץ באופן פעיל. גורן אמר שמי שמייעץ חב בחובת זמירות כלפי הלקוח- צריך הסכם בכתב. הוא גם צריך לקבל גילוי נאות בקשר לעסקה. צריך להסביר לו שהיא מסוכנת אם היא מסוכנת, צריך לרשום כל פעולה

שעושים, צריך להעביר דיווח שנתי לרשות, ובכל מקרה אסור לבעל הרשיון כשהוא נותן ייעוץ על נכסים שלו להעדיף אותם ע"פ ני"ע אחר- על חשבון הלקוח.

הרשות אמרה שהבנקים לא הפנימו את נזקי המשבר עם הבנקים. אם נבדוק בכל בנק, נראה כי 80% מקרנות הנאמנות שקשורות בבנק מסוים- נמכרות ללקוחות של אותו הבנק. והם עושים פעולות שיווק במסווה של מסירת מידע. הם מוסרים מידע שמאחוריו מסתתרת מטרה שיווקית, וזה נגוע בניגוד עניינים. יתר על כן, אם בודקים פרקטית מה קורה, נראה שפקיד שנשאל שאלה מסוימת משיב תשובה הטובה לבנק.

השופט גורן אמר שצריך להגיע לצמצום ניגוד העניינים בפעולות הבנק. מצד אחד צריך לפרש את החוק כך שימנע ניגוד עניינים, ומצד שני לאפשר עבודה. בסופו של דבר השופט גורן מתמקד בנושא מסירת המידע- המידע הוא התשתית לכל החלטה. אנו יודעים שהבנק מוסר מידע, ואנו יודעים שאדם רציונלי בוחר בין חלופות על סמך המידע הקיים אצלו. אבל חובה להבחין בין סוגים שונים של מידע: יש מידע אובייקטיבי שאיש לא יחלוק על קיומו, ויש מידע סובייקטיבי שהוא הבעת דעה או הערכה מסויימת. הוא מרחיב את זה ומדבר על תחומים בהם המידע יכול להיות שונה. הוא מחלק את המידע לשלושה סוגים עיקריים:

1. מידע כללי לעומת מידע ספציפי.

2. מידע אובייקטיבי לעומת מידע סובייקטיבי.

3. מידע פוזיטיבי לעומת מידע נגיטיבי.

מסירת מידע יכולה ליפול תחת הקטגוריה של ייעוץ כי מי שישמע אותו יקבל החלטה באשר לנתיב ההשקעה.

השופט גורן אומר שצריך למצוא את שביל הזהב בין ייעוץ לבין שיחה. הוא מתחיל לשקלל את כל הפקטורים של אותו שירות: יחסי בנק- לקוח, העובדה שהלקוח תמיד יהיה בנחיתות מול הבנק, מצד שני מדבר על חוסנה של המערכת הבנקאית וכו'. בהמשך הוא מבין שאם לא יתן הוראות ספציפיות אלא ידבר במונחי שסתום אז אף אחד לא יישם את זה כהלכה. הוא נותן קיום מנחים למסירת מידע:

- ✓ כשבנק בא במגע עם לקוח אסור לו להעדיף את האינטרסים שלו על חשבון הלקוח. האינטרס המכריע הוא טובת הלקוח.
- ✓ פקיד הבנק צריך להודיע ללקוח שבאפשרותו להסתייע ביועץ השקעות וזה המצב העדיף- כלומר שפקיד או טלר לא ייעץ ללקוח.
- ✓ פקיד הבנק רשאי להעביר מידע ללקוח שאין בו כדי להגיע למסקנה בדבר כדאיות העסקה.
- ✓ מידע נגיטיבי או פוזיטיבי ככלל אסור למסור- אבל, אם טובת הלקוח דורשת זאת- מותר למסור את המידע.

איגוד הבנקים ערער על החלטה זו ועדיין לא התקבל פס"ד.

כיום המצב יותר טוב מבעבר כי אין הפקרות- עצם קיום החוק חשוב, אך החוק עדיין מעומעם ולא ברור.

התחום הזה מעצם טבעו הוא בעייתי משום שהוא תחום שעוסק בבעלי הון ובעלי השפעה.

לא יכול להיות שיועץ השקעות יספק השקעות ללא הסכם בכתב, וזה לטובת היועץ.

יועץ השקעות יהיה חייב תמיד בגילוי נאות- הוא חייב לגלות ללקוח לגבי כל נושא מהותי ורלוונטי ליועץ ועשוי להיות רלוונטי ללקוח. אסור ליועץ ההשקעות להיות מצוי בניגוד עניינים ואסור לו להעדיף קרן אחת על אחרת, או ני"ע אחד על אחר. הוא חייב תמיד לגלות את כל עסקיו ככל שהם קשורים למה שהוא מנהל- אסור לו להחזיק ני"ע. אם יש זיקה של המקום בו הוא עובד לני"ע הוא צריך להגיד זאת. אסור לו לקבל תמריצים כתוצאה מפעולות שהוא עושה בני"ע עצמם. יש לו חובות אמון וזהירות בדרגה הגבוהה ביותר, ואסור לו להיות גורם מפרסם של גוף השקעות כלשהו.

החוק מפריד בין יועצי השקעות לבין מנהלי תיקים. כאשר ההבדל בין יועץ השקעות למנהל תיקים הוא שיועץ השקעות רק מייעץ מה לעשות עם הכסף. לעומת זאת, מנהל תיקים שהוא למעשה מי שמנהל את תיק ההשקעות.