

הסדרת עסקי חיתום של ניירות ערך בישראל

ד"ר מאיר חת

שוק ניירות הערך הישראלי כבר עבר שני מחזורים של גיאות מרקיזה שאחריה בא שפל עמוק, והגאות האחרונה בשוק ההנפקות היתה מלווה בתופעות שליליות לא מעטות. התנאי היסודי להבטחת התפתחותו התקינה של שוק ניירות הערך לטווח ארוך הוא הסדרת עסקי החיתום בחוק.

הגיאות בשוק ניירות-הערך הישראלי — בעיקר בשוק המניות — נמשכת כבר למעלה משלש שנים. לאחר עליה ריאלית מצטברת של קרוב ל-130% במדד שערי המניות בבורסה (להוציא מניות הבנקים שבהסדר והרשימה המקבילה) בשנים 1989 עד 1991 המשיך המדד לעלות בכ-40% נוספים במחצית הראשונה של שנת 1992. גיאות בשוק המשני — הבורסה — מלווה, בדרך כלל, בגיוס הון על-ידי הנפקות בשוק הראשוני. כך אמנם היה, ובכל אחת משלש השנים הקודמות הונפקו מניות וניירות-ערך הניתנים להמרה במניות (אגרות-חוב ואופציות) בסכומים שבין 625 מיליון ש"ח (1990) ל-930 מיליון ש"ח (1991). בחדשים הראשונים של שנת 1992 עוד גבר זרם ההנפקות — 77 חברות הנפיקו מניות וניירות-ערך הניתנים להמרה שערכם הכולל הגיע ל-2 מיליארד ש"ח, בקירוב.

בעסקי ההנפקה של ניירות-ערך מעורבים, בנוסף לחברות המנפיקות ולקוני ניירות-הערך, גם גופים מקצועיים הידועים בכינוי חתמים — underwriters בלע"ז. הביטוי "חתם" שאוב מעסקי הביטוח. חתם הוא מי שמצורף חתימתו לפוליסת הביטוח ובכך נוטל על עצמו אחריות לסיכון מוגדר, תמורת פרמיה. גם בהנפקת ניירות-ערך אפשר להגדיר את תפקידו של חתם כפעולה ביטוחית, כנאמר בסעיף 22(ג) לחוק ניירות-ערך, תשכ"ח — 1968:

"נכלל בתשקיף שמו של אדם שהתחייב לרכוש את ניירות-הערך המוצעים, כולם או מקצתם, במידה שלא ירכוש אותם הציבור, יחתום גם הוא על התשקיף."
ההתחייבות לרכוש ניירות-ערך מונפקים, במידה שלא ירכוש אותם הציבור, היא בגדר ביטוח למנפיק שכל ניירות-הערך המונפקים יירכשו ממנו — על-יד הציבור או על-ידי החתם.

חיוכו של החתם לחתום על התשקיף, כאמור בסעיף, מרחיב את תחומי אחריותו של החתם אל מעבר למחויבותו הביטוחית לרכוש אותם ניירות-ערך שלא יקנה הציבור. בדומה לחותמים אחרים על התשקיף — החברה המנפיקה והדירקטורים שלה —

אחראי גם החתם, כאמור בסעיף 31(א) לחוק ניירות-ערך, תשכ"ח — 1968: "כלפי מי שרכש ניירות-ערך מן המציע, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות-ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה." ההגנה מפני אחריות המוטלת על-פי סעיף זה ניתנת למי — "שהוכיח שנקט כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף... וכי האמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה..."

הצורך להגן על עצמו מפני האחריות שמטיל עליו החוק מחייבת את החתם לוודא שאין בתשקיף פרט מטעה. לצורך זה, ועל-מנת לקבוע מהו המחיר שבו ראוי למכור את ניירות-הערך המוצעים (מחיר שהחתם עצמו ידרש לשלמו אם הציבור לא יקנה אותם), על החתם לאמת את הנתונים המובאים בתשקיף ולהעריכם.

מטעם זה מקובל שהחתם, או מנהל קבוצת החתמים, כאשר ישנם משתתפים נוספים בחיתום, נוטל על עצמו תפקיד פעיל בהכנת ההנפקה, בקביעת מחיר ניירות-הערך המוצעים ובבדיקת הפרטים הכלולים בתשקיף. הליך הבדיקה והאימות ידוע בכינוי due diligence. כאשר החתם הוא גוף מקצועי מנוסה ובעל מוניטין, השתתפותו בהכנת ההנפקה והתשקיף יש בה כדי להקל על הליכי אישור התשקיף כשהדבר נדרש על-פי חוק ולחזק את אימונו של ציבור המשקיעים בכך שניירות-הערך המוצעים הם השקעה ראויה (בכפוף לסייגים המפורשים בתשקיף).

חוק ניירות-ערך אינו מתייחס לשאלות הנוגעות לכשירותו של החתם למלא את תפקידיו ולחובות אותן יש להטיל על מי שממלא תפקיד המחייב ידע מקצועי, מהימנות וגם יכולת לשאת בסיכונים הקשורים בפעולת החיתום עצמה ובאחריות המוטלת על החתם מכוח סעיף 31 לחוק.

תיקון מס' 11 לחוק ניירות-ערך, אשר תחילתו נקבעה ליום 1.7.1991, הסמיך את שר-האוצר להתקין תקנות, על-פי הצעת רשות ניירות-ערך, בעניינים הבאים הנוגעים לפעילותו של חתם:

1. תנאי כשרות;
2. הון מזערי או ביטוח אחריות מקצועית;
3. דרישות שיגיש;
4. הגבלות בעניין ניגוד עניינים בינו לבין מי שרכש באמצעותו או בעצתו ניירות-ערך על-פי תשקיף שנחתם על ידו (סעיף 56 (ג)).

התקנות אשר הוצעו על-ידי רשות ניירות-ערך, ומחייבות התייעצות עם שר-המשפטים ואישור ועדת הכספים של הכנסת, לא עברו עדיין את הליכי האישור הנדרשים. לעומת זאת, הוצאו לאחרונה הנחיות מטעם המפקח על הבנקים לתאגידי בנקאיים העוסקים בחיתום ניירות-ערך, אשר עניינן העברת עסקי החיתום מן הבנק עצמו לחברה המנוהלת כנפרד, לשם מניעת ניגודי עניינים אפשריים הנובעים ממכלול העסקים של הבנק בתחומי האשראי ושוק ניירות-הערך. (תחילתן של ההנחיות ב-1.9.1992). בדברים שלהלן אנו מבקשים לבדוק אם יש צורך לשנות את המצב החוקי הקיים בהתייחס לכשירות החתם, תפקידיו וחובותיו. נרכז את בדיקתנו בכמה נקודות עיקריות:

1. הגדרת תפקידו של החתם והשפעתה על שיטת ההנפקה באמצעותו;
2. תנאי כשירות לעיסוק בחיתום;
3. ניגודי עניינים בעסקי החיתום והדרכים לטפל בהם;
4. נוהלי בדיקת ההנפקה ואימות נתוני התשקיף על-ידי החתם.

הגדרת תפקידו של החתם

המונח "חתם" אינו מוגדר בחוק ניירות-ערך, אולם סעיף 22(ג), שנוכח לעיל, מגדיר את תפקידו של החתם בהתייחסו ל"אדם שהתחייב לרכוש את ניירות-הערך המוצעים, כולם או מקצתם, במידה שלא ירכוש אותם הציבור".

הגדרה זו דומה למקובל באנגליה —

"Underwriting is the process by which financial intermediaries and institutions, in return for a commission, commit themselves at the time of the announcement of the offer to take up shares in an issue in the event that it is under-subscribed."¹

בעגה המקובלת בארצות-הברית ידועה שיטה זו של חיתום כ-Strict or old-fashioned underwriting. השיטה המקובלת יותר בעסקי החיתום שם ידועה בכינוי Firm commitment underwriting, והגדרת עסקו של החתם בחוק ניירות-הערך משנת 1933 (סעיף 2(11)) היא כדלקמן:

"Any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking... but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer..."

על-פי השיטה האמריקאית קונים החתמים את ניירות-הערך מן המנפיק ומוכרים אותם למשקיעים באמצעות סוכני משנה. אלה האחרונים משתתפים בהפצת ניירות-הערך ("קבוצת-מכירה") אך אינם נחשבים חתמים לעניין החוק.

ההבדל בין שתי ההגדרות לתפקידו של החתם מתבטא בפועל בשני עניינים עיקריים: א. הקצאת ניירות-הערך המונפקים נעשית על-פי שיקול רעתם של החתמים, ללא קשר הכרחי לכמויות המבוקשות על-ידי חברי קבוצת המכירה או לקוחותיהם. שיקולי החתמים בארצות-הברית באשר להקצאת ניירות-הערך נקבעים על-פי קשריהם ארוכי הטווח עם המשתתפים בקבוצת המכירה ועל-פי הערכתם את יציבות ההחזקות בניירות-הערך סמוך לאחר ההנפקה. שיטה זו מונעת את תופעת חתימות היתר הגדולות הקיימת אצלנו בתקופות של גאות בשוק. על מנת לאפשר טפול במצבים של ביקוש העולה על הצפוי נוהגים חתמים אמריקאיים לקבל הסכמת החברה המנפיקה להעמיד

1 The International Stock Exchange, London, **Initial Public Offerings**, The Report of a Review Committee chaired by G.R. Russell (February 1990) 27.

לרשות החתמים כמות נוספת של עד 15% מן הכמות שהוסכם להנפיקה מלכתחילה. בישראל אין החתמים רוכשים את ניירות-הערך המונפקים אם ציבור המשקיעים מבקש לקנות את הכמות המונפקת במלואה. מסיבה זו אין להם שיקול דעת ביחס להקצאת ניירות הערך למזמינים וזו נעשית ביחס לכמויות שהוזמנו על-ידי כל אחד מהם. הסדר זה, שהוא, לכאורה, הוגן יותר מזה המקובל בארצות-הברית גורר בעקבותיו את תופעת חתימות-היתר המוגזמות, הקיימת בישראל. בשנת 1991 הונפקו לציבור מניות וניירות-ערך הניתנים להמרה בסכום של כ-930 מיליון ש"ח, אך היקף הזמנות הציבור הגיע לסכום של 123.2 מיליארד ש"ח — פי 132! משקיעים מזמינים כמויות גדולות מאלה שהם מבקשים לקנות מתוך הנחה שיוקצה להם רק חלק קטן מהזמנתם. כאשר הם טועים בהערכתם הם עלולים להתקשות בפירעון האשראי שקבלו למטרת מימון ההזמנה, או שעליהם למהר ולמכר את ניירות-הערך שהוקצו להם ולגרום בכך לירידת מחירו של נייר-הערך סמוך לאחר ההנפקה.

ב. קיצור התקופה שבין מועד פרסום התשקיף לתחילת ההזמנות לרכישת ניירות-הערך המוצעים. על-פי חוק ניירות-ערך (סעיף 24(א)), "התקופה להגשת ההזמנות... תקבע בתשקיף, ובלבד שתתחיל לא לפני עבור שבועה ימים ותסתיים לא יאוחר מחודש מיום פרסומו".

האפשרות לשינוי בתנאי השוק בין מועד פרסום התשקיף לתחילת הגשת ההזמנות מגדילה את סיכון החתמים, שהתחייבו בתשקיף לרכוש את ניירות-הערך במחיר מסוים, אם לא ירכוש אותם הציבור.

בארצות-הברית רוכשים החתמים את ניירות-הערך המוצעים מיד לאחר קביעת המחיר ואישור ההנפקה. כך פוחת למינימום הסיכון לשינויים בתנאי השוק בין המועד בו נקבע המחיר לביצוע הקנייה על-ידי החתמים ומכירת ניירות-הערך למשקיעים. שיטה זו מחייבת שתוכן התשקיף יובא לידיעת המשקיעים הפוטנציאליים — חברי קבוצת המכירה ומשקיעים מוסדיים — עוד לפני אישורו על-ידי רשות ניירות-הערך, אף כי פורמלית מכירת ניירות-ערך מותרת רק על-פי תשקיף שאושר.

אימרו השטיה האמריקאית אצלנו יחייב שינוי הגדרת החתם בחוק ניירות הערך. החתם על-פי ההגדרה המתוקנת יהיה אדם שהתחייב לרכוש את ניירות הערך המוצעים, כולם או מקצתם. הסייג "כמידה שלא ירכוש אותם הציבור" יוכל להיכלל בהסכם שבין החתם למנפיק, אך אין צורך שיהיה חלק מן ההגדרה שבחוק. ההגדרה החדשה תאפשר להניח בידי החתמים את שיקול הדעת לעניין הקצאת ניירות-הערך המונפקים, בגבולות שיוסכמו בינם לבין המנפיק ובמסגרת כללים שייקבעו לשם הבטחת פיזור נאות של ניירות הערך.

אם יוחלט ללכת בעקבות האמריקאים גם בעניין קיצור התקופה שבין מועד פרסום התשקיף לתחילת ההזמנות לרכישת ניירות-הערך יהיה צורך בשינוי נוסף בחוק. מכירת ניירות-הערך מיד לאחר פרסום התשקיף מחייבת שיתאפשר לחתמים להשתמש בשיטה סופית של התשקיף למטרת הצגת ההנפקה המתוכננת בפני קונים פוטנציאליים עוד לפני אישור רשות ניירות-ערך.

תנאי כשירות לעיסוק בחיתום

ההגדרה לתפקידו של חתם בחוק ניירות-ערך מתייחסת, כפי שהזכרנו לעיל, רק לאספקט הביטוחי של תפקיד זה. תפקידים נוספים שממלא החתם בתהליך ההכנה והביצוע של הנפקת ניירות-ערך לציבור נגזרים מן הסיכון העסקי שהוא נוטל על עצמו בהתחייבות לקנות את ניירות-הערך המונפקים, או חלק מהם, ומן האחריות המוטלת עליו כאחד החותמים על התשקיף מכוח סעיף 31 בחוק. רובן הגדול של ההנפקות לציבור — בישראל ובעולם — אינו מתבצע באמצעות חתם יחיד. הנוהג של פעולה באמצעות קבוצת חתמים — סינדיקט או קונסורציום — נועד לפזר את הסיכון, להקל על הפצת ניירות-הערך ולאפשר ביצוע הנפקות שגודלן עולה על יכולתו של חתם יחיד. לא כל המשתתפים בקבוצת חתמים מבצעים את הפעולות הקשורות בבדיקת טיב ההנפקה ובהכנת התשקיף. תפקיד זה מוטל על אחד (או קבוצה קטנה) מן החתמים, המשמש כמנהל (או מנהל משותף) של הקונסורציום ופועל כשליח הקבוצה כולה בהכנת ההנפקה ובמשא-ומתן עם החברה המנפיקה ונציגיה.

לעניין תנאי הכשירות לחתמים יש מקום להבחין בין חתם לבין מנהל קבוצת חתמים, או אחראי להנפקה. האחריות המוטלת על החתם מחייבת שיעמדו לרשותו אמצעים כספיים מספיקים לעמוד באחריותו הביטוחית ובאחריותו הנזיקית לפרט מטעה בתשקיף. מנהל קבוצת החתמים נוטל על עצמו אחריות להכנת ההנפקה ובדיקת התשקיף, וזו מחייבת כישורים מקצועיים מסוימים. הכישורים שעל רשות ניירות-ערך לקבוע מכוח ההסמכה על-פי סעיף 56 (ג) לחוק צריכים להתייחס לשלשה עניינים:

א. הון עצמי — יש לקבוע הון עצמי מינימלי שיהיה תנאי להשתתפות גוף כלשהו בעסקי חיתום. בדומה למה שקבוע בחוק היפני, למשל, רצוי לקבוע מינימום הון גבוה יותר למי שמבקש להיות מנהל קבוצת חתמים.

ב. גוף משפטי — חתם צריך להיות גוף מאוגד שיש לו פעילות עסקית בישראל ודירקטוריון שבו לפחות דירקטור חיצוני אחד. החתם יהיה חייב ברישום אצל רשות ניירות-ערך ובדיווח תקופתי על מצבו ופעילותו. מי שמבקש להיות מנהל קבוצת חתמים צריך להיות גוף מאוגד העוסק בענף השירותים הפיננסיים וכפוף לפיקוח שוטף של רשות ממלכתית או ציבורית. (רשות ניירות-ערך, בנק ישראל, המפקח על הביטוח או הבורסה לניירות-ערך).

ג. כישורים אישיים ומקצועיים — ביחס לחתם אפשר להסתפק בכך שמנהליו יהיו בעלי עבר ללא דופי, ואילו מאחראי להנפקה יש לדרוש שיעמדו לרשותו צוות מקצועי מינימלי.

יש מקום לשאלה אם ההבחנה המוצעת על-ידי בין חתם, שחלקו בביצוע ההנפקה אינו חורג מן התפקיד הביטוחי, לבין מנהל קבוצת החתמים, שיש לו חלק בהכנת ההנפקה ובבדיקת התשקיף, אינה מצדיקה הבדל במידת האחריות המוטלת עליהם לפרט מוטעה בתשקיף? גם אם אין פוטרים חתם, שלא היה לו חלק בניהול ההנפקה, מן האחריות לפרט מטעה בתשקיף, נראה לי שיש לאפשר לו להתבסס על הגנת הבדיקה

הנאותה של מנהל קבוצת החתמים אם זה יוכיח כי לאחר בדיקה נאותה היה לו יסוד להאמין, ואף האמין, שהתשקיף נכון לכל פרטיו.

ניגודי עניינים בעסקי החיתום

גם מי שהחיתום הוא עסקו היחיד עומד בפני בעיות של ניגוד עניינים אפשרי. אלה מחריפות כאשר לצד עסקי החיתום מתנהלים גם עסקים פיננסיים אחרים, כפי שמקובל בדרך כלל.

ניגוד העניינים בעסקי החיתום עצמם נובע מכך שהחתם נותן שירותים לשני "אדונים" בעלי אינטרסים מנוגדים:

א. הגוף המנפיק ניירות-ערך, אשר ענינו העיקרי הוא מכירתם לציבור בתנאים הנוחים לו (מחיר גבוה למניה או שער ריבית נמוך ובטחונות מעטים בהנפקת אגרות-חוב).

ב. ציבור קוני ניירות-הערך שמבקש לקנותם בתנאים הנוחים לו (מחיר נמוך למניה, שער ריבית גבוה ובטחונות מוצקים בהנפקת אגרות-חוב).

כאשר יש לחתם עיסוקים פיננסיים נוספים צוות בעיות נוספות של ניגוד עניינים אפשרי:

א. כאשר החתם הוא בנק מסחרי, אשר נתן אשראי למנפיק, או שהוא חברה קשורה לבנק, יכול להיות לו עניין שהמנפיק ישתמש בכספי ההנפקה לפירעון האשראי. במקרה כזה אין החתם יכול להיות כוחן אובייקטיבי של טיב המנפיק, איכות הנפקה ותנאיה.

ב. כאשר החתם הוא גם ברוקר, או מנהל תיקי השקעות (של לקוחות פרטיים או מוסדיים, דוגמת קרנות נאמנות או קופות תגמולים) הוא עשוי לקדם את ענינו כחתם על-ידי ייעוץ ללקוחותיו, לרכוש את ניירות הערך המונפקים, או על-ידי רכישתם לחיקים המנוהלים על-ידו.

ג. כאשר קיימים קשרי בעלות בין החתם לגופים המנפיקים ניירות ערך באמצעותו, מחריף ניגוד העניינים הקיים בדרך כלל בין המנפיק לבין קונה ניירות-הערך.

הדרך הקיצונית והבטוחה ביותר למניעת מצבים של ניגוד עניינים היא להפריד את העיסוקים שעלולים להתהוות ביניהם מצבים כאלה: לקבוע, למשל, שהעוסק בחיתום לא יהיה קשור בעסק פיננסי אחר, דוגמת בנקאות מסחרית, מסחר בניירות-ערך או ניהול תיקי השקעות. בארצות-הברית אוסר החוק, הקרוי על-שם יוזמיו, חוק Glass-Steagall, על בנקים מסחריים לעסוק בחלק מעסקי ניירות הערך, וכיניהם חיתום של הנפקות מניות ואגרות-חוב של תאגידים².

פתרון קיצוני זה, שאינו נראה לנו מטעמים אותם נפרט להלן, אין בו כדי למנוע את ניגוד העניינים הקיים בעסק החיתום עצמו. מי שקובע את התנאים בהם ימכור המנפיק

את ניירות-הערך שלו — תנאים שצריכים להיות הוגנים למנפיק — קובע בה בעת גם את התנאים בהם יקנה אותם המשקיע, שאינו בעל עניין זהה לזה של המנפיק. החתם מקהה, במידת מה, את בעית ניגוד העניינים הפוטנציאלי הקיים במהות עסקו, על-ידי הליכי הבדיקה של עסקי המנפיק וטיב ניירות-הערך המונפקים (due diligence), בהם נעסוק בהמשך.

את ניגוד העניינים האפשרי, שהוא תוצאת עיסוקם של חתמים בתחומי פעילות נוספים בשווקים הפיננסיים, אפשר לחסל על-ידי הפרדת עיסוקים, נוסח חוק-Glass Steagall האמריקאי. פתרון קיצוני זה אינו מקובל ברב מדינות העולם. כמה טעמים לדבר: שווקים פיננסיים רבים אינם גדולים מספיק כדי שיהיה בהם מקום לפעולתם של מוסדות המתמחים בתחום אחד. היכולת לשאת בסיכון וכושר הפצת ניירות-הערך של מי שעוסק בחיתום בלבד קטנים יותר מאלה של גוף גדול העוסק בכל תחומי הפעילות בשוק ניירות-הערך. שילוב שירותים פיננסיים שונים — לרבות חיתום — תחת קורת גג אחת, יש בו יתרונות עסקיים ברורים וגם נוחיות ללקוחות.

הימנעות מהפרדת עיסוקים אין פירושה שיש להשלים עם קיומם של ניגודי עניינים בעסקי החיתום של גופים העוסקים במכלול רחב של שירותים פיננסיים. על הגישה לטפול בבעיה זו נאמר במסמך שפורסם על-ידי הבורסה של לונדון לפני כמה שנים: "There is a whole range of possible regulatory means to ensure that conflicts of interest do not lead to abuse... The most extreme regulatory response — outright prohibition of certain activities... must be capable of justification on the grounds that the cost of foregoing the conflict... does not outweigh the benefits of the protection offered... With the growth of integrated firms, offering a full range of financial services, efficiencies can be achieved but the attendant conflicts of interest must be regulated to prevent or lessen the possibility of abuse."³

הדרכים בהן ניתן להפחית את החשש מפני התמשותם של ניגודי עניינים פוטנציאליים הן אלה:

- א. הפרדה באמצעות "חומות סיניות" בין פעילויות שיש בינן ניגוד עניינים פוטנציאלי. "חומה סינית" מתבטאת בהפרדה ארגונית — ניהול עסקי החיתום וניהול תיקי ההשקעות של קבוצה בנקאית, באמצעות חברות נפרדות — ובקביעת כללי התנהגות האוסרים על העברת מידע רגיש בין חלקיו השונים של הארגון.⁴
- ב. גילוי נאות ללקוח על כל עניין שבו יש לחתם, לבנק הקשור אליו או למנהל תיק ההשקעות של הלקוח, ניגוד אינטרסים אפשרי. למשל — פירוט התחייבויות החברה המנפיקה לבנק שחברה קשורה שלו משמשת כחתם להנפקה.
- ג. מקום שיש לחתם, או לגוף הקשור אליו, עניין בחברה המנפיקה — כבעלים או כנושה — ישותף חתם נוסף, בלתי תלוי, בניהול ההנפקה.

³ "Conflicts of Interest and their Regulation" (A discussion document issued by the London Stock Exchange), *The Stock Exc. Q.* (March 1985) 18.

גישת ההנחיות של המפקח על הבנקים, אותן הזכרנו לעיל, תואמת את המוצע כאן: הימנעות מהפרדת עיסוקים מוחלטת, תוך קביעת כללים המיועדים להקטנת החשש מפני מימוש ניגודי עניינים פוטנציאליים. רצוי שרשות ניירות ערך תחיל כללים דומים גם על גופים שאינם בנקים, הפועלים בשוק ניירות-הערך.

נוהלי בדיקת ההנפקה ואימות נתוני התשקיף

הזכרנו לעיל כי האינטרס העסקי של החתם מחייב בדיקה נאותה של ההנפקה וזהירות בבחינת הנתונים וקביעת המחיר. על האינטרס העסקי נוספת חובת הזהירות הנובעת מן האחריות המוטלת על החתם מכוח סעיף 31 לחוק ניירות-ערך. שלילת האחריות לפרט מטעה בתשקיף מחייבת את החתם להוכיח "שנקט כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף". אין החוק מפרש מהם אותם אמצעים נאותים והפסיקה בישראל אינה כוללת עדיין כל הבהרה בשאלה זו.

סעיף 11 לחוק ניירות הערך האמריקאי משנת 1933, המבוסס על עקרונות דומים, מתנה את שלילת אחריות החתם בקיומה של "בדיקה סבירה" (reasonable investigation). בפסק-דין מנחה על מהות של "בדיקה סבירה" קבע בית-דין אמריקאי כי יש לבחון כל עניין על-פי נסיבותיו, אולם בכל מקרה על החתם לערוך בדיקה עצמאית של עסקי החברה המנפיקה ושל המצגים בתשקיף ההנפקה ואל לו לסמוך על הנתונים שהוא מקבל מן החברה.⁴

האם יש להניח את השאלה אם לערוך בדיקה לאימות נתוני התשקיף (due diligence) ואיזו בדיקה לערוך לשיקול דעתו של החתם, או שמא יש מקום לקביעת הנחיות שתחייבנה עריכת בדיקה כזו? לכאורה, אין מקום לחייב עריכת בדיקה, שכן זו דרושה להגנתו של החתם, הרשאי לוותר עליה ולשאט בתוצאות אם תוגש נגדו תביעה על-ידי רוכשי ניירות-הערך. גישה זו אינה נראית לי. אני רואה בבדיקה נאותה לא רק מכשיר להגנתו של החתם אלא גם מילוי חובתו לקוני ניירות הערך המונפקים ואמצעי להקהות את עוקצה של בעיית ניגוד העניינים המהותיים הקיים בבסיס עסקו של החתם, כפי שהסברנו לעיל.

תימוכין לגישה זו אני מוצא בחוות-דעתם של מומחים אמריקאים:

"Underwriters have always interpreted the statute — as well as the concept of due diligence — to embody a public policy calling for mandatory rather than discretionary investigation... The argument that the banker's reasonable investigation is only diligent enough to entitle him to the statutory defense against a lawsuit is not supported by established practice. The investment

Lipton & Mazur "The Chinese Wall Solution to the Conflicts Problems of Securities Firms" 50 N.Y.U. L. Rev. (1975) 459. 4

Escott & Barchris Construction Corp. 283 F. Supp. 643; S.D.N.Y. (1968). 5

banker has made the 1933 Act a very effective method of self-regulation"⁶. גם רשות ניירות-הערך בארצות-הברית אימצה גישה זו. בעקבות בדיקה שנערכה בשנת 1972 בשאלת הדרכים לטפל בתופעות בלתי רצויות שנלוו לתקופות של שגשוג בשוק ההנפקות החדשות, אשר זכה לכינוי "Hot issues market", פורסם דין-וחשבון, שבו נאמר, בין היתר:

"By associating himself with a proposed offering an underwriter impliedly represents that he made such an investigation in accordance with professional standards... The Commission has previously suggested that the NASD formulate and establish standards relating to conduct by its members of a due diligence investigation. The Commission is reaffirming this suggestion..."⁷. ה"National Association of Securities Dealers הוא ארגון הברוקרים, שיש לו סמכויות של פיקוח עצמי.

בעקבות המלצת ה-SEC פרסם ה-NASD הצעת כללים אשר נועדה לקבוע הסדר מחייב לדרך פעילותם של חתמים בבדיקת הנפקות. הצעה זו, אשר פורסמה בשנת 1973, ואחרת שפורסמה בשנת 1975, לא הפכו, בסופו של דבר, לכללים מחייבים, מסיבות שאין זה המקום לעמוד עליהן⁸.

אני סבור כי יש מקום לקבוע מסגרת מוסכמת של הבדיקות שעל מנהל קבוצת החתמים לבצע, בקשר להכנת תשקיף של הנפקה והגשתו לאישור רשות ניירות ערך והבורסה. מסגרת כזו יכולה להיקבע כהסכם בין החתמים. הבורסה לניירות-ערך החלה לטפל בשנת 1983 בהכנת "הנחיות לעניין תפקידו של החתם והאחראי להנפקה בהנפקת ניירות-ערך הנרשמים למסחר". ההנחיות אשר זכו לכינוי "אמנת החתמים", אושרו בשנת 1985, אך הפעלתן לא עלתה יפה, והן בוטלו לאחר כשנתיים.

נראה לי, כי רצוי שרשות ניירות-ערך תשתמש בסמכות להתקין תקנות מכוח סעיף 56(ג) לחוק ניירות-ערך כדי לעודד קביעת מסגרת מוסכמת לבדיקת due diligence. ניתן לעשות זאת, מבלי לקבוע כללים נוקשים ואחידים, בדרך הבאה:

א. החתמים המורשים לשמש כמנהלי קבוצת חתמים יחויבו לקבוע נהלים פנימיים כתובים לדרך ביצוע בדיקת ההנפקה על-ידם.

ב. עם הגשת בקשה לאישור תשקיף יצרף מנהל קבוצת החתמים מסמך, המפרט בקיצור את הבדיקות שנערכו על-ידו.

- J. Auerbach and S.L. Hayes III *Investment Banking and Diligence — What Price Deregulation?* (Harvard Business School Press, 1986) 5, 82. 6
 SEC Proposed Hot Issues Controls, Special Report, Federal Securities Law Reports, July 26, 1972 (securities Act Release No. 5274) 4-6. 7
 Greene "Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System" 56 *The Notre Dame Lawyer* (1981) 755. 8

הצורך בהסדרת עסקי חיתום

רבים מן הפעילים בשוק ניירות-הערך טוענים כי אין כל צורך בהסדרה מכוח חוק של עסקי החיתום על-ידי קביעת תנאי כשירות לעיסוק בחיתום, הוראות למניעת ניגודי עניינים אפשריים וכללים בדבר עריכת בדיקה נאותה של החברה המנפיקה ומסמכי ההנפקה. הטוענים כך סבורים כי די בחוק המטיל על החתם אחריות לכך שלא יהיה בתשקיף פרט מטעה וכי העובדה שלא הוגשו תביעות על-ידי משקיעים שנפגעו מלמדת שהחתמים עושים מלאכתם נאמנה.

טיעון זה אינו מקובל עלי. טרם נוצרו בישראל תנאים המבטיחים שהעוסקים בחיתום יהיו בעלי כישורים נאותים ושיטפולם בהנפקות חדשות ישמור על איזון נאות בין עניינם של המנפיקים לזה של קוני ניירות-הערך. חסרה אצלנו המסורת הארוכה של בנקאות ההשקעות במדינות בעלות שוקי הון מפותחים והגידול במשקלם של משקיעים מוסדיים מתחכמים נמצא רק בראשית הדרך.

הגיאות בשוק ההנפקות החדשות היתה מלווה תופעות שליליות לא מעטות. הנפקת ניירות-ערך של חברות בעלות בסיס עסקי רעוע וקביעת מחירים שאין להם צידוק בסיכויי הרווחיות לטווח ארוך עלולות לפגוע באימון המשקיעים. שוק ניירות-הערך הישראלי עבר שני מחזורים של גיאות מרקיעה שאחריה בא שפל עמוק. הסדרת עסקי החיתום היא אחד מן התנאים להבטחת התפתחותו התקינה של שוק ניירות-הערך לטווח ארוך.