

אתגרי האכיפה בתקופת משבר

הרצאתו של יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' זוהר גושן, בהשתלמות בנושא "אכיפה בשוק ההון" של המכון להשתלמות עורכי דין של לשכת עורכי הדין בישראל, בשיתוף עם רשות ניירות ערך

מלון הולידיי אין קראון פלאזה, תל אביב, 24.3.2008

בוקר טוב לכולכם.

אני מודה ללשכת עורכי הדין על ארגון הכנס, ואני שמח להיות כאן הבוקר איתכם. חשוב לי במיוחד לנצל את הבמה הזו, דווקא בימים סוערים אלה שבהם שוק ההון מרכז תשומת לב רבה, ומדאיג לא מעט אנשים בציבור הישראלי, כדי לשתף אתכם בכמה תובנות ובכמה פעולות שננקטות על ידינו להתמודדות עם האירועים הנוכחיים.

כל מי שמכיר את טיבו וטבעו של שוק ההון יודע כי אין חסינות מטלטלות וירידות. גם שוק ההון הישראלי ידע קשיים ומורדות, ונחלץ מהם. שם המשחק בפעילות בשוק ההון הוא המודעות המתמדת לאפשרות של התממשות הסיכון לירידה, האטה או משבר, והכנת סל כלים מתאימים להתמודד עימם בעת הצורך. לכך מתווספת גם ההשתלבות המואצת של שוק ההון הישראלי בכלכלה הגלובלית. כשם שהשוק המקומי נהנה שנים לא מעטות מהאצה בכלכלה העולמית, וידענו להפיק את היתרונות הנלווים מכך למשק המקומי, כך יש לקחת בחשבון כי האטה גלובלית תשפיע גם עלינו.

מה הוא איפוא האתגר המרכזי המוטל עלינו – ברשות ניירות ערך? כידוע, רשות ניירות ערך איננה יכולה וגם לא אמורה למנוע משברים כלכליים. הרשות איננה יכולה למנוע את בריחת הסוסים מן הארווה. תפקידה לוודא שכשהסוסים מתחילים לברוח הציבור ידע על כך. תחום האחריות המרכזי שלנו ברשות הינו הגילוי הנאות - הבטחת השקיפות והגילוי של מצב הפירמה לציבור המשקיעים בה. הגילוי הנאות הוא הכלי החשוב ביותר להבטחת אמון הציבור בשוק ההון במיוחד בעת משבר. הניסיון מלמד כי אובדן אמון של הציבור בשוק ההון בדרך כלל איננו תוצאה של משבר כלכלי כשלעצמו, אלא הוא קורה כתוצאה מניסיונות להסתיר את תוצאות המשבר באמצעות מצגים כוזבים.

בהקשר זה אנו ערים לכך שבעיתות משבר, לעיתים גדל הסיכון להצגה לא מדוייקת או אפילו כוזבת של מצב העסקים של הפירמה. הפיתוי לדחות את פירסום המצב האמיתי של החברה, או לנסות להציג את הדברים באופן ורוד ואופטימי יותר מכפי שהם – גדל. לעיתים מנהלים ובעלי חברות המתמודדים עם השלכותיה השליליות של האטה כלכלית, מתפתים שלא לחשוף תוצאות אלה מתוך הנחה אופטימית כי ברבעון הבא "מצב העניינים ישתפר" והבעיה "תעלם מעצמה".

אסטרטגיה זו לא מוכיחה את עצמה לרוב, ובדרך כלל הסתרת הבעיה מלכתחילה רק מעצימה את תוצאותיה. תופעה זו, כשהיא הופכת לתופעת רוחב, עלולה להיות הרסנית לשוק ההון.

על רקע זה, הנושא המרכזי המעסיק אותנו בימים אלה הינו נושא הגילוי הנאות. הגדרנו ומיפינו את תחומי הסיכון במשבר הנוכחי, ואנו מבצעים בימים אלה בדיקות גלויות וסמויות כדי לאתר את ההשלכות של המשבר על הפירמות, וכדי להביא לגילוי מיידי של מידע זה לציבור. בין התחומים שהוגדרו – חשיפת חברות למשבר הסאב פריים, חשיפה לשוק הנדל"ן בארה"ב, חשיפה למוסדות פיננסיים, השלכות הירידה בערך הדולר – ועוד.

בין היתר, יש לציין כי בתוך ימים אחדים יוגשו הדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2007. החברות שנחשפות לסיכונים הללו, יכולות לנצל את האפשרות לדווח במסגרת אירועים לאחר תאריך המאזן, כדי לגלות לציבור המשקיעים על מצב העסקים העדכני של החברה כתוצאה מאירועים אלה בתקופה שלאחר המאזן. הרשות תעקוב באופן מיוחד אחר הדוחות הללו, ואנו ניתן לכך תשומת לב מיוחדת.

חשוב להדגיש כי עיקרון הגילוי הנאות, במיוחד בימים סוערים ותנודתיים, מקבל משנה חשיבות ואנו לא נהסס להפעיל כל אמצעי בקשר להפרתו, ככל שמדובר בהפרות מכוונות שמטרתן להסתיר מציבור המשקיעים את מצבה האמיתי של הפירמה.

אני סמוך ובטוח כי קהל עורכי הדין, הנוכח בכנס זה, מודע לדברים – שהם בבחינת מושכלות יסוד בפעילות בשוק ההון, וכי תשכילו ליישם את העקרונות הללו בעבודתכם השוטפת.

ברשותכם, אבקש להתייחס גם לעניין נוסף הקשור לנושא הכנס. כידוע לכם האכיפה היא אחד התפקידים החשובים והמורכבים ביותר המצויים בתחום אחריותה של רשות ניירות ערך. המקרים שאנו מטפלים בהם, מחייבים אותנו לשיקול דעת וזהירות רבה: הפרות החוק שאנו חושפים אינן דומות זו לזו ברמת החומרה, בהיקף הנזק שנגרם לציבור ובתשתית הראייתית שקיימת לצורך החלטה. גם האמצעים שלנו אינם בלתי מוגבלים. כפועל יוצא מכך, לא כל מקרה של חשד להפרת חוק ניירות ערך מטופל על ידי חקירה פלילית. אנו מפעילים הליך קבלת החלטות זהיר הכולל שלבים רבים ושורה של צמתי החלטה עד שמתקבלת ההחלטה לפתוח בחקירה פלילית. מכיוון שמדובר בדיני נפשות, ברור לנו לחלוטין כי החקירה הפלילית היא כלי קיצוני ביותר, הננקט רק ביחס להפרות החמורות שאנו רואים בהן כמקרים הראויים להתברר בפני בית המשפט בהליך פלילי.

התיקים הפליליים, המגיעים לבירור בבית המשפט הפלילי מוגשים לאחר תהליך קבלת החלטות ארוך, הכולל גם הליך של שימוע. עמדת הרשות בתיקים אלה מיוצגת על ידי פרקליטים מפרקליטות מחוז תל אביב (מיסוי וכלכלה). מידעיה אישית אני יכול להעיד כי הפרקליטות והפרקליטים מבצעים את תפקידם נאמנה, בהגינות, במסירות ובמקצועיות גבוהה ביותר. העבודה המושקעת בכל תיק היא עבודה רצינית וקשה. מתקיימת חשיבה יסודית ועמוקה לפני ובמהלך כל תיק. רוב הפרקליטים מופיעים בבית המשפט מול סוללות של עורכי דין מהטובים בשוק, והם

מתמודדים עם היקפים עצומים של חומר ועם סוגיות פיננסיות ומשפטיות מורכבות וחדשניות. אך - לא תמיד עמדת הפרקליטות מתקבלת בבית המשפט, ולא כל התיקים מסתיימים בהרשעה מלאה, וטוב שכך. בעיני הדבר כלל איננו מעלה או מוריד ביחס להערכה הציבורית שהפרקליטות והפרקליטים ראויים לה על מקצועיותם מסירותם והגינותם.

בהקשר זה אני מבקש להדגיש כי אין לי ספק שהכלי הפלילי – שהוא הכלי האכיפתי העיקרי המצוי בסל הכלים של הרשות איננו מספיק. לעיתים, בשל טיבו של שוק ההון, מתחייבת תגובה אכיפתית מהירה וסל כלים גמיש יותר מן הקיים. אנו פועלים כעת מול משרד המשפטים כדי לגבש את המודל הרצוי להענקתם של כלי אכיפה אלטרנטיביים לרשות.

צעדים אלה יש להשלים ביישום המלצה נוספת, שעליה, כידוע המלצתי במסגרת דו"ח ועדה שהובלתי בנושא ממשל תאגידי ואני עומד מאחוריה גם היום: הקמתו של בית המשפט מתמחה בתחום החברות וניירות ערך. בתי המשפט בישראל, במתכונתם הנוכחית, אינם מסוגלים לרכוש את המיומנות הדרושה להתמודדות עם שאלות מורכבות בתחום זה. בהעדר מיומנות מספקת, נפגעת האפקטיביות של ההליך המשפטי, והתוצאה היא מציאות שבה קיימת רגולציה נהדרת על הנייר, שאכיפתה מוגבלת. כמו כן, בהעדר בית משפט אפקטיבי אנו נאלצים לפצות על חולשת האכיפה בבית משפט באמצעות הגברת הרגולציה, דבר המכביד על פעילותן העסקית של החברות. הקמת בית משפט מתמחה היא צעד בלתי נמנע בכדי להבטיח את המשך תפקודו התקין של שוק ההון בישראל ואת שילובנו בעולם הפיננסי.

תודה לכם על ההקשבה, והמשך השתלמות מעניינת ופורייה.