

הרגולציה השקטה: הסדרי אכיפה בלתי פורמליים של רשות ניירות ערך ומקרה אייפקס־פסגות

הרגולציה ממשלתית להכוונת שווקים נועדה בראש ובראשונה להשיא אינטרס ציבורי. כיום רגולטורים משתמשים במגוון של כלים רגולטוריים להשגת מטרה זו, החל מכללי ציווי, דרך כללי גילוי ותכניות וולונטריות וכלה בחוזים רגולטוריים. המאמר בוחן את מערכות היחסים ההסכמיות שנוצרו בין רגולטורים פיננסיים ובין תאגידים פיננסיים בישראל בשנים האחרונות. הטענה המרכזית במאמר היא שהחוזים הרגולטוריים הפיננסיים אינם יעילים, ונגועים במטרות זרות ובשיקולים זרים של הרשות המנהלית, שנוכעים מהטיות בהפעלת שיקול הדעת הרגולטורי.

במוקד המאמר פרשת אייפקס־פסגות, בה הסכימה רשות ניירות ערך לוותר על אכיפה מנהלית ופלילית נגד בית ההשקעות הגדול בישראל, בתמורה להסכמת התאגיד להדיח מנכ"ל מכהן ולשלם לאוצר המדינה סכום חסר תקדים בנוף הרגולציה המקומי, בגובה של 150 מיליון ש"ח. מאחר שהסכם, והסכמים אחרים הנהוגים בשוק ההון הישראלי, לוקים במישור הסמכות המנהלית ובמישור ההליך המנהלי ששימשו ביצירתם, המאמר בוחן את שיקול הדעת המנהלי ומעורר ספקות לגבי השגת האינטרס הציבורי. ניתוח מאפייני החוזים הרגולטוריים בשווקים הפיננסיים מצביע על כך שהסדרים אינם יעילים. נראה כי בהשוואה לרגולציה כופה, ההסדרים אינם מרתיעים ואף מעודדים את התאגידים להפרות חוזרות ונשנות. המאמר מצביע על הטיות אפשריות לבחירה רציונלית של הרגולטור בנתיב הרגולציה ההסכמית, כגון הטיית המונוטיון והטיית החסינות המשפטית. בסופו נבחנת השאלה האם וכיצד ישפיע חוק אכיפה מנהלית על רגולטורים פיננסיים ועל השוק, מן ההיבט של חוזים רגולטוריים.

מבוא

ספרות הרגולציה מתארת מגוון של אסטרטגיות המופעלות על ידי גורמי המנהל לצורך הכוונת המשק.¹ מתכונת אסדרה שטרם זכתה להתייחסות מספקת כאסטרטגיה מובחנת

* ד"ר שרון ידין, מרצה בכירה למשפטים, המרכז האקדמי פרס. דואר אלקטרוני: sharon@yadin.com. אני מבקשת להודות לרועי קרייטנר, לישי בלנק, לדפנה ברק־ארוז ולגיא שניא על הערותיהם למאמר. כן ברצוני להודות למערכת כרך מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות בסדרה משפט, חברה ותרבות באוניברסיטת תל־אביב, לעורכים ולשופטים האנונימיים.

1 ראו למשל ROBERT BALDWIN, MARTIN CAVE AND MARTIN LODGE, UNDERSTANDING REGULATION – THEORY, STRATEGY, AND PRACTICE (2ND ED., 2012).

והשובה היא הרגולציה ההסכמית הנערכת באמצעות "חוזים רגולטוריים"². המאמר מתמקד בשוק ההון הישראלי, הנשען במידה לא מעטה על הסדרים הנערכים בהסכמה בין רגולטורים לחברות מפקחות.³ באופן טיפוסי, ההסדרים מוסכמים בין הצדדים כמענה אכיפתי למצבים שבהם הפרו התאגידים את הכללים הרגולטוריים המחייבים בדין. מטרתו העיקרית של המאמר היא לבחון את מידת יעילותם של חוזים רגולטוריים בלתי פורמליים שנערכו בשוק ההון עד לחקיקת חוק אכיפה מנהלית בשנת 2011, שבמסגרתו הוסמכה הרשות ליצירתם.⁴ במסגרת זו יעסוק המאמר בתמורות המרכזיות המוחלפות בחוזים רגולטוריים טיפוסיים לאכיפה בשוק ההון וינתח את מידת תרומתם למימוש של מטרת הרגולציה. ספקות משמעותיים שיוטלו בהשגת האינטרס הציבורי באמצעות החוזים הרגולטוריים האמורים, טרום העידן של חוק אכיפה מנהלית, יובילו לדיון מפורט בהטיות מוסדיות של הרגולטור המתמרצות אותו להעדיף את הנתיב ההסכמי הבלתי פורמלי, אף כשאינו עונה לאינטרס הציבורי. לבסוף יבחן המאמר באופן ביקורתי את ההבטחה הגלומה לכאורה במהלך ההסכמה החקיקתית של רשות ניירות ערך ליצור חוזים רגולטוריים במסגרת חוק אכיפה מנהלית, ויציע הצעות נורמטיביות לשיפור.

מקרה מבחן מרכזי שידון במאמר הוא הרגולציה ההסכמית שנקטה רשות ניירות ערך עם פסגות, בית ההשקעות הגדול בישראל, כמענה לחשד להתנהלות פיננסית בלתי תקינה לפני שנים אחדות. כרקע למקרה המבחן, המאמר סוקר דוגמאות נוספות לחוזים רגולטוריים מתחום הפיקוח על שווקים פיננסיים בישראל, המצויות בו בשפע. חשיבותה של הפרקטיקה הרגולטורית האמורה מתחדדת לאור המאפיינים של השחקנים הפועלים בשוק – בנקים, בתי השקעות וקופות גמל – שהם בעלי השפעה כלכלית עמוקה על המשק ועל החוסכים. כמצופה, גופים אלה נתונים לרגולציה ענפה ולעתים רב-מוקדית מטעם

2 ראו התייחסות למתכונות של רגולציה הסכמית בכתיבה המשפטית אצל David A. Dana, *The New "Contractarian" Paradigm in Environmental Regulation*, 35 U. Ill. L. Rev. (2000); ENVIRONMENTAL CONTRACTS: COMPARATIVE APPROACHES TO REGULATORY INNOVATION IN THE UNITED STATES AND EUROPE (Eric W. Orts & Kurt Deketelaere eds., 2001); Jody Freeman, *The Contracting State*, 28 Fla. St. U. L. Rev. 155 (2000); GREGORY SIDAK & DANIEL F. SPULBER, DEREGULATORY TAKINGS AND THE REGULATORY CONTRACT: THE COMPETITIVE TRANSFORMATION OF NETWORK INDUSTRIES IN THE UNITED STATES (1997); שרון ידן רגולציה: המשפט המנהלי בעידן החוזים הרגולטוריים (2016) (להלן: *ספר ידן*); שרון ידן "חוזים רגולטוריים בשווקים פיננסיים בישראל" עיוני משפט לה 447 (2012) (להלן: *ידן*, עיוני משפט). לאחרונה נקלט מודל החוזה הרגולטורי כבג"ץ בעניין מתווה הגז הטבעי. ראו בג"ץ 4374/15 התנועה למען איכות השלטון בישראל נ' ראש ממשלת ישראל (פורסם בנבו, 27.3.2016) (להלן: בג"ץ מתווה הגז).

3 עניין זה יתואר בהרחבה במאמר. דוגמאות נוספות לחוזים רגולטוריים בשווקים פיננסיים מתוארות גם אצל ידן, עיוני משפט (כגון המשא ומתן שנערך בין הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון ובין הבנקים השונים בישראל לקראת הסכמה על רישיון ייעוץ פנסיוני). ראו שם, בעמ' 460-464.

4 חוק לייעול הליכי אכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011, ס"ח 2274 (להלן: חוק אכיפה מנהלית).

המפקח על הבנקים בבנק ישראל, האמון על המערכת הבנקאית; מטעם רשות ניירות ערך, האמונה על תאגידים שהציעו ניירות ערך לציבור, על קרנות נאמנות, על יועצי השקעות ועל מנהלי תיקים; מטעם המפקח על שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, האחראי לפקח על חברות ביטוח, על קופות גמל, על יועצים פנסיוניים, על משווקים פנסיוניים ועל קרנות פנסיה; ומטעם הממונה על ההגבלים העסקיים אשר אחראי על שמירת כללי התחרות, בין היתר בשוק ההון.⁵ מכל אלה, מחקר זה מתמקד ברשות ניירות ערך, המהווה רגולטור מרכזי בשוק, ובפעילות האכיפתית שלה באמצעות גולציה הסכמית רכה. החוזים הרגולטוריים המתוארים במאמר מעידים על עליית השימוש בכלי רגולציה רכים לאכיפה בשוק ההון, הנעשית במתכונת חופשית וללא הסמכה מפורשת או פרוצדורה משפטית סדורה שתתווה את השיקולים להחלטות, את דרך קבלת ההחלטות או את דרכי פרסומן. במסגרת חוזים רגולטוריים טיפוסיים בשוק זה, הרגולטור והתאגיד המפר מנהלים משא ומתן לקראת הסדר אכיפה מקל, שישימש תחליף לאכיפה פלילית או מנהלית מסוג של "ציווי ושליטה".⁶ כלומר, החוזים נערכים במצבים שבהם מתנהלת חקירה או מתעורר חשד להפרות של דיני ניירות ערך, דיני תאגידים או דיני הבנקאות על ידי חברה פרטית הפועלת בשוק המפוקח. במסגרת החוזים הרגולטוריים הנערכים על רקע זה התאגיד עשוי להסכים לשלם סכומי כסף ניכרים עבור ההקלה או הפטור מסנקציות פליליות (כגון הגשת כתבי אישום נגד התאגיד ו/או נושאי משרה בו) או מנהליות (כגון שלילת רישיון או אי-מתן אישור לעסקה), ואף להסכים לפטר נושאי משרה בכירים. במקרים אחרים החוזים הרגולטוריים נערכים בצלו של אישור או היתר רגולטורי המבוקש על ידי התאגיד מאת הרגולטור, כגון היתר לשינוי מבני בו (דוגמת מכירה, רכישה, מיזוג) או רישיון הניתן לתאגיד לעסוק בפעילות בשוק ההון.

5 לבעיית הביזור הרגולטורי בשווקים פיננסיים בישראל ראו רותי פלאטו־שנער "הרגולציה הבנקאית בישראל – יציבות מערכתית מול הגנה צרכנית" רגולציה (יצחק גלנור ואיל טבת עורכים, צפוי להתפרסם ב־2017). לתופעת הביזור הרגולטורי באופן כללי ראו עדי אייל, ציפי איסר־איציק ואורן פרו "רגולציה בתנאים של ביזור: בין התנגשות לסינרגיה ומבט למציאות הרגולטורית בישראל" מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות 213 (ישי בלנק, רועי קרייטנר ודוד לוי־פאור עורכים, 2016)

6 רגולציה של ציווי ושליטה (*Command and Control*) היא כינוי לסגנון רגולטורי שבו הרגולטור מתערב ישירות בהתנהגות המפוקח, בייצור, בשירות או במחיר, באמצעות הוראה כופה המגובה בסנקציות פליליות או מנהליות. לסגנונות רגולטוריים שונים ראו למשל Neil Gunningham and Peter Grabosky, *Smart Regulation: Designing Environmental Policy* 38-83 (1998).

השימוש בחוזים רגולטוריים אינו מוגבל לשוק ההון ולמעשה הוא חוצה-סקטוריים ומתאר תופעה רגולטורית רחבה הרבה יותר,⁷ המשתרעת על פני ענפי התקשורת,⁸ האנרגיה,⁹ הקמעונות,¹⁰ המזון,¹¹ הבנייה,¹² הסביבה ואחרים. במסגרת תופעה זו, רגולטורים וגורמים פרטיים מפוקחים או כאלה העתידים להיות מפוקחים, מסכימים על רגולציה פרטנית המותאמת למפוקח הספציפי. בכך נסוגה במידה מסוימת בכותרתו של כלי הציווי והשליטה, הרוחם את יכולת הכפייה המשפטית של הרגולטור, לטובת מודלים רכים יותר לשליטה בפעילותם של גורמים פרטיים במשק. יש להבהיר כי מכשיר החוזה הרגולטורי אינו מוגבל למצבים של הסדרי אכיפה אלא עשוי לכלול גם הסכמות הנוגעות לפיקוח המתבצע באופן סדיר כלפי המפוקח כחלק מההליך הרגולטורי או נוגעות לקביעת הסטנדרטים שיחולו על התאגיד המפוקח בפעילותו. הסכמה כזו עשויה לכלול התחייבות רגולטורית לקבוע כללי רגולציה המיטיבים עם המפוקח, להימנע משינוי רגולטורי או לבטל רגולציה מחמירה קיימת.¹³ באופן כללי החוזים הרגולטוריים מאפשרים ליצור הסכמה מדינתית עם מפוקח – תאגיד, עסק, מפעל וכדומה – שתתפקד כרובד נורמטיבי משלים לרגולציה הכופה המעוגנת בדין (בחקיקה ובחקיקת-משנה). כך למשל החוזים הרגולטוריים המתוארים

- 7 ראו ספר ידן 2016, לעיל ה"ש 2.
- 8 ראו שרון ידן "קצר בתקשורת: בין אינטרס ציבורי לאינטרס פרטי ברגולציה של ערוץ עשר" דין ודברים ח 391 (2015); ע"א 7958/10 פלאפון תקשורת בע"מ נ' מדינת ישראל (לא פורסם, 1.8.2012).
- 9 ראו לדוגמה בג"ץ 4736/03 אלון חברת הדלק לישראל בע"מ נ' שר התעשייה והמסחר ויושב-ראש מועצת מקרקעי ישראל תק-על 2009 (1)754 (המתאר הסכמה של חברות הדלק הגדולות עם מנהל מקרקעי ישראל על פינוי קרקע בפי גלילות ומשיכת עתירה נגד המנהל, בתמורה להענקת זכויות בנייה); בג"ץ 5941/91 החברה האמריקאית ישראלית לגז בע"מ נ' משרד האנרגיה והתשתית, פ"ד מו(2) 806 (1992) (שבו נדונה התחייבות של משרד האנרגיה והתשתית לחברות לאספקת גז ביתי, שלפיה לא יופעל פיקוח על המחיר המרבי של גז לצרכן לתקופה של ארבעה חודשים); בג"ץ 3734/11 דודיאן נ' כנסת ישראל (פורסם בנבו, 15.8.2012) (שבו נדונה טענה של חברות לחיפושי גז ונפט בישראל שלפיה רישיונות החיפוש שהעניקה להן המדינה מהווים "עסקה סטוטורית" שאי-אפשר לסגת ממנה ללא פיצוי הולם); בג"ץ מתווה הגז (שבו נפסלה התחייבות רגולטורית מקיפה של הממשלה לחברות הגז הטבעי שכללה פסקת יציבות רגולטורית לעשר שנים).
- 10 למשל, בשנת 2005 נערך צו מוסכם בין רשתות המזון הקמעונאיות הגדולות בישראל לבין הממונה על הגבלים עסקיים. בין היתר עסק הצו בצעדים שינקטו הרשתות כדי לצמצם הסדרים כובלים עם ספקים כחלופה להטלת סנקציות רגולטוריות כופות. ראו צו מוסכם בין הממונה על הגבלים לבין ספקי המזון: ריבוע כחול ישראל בע"מ, שופרסל בע"מ וקלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ 5000435 (20.12.2005) www.antitrust.gov.il/files/8316/5033.pdf; ה"ע 604/06 הממונה על הגבלים עסקיים נ' אסם תעשיות מזון ישראליות בע"מ (פורסם בנבו, 2.8.2006).
- 11 שם.
- 12 ראו למשל ע"א 7368/06 דירות יוקרה בע"מ נ' ראש עיריית יבנה (פורסם בנבו, 27.6.2011).
- 13 ראו על כך בהרחבה בספר ידן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 73-76.

במאמר מהווים נורמות החלות על התאגיד בצד התקנות, הכללים, ההנחיות והנהלים שרשות ניירות ערך מפרסמת באופן שוטף ברמה סקטוריאלית. הפרקטיקה של חוזים רגולטוריים מעוררת בעיות שונות מתחום המשפט הציבורי, כגון כבילת שיקול הדעת המנהלי ו"שבייתו" על ידי התאגידים, היעדר שקיפות ואחריותיות כלפי הציבור וגורמי עניין, אצילה אסורה הכרוכה ב"הפרטת" הרגולציה וניצול היעדרה של בקרה חיצונית לשם השגת יעדים רגולטוריים פסולים.¹⁴ אחת הבעיות שידונו במאמר קשורה במצבים של היעדר סמכות מפורשת לרשות המנהלית המאסדרת ליצירה של חוזים רגולטוריים. כפי שיראה המאמר, מצד אחד גירעון זה בלגיטימציה המשפטית של הפעולה הרגולטורית מקנה לצדדים לחוזה הרגולטורי יתרונות רבים; מצד שני הוא אינו בהכרח משרת את האינטרס הציבורי המצדיק רגולציה בשוק אלא דווקא אינטרסים פרטיים של התאגידים המפוקחים ושל גופי הרגולציה, ובין אלו יש למצוא את האיזון המתאים. החלק הראשון של המאמר מציג את הפרקטיקה של החוזים הרגולטוריים הנערכים בשוק ניירות הערך בישראל, תוך התמקדות בהסכם שנערך בשנת 2010 בין רשות ניירות ערך לבין פסגות ואיפקס (להלן: פרשת אייפקס־פסגות).¹⁵ החלק כולל גם תיאור תמציתי של חוזים רגולטוריים שערכו רשות ניירות ערך והמפקח על הבנקים במסגרת פרשת דנקנר, פרשת בזק, פרשת רביד ופרשות נוספות. בהמשך, חלק זה סוקר את חוק אכיפה מנהלית שנכנס לתוקפו לאחר החוזים הרגולטוריים המתוארים, בשנת 2011, והסמיך את רשות ניירות ערך להתקשר בהסכמי אכיפה מנהלית עם מפריס.

החלק השני במאמר דן בשאלה אם החוזים הרגולטוריים מקדמים את האינטרס הציבורי ברגולציה על שוק ההון. לשם כך מנתחים התנאים האופייניים לחוזים הרגולטוריים בשוק זה: הרחקה של נושאי משרה מכהונה בתאגיד; פטור לתאגיד מהליך פלילי; תשלום סכום כספי על ידי התאגיד; הקמת תכנית אכיפה פנימית בתאגיד. הדיון שואב הן מתאוריות של אינטרס ציבורי ברגולציה והן מתאוריות של אינטרסים פרטיים דוגמת הבחירה הציבורית והמוסדיות החדשה.

החלק השלישי של המאמר מנתח את ההטיות המרכזיות שגלומות בחוזים הרגולטוריים כדי לבחון מה עשויים להיות התמריצים העיקריים לפעילות מנקודת מבטו של הרגולטור. החלק הרביעי במאמר מתבסס על חוק אכיפה מנהלית שהוצג בחלק הראשון ובוחר אם ההסמכה של רשות ניירות ערך להתקשר בחוזים רגולטוריים והכפפתה לכללים פרוצדורליים עשויות לקדם את יעילותם של החוזים הרגולטוריים ככלי אכיפה בשוק ההון.

14 ראו דיון מפורט בכך בספר ידין, לעיל ה"ש 2, בעמ' 120-135, 157-170.

15 חלק ניכר מתיאור האירועים מסתמך על מסמכים שעיון בהם הותר למחברת על פי החלטה של רשם בית המשפט העליון לצרכים אקדמיים בלבד. בין היתר, המסמכים כוללים בקשות שהוגשו בתיק, תגובות לעתירה ותשובות לתגובות על כל נספחיהן, מכתבים, פרוטוקולים מיישבות ועוד. ראו החלטת רשם בית המשפט העליון גיא שני בבקשת העיון במסגרת בג"ץ 8137/10 שרון ידין נ' פרקליט המדינה (פורסם בנבו, 11.10.2011). החלטת הרשם ניתנה במסגרת בקשת עיון שהגישה המחברת בתיק בית המשפט העליון בעתירה שהגיש מנכ"ל בית ההשקעות פסגות נגד ההסדר שהוביל לפיטוריו. ראו בג"ץ 8137/10 רועי ורמוס נ' פרקליט המדינה והרשות לניירות ערך דינים עליון (179)2010 577 (2010).

בחלק החמישי של המאמר מובא סיכום ובו המלצות להתמודדות עם הקשיים שהחוזים הרגולטוריים מעוררים.

א. פרשת אייפקס פסגות והסכמי אכיפה דומים

1. רקע: פרשות דומות וחוק אכיפה מנהלית

(א) חוזים רגולטוריים בשוק ההון

היה זה קארל מרקס שטבע את המשפט "ההיסטוריה חוזרת על עצמה. קודם כטרגדיה ואחר כך כפארה". לעסקת פסגות עם רשות ניירות ערך קדמה בשנים ספורות בלבד פרשה בעלת מאפיינים דומים מאוד. נזכיר כי שתי הפרשות התרחשו בטרם נחקק חוק אכיפה מנהלית ועל כן נערכו למעשה ללא סמכות מנהלית מפורשת בדין.

במסגרת הפרשה הראשונה, בשנת 2006, ביקשה רשות ניירות ערך לערוך הסדר אכיפה בהסכמה עם בית ההשקעות פסגות. במסגרת ההסדר דרשה רשות ניירות ערך מפסגות להדיח נושאי משרה בכירים בה, שנחשדו באותה עת בכיצוע עברות בשוק ההון,¹⁶ בתמורה להענקת האישור הנדרש לפסגות לצורך מכירתה לקרן יורק.¹⁷ אולם, בעקבות תביעה שהגישו נושאי המשרה בפסגות נגד רשות ניירות ערך בגין מהלך זה,¹⁸ ביטל בית המשפט המחוזי את החלטה של רשות ניירות ערך להתנות את האישורים באופן המתואר וציין:

[...] העובדה שהרשות מצאה לנכון למצות עם רביד וזילביגר את הדין רק בקשר עם העסקה שבין קרן יורק לבנק לאומי, ולא נקטה הליך עצמאי שהיה בכוחה לנקוט נגד רביד וזילביגר תמוהה. מדוע לא יוכלו רביד וזילביגר לפעול במסגרת קבוצת יורק, אך יוכלו לפעול בכל מסגרת אחרת הפועלת בשוק ההון הישראלי?¹⁹

16 באותה תקופה ניהלה רשות ניירות ערך חקירה נגד מנכ"לית פסגות דאז, גבי רביד, ונגד הסמנכ"ל דאז, דניאל זילביגר, בחשד להפרה של הוראות חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, על דרך של מתן טובות הנאה ליועצי השקעות בבנק לאומי במטרה לתמרץ אותם לשווק קרנות פסגות ללקוחות לאומי. ראו ע"ש (ת"א) 1237/06 רביד נ' רשות ניירות ערך, תק-מח 4111 (4)2006, 4113.

17 האישור הרגולטורי הנחוץ לעסקת המכירה של פסגות היה רישיון ניהול תיקים לקבוצה חדשה שתוקם בעקבות המכירה. להתגלגלות הפרשה ראו עניין רביד, שם. כן ראו פרטים על אודות ההתניה ב"בקשה דחופה למתן רשות ערעור" שהוגשה לבית המשפט במסגרת רע"א 6109/06 רשות ניירות ערך נ' רביד, סעיף 23 (פורסם בנבו, 21.8.2006). מדובר באותה קרן שמכרה את פסגות לקרן אייפקס במסגרת פרשת ורמוס.

18 ראו ה"פ 833/06 רביד נ' רשות ניירות ערך (לא פורסם, 30.6.2006); בש"א 14613/06 רביד נ' רשות ניירות ערך (לא פורסם, 5.7.2006). להשתלשלות הדיונים המשפטיים ראו רשות ניירות ערך דו"ח שנתי לשנת 2007 91 (2008).

19 ראו עניין רביד, לעיל ה"ש 16, פסקה ר' לפסק דינו של סגן הנשיא זפט. אך ראו גם החלטתו של בית המשפט העליון, שסייג במידת מה את פסיקתו הנחרצת של בית המשפט המחוזי ואפשר לרשות לתת את החלטתה בעניין התניית הרישיונות, תוך שהוא עומד על זכותם של נושאי המשרה לערער על החלטה זו של הרשות, ב-רע"א 6109/06 רשות ניירות ערך נ' רביד, לעיל

עם זאת, בסוף הפרשה התפטרו נושאי המשרה ועסקת המכירה של פסגות יצאה אל הפועל.²⁰

דוגמאות נוספות לחוזים רגולטוריים שערכה רשות ניירות ערך במשך השנים מצויות בשפע. כך, בהמשך אותה שנה הסכימה הרשות לזנוח הליכי חקירה בדבר אישור לקוי של בונוסים בדירקטוריון בנק הפועלים בסך 26 מיליון ש"ח ששולמו לחברי הנהלת הבנק, שלמה נחמה וצבי זיו, בתמורה להשבת הבונוסים לבנק.²¹

בשנת 2007 בדקה רשות ניירות ערך חשד לאי-סדרים חשבונאיים וכן לפרקטיקות פסולות של תשלום למנהלים בחברת בזק, במסגרת תכנית האופציות של החברה.²² בתום הבדיקה הסכימו בעלי השליטה בבזק להכין תכנית אכיפה פנימית מפורטת בנושא זה

ה"ש 17; בר"ע 6109/06 (לא פורסם, 21.7.2006). לביקורת דומה על שימוש עקיף בסמכות לתת היתר רגולטורי במקום לפעול ישירות נגד הפעילות הנוגדת את האינטרס הציבורי ראו ע"מ 6856/13 הרשות הממשלתית למים ולביוב נ' ועדת ערר לתכנון ולבניה מחוז מרכז (פורסם בנבו, 4.8.2014). ("כדי להסיר כל ספק: עמדתי איננה כי האינטרס העסקי של יזם פרטי בהקמת תחנת דלק גובר על האינטרס הציבורי למים נקיים. אך גם כאשר הרגולטור פועל מנימוקים שלהבנתי הם ראויים מבחינה ציבורית, עליו לעשות כן בדרך שהתווה החוק, ולא בדרך שננקטה כאן. הדין מקנה לרשויות המדינה דרכים חוקיות רבות להביא להעדפת האינטרס הציבורי על פני האינטרס והקניין הפרטיים. משנזנחה טענתה המרכזית של המדינה בעניין תקנות הרדיוסים, הרי שהתנהלותה של המדינה בעניין זה יש בה כדי לעורר שאלות. יש חשיבות גם לדרך בה מושגת תוצאה הנראית לרשות ראויה, ולא רק להשגת התוצאה". שם, בפסקה 12 לפסק דינה של השופטת נאור).

20 החברות המפוקחות פסגות ובנק לאומי לא הצליחו לחמוק מאישומים פלייליים, ובמסגרת הסדר טיעון הורשעו בעברות שונות על חוק השקעות משותפות בנאמנות. ראו ת"פ 2665/07 מדינת ישראל נ' לאומי ל.פ. בע"מ (פורסם בנבו, 24.1.2008). לסקירת ההסדר ראו רשות ניירות ערך דו"ח שנתי לשנת 2007 98-99 (2008). לאחר סיום הפרשה פרסמה הרשות הוראות בנוגע לעברות הנזכרות לעיל. ראו "הוראות ליועצי השקעות בקשר להשתתפות בכנסים וקבלת מוצרים פרסומיים מיצרני מוצרים פיננסיים" (12.7.2006), נוסח חדש פורסם בשנת 2011 www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5406.pdf.

21 לתובענה נגזרת שהוגשה נגד בנק הפועלים בעניין זה ותיאור פעולות האכיפה של הרשות ראו תא 1834/06 ושדי נ' נחמה (פורסם בנבו, 20.5.2007); החלטה שניתנה בתיק בדבר מעורבות רשות ניירות ערך בהסדר הפרשה בתובענה (פורסם בנבו, 6.3.2007). בעקבות הפרשה פרסמה הרשות הנחיה חדשה בנושא גילוי בדבר אישור תגמול לבכירים (22.1.2007). ראו רשות ניירות ערך דו"ח שנתי לשנת 2007 88-89 (2008).

22 ראו ערן גבאי "הקרקס של בזק סיים להציג והכדור עובר לרשות לני"ע" *The Marker* 29.4.2007 www.themarker.com/hitech/1.442209. לפרטים על אודות הכשלים שנתגלו באישורי הדירקטוריון ראו בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך "דיווח מידי – אישור מענקים לנושאי משרה" (26.3.2007) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=253378-00&CompCd=230&Type=Pdf וכן ראו את דוח הבורק החיצוני, ד"ר יורם דנציגר, שמונה לבחון את התנהלות החברה מטעמה – פורסם כנספח ל-בזק דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (26.4.2007) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=259402-00&CompCd=230&Type=Pdf.

ולהדיח את נושאי המשרה הבכירים בחברה – המנכ"ל, יושב־ראש הדירקטוריון והיועצת המשפטית – בתמורה לזניחה של הליכי אכיפה רגולטוריים כופים.²³ בשנת 2011 הגיעו רשות ניירות ערך וחברת אל־על נתיבי אויר לישראל להסדר שלפיו גמול הפרישה שהוענק למנכ"ל החברה היוצא חיים רומנו, אשר לא אושר כנדרש במוסדות החברה, יופחת בארבעה מיליון ש"ח, ואלה יושבו לקופת החברה.²⁴ על פי תנאי ההסדר, תשלם החברה קנס בגובה 1.5 מיליון ש"ח ותאמץ תכנית אכיפה פנימית בתמורה לאי־נקיטה של הליכי אכיפה נוספים נגדה.²⁵

בשנה זו אף ערכה רשות ניירות ערך "הסכם עיצומים", לאחר שניהלה משא ומתן עם בית ההשקעות דש־אייפקס.²⁶ במסגרת ההסדר הוסכם כי יימשכו ההליכים הפליליים בגין עברות ניירות ערך נגד שני דירקטורים בבית ההשקעות, יהושע צולר ויהודה קרן, אך ההליכים נגד בית ההשקעות ייזנחו. בתמורה לכך ובהתאם למוסכם בין הצדדים הטילה הרשות על החברה עיצום כספי בסך 500 אלף ש"ח והודיעה לציבור כי אין חשש לפגיעה במהימנות החברה או בהיותה ראויה להחזיק ברישיון לניהול תיקי השקעות,²⁷ וזאת ללא הודאת החברה בעובדות הנטענות. נוסף על כך התחייב בית ההשקעות לערוך שינויים בקרב נושאי המשרה הבכירים בארגון, כמו גם שינויים ארגוניים.²⁸

רגולטור משמעותי נוסף בשוק ההון הישראלי, בנק ישראל, נוהג אף הוא לערוך הסדרים דומים עם מפקחים. בשנת 2009 התדיינו המפקח על הבנקים רוני חזקיהו, נגיד בנק ישראל סטנלי פישר, יושב־ראש בנק הפועלים דני דנקנר, ובעלת השליטה בבנק, שרי אריסון, על סיום כהונתו של דנקנר בבנק.²⁹ מהלך זה התרחש על רקע אי־סדרים משמעותיים שזיהה

23 ראו הדס מגן "מקורבים לכדיקה בבזק: לא נשלם עם מצב שבו וייסגלס ושלוש יישארו בתפקידם בבזק" **גלובס** 29.4.2007 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000206233; ערן גבאי "גלברד נדחק לפינה והודיע על התפטרותו בעקבות הכשלים והפרשות החשבונאיות" **The Marker** 30.4.2007 www.themarker.com/hitech/1.409724. לפרטים של תכנית האכיפה הפנימית ראו בוק דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך "צעדים שננקטו על ידי החברה בעקבות דוח הבדק החיצוני" (1.7.2007) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=276342-00&CompCd=230&Type=Pdf.

24 ראו אל־על נתיבי אויר לישראל בע"מ דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (10.3.2011) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=624629-00&Type=Pdf.

25 לסקירת האישורים בדירקטוריון החברה למענקים, במסגרת החלטה בתובענה נגזרת שהוגשה נגד ההסדר, ראו תנג (מחוזי ת"א) 54280-01-11 בן שטרית נ' אל־על נתיבי אויר לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 22.5.2011).

26 ראו דש אייפקס הולדינגס בע"מ דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך "דיווח מידי בדבר הגעה להסדר עם רשות ניירות ערך ומחיקת כתב האישום" (28.3.2011) maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=630186.

27 ש.ם.

28 ש.ם.

29 לפרטים ראו בנק הפועלים דו"ח דירקטוריון לרבעון 1 שנת 2009, 90-91; בנק הפועלים דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (1.6.2009).

הרגולטור בדירקטוריון הבנק,³⁰ בייחוד בקשר להתנהלותו של יושב־הראש דנקנר.³¹ לימים נודע כי המהלך היווה תחליף לחקירה גלויה של בנק ישראל,³² לפרסום הממצאים לציבור ואף לנקיטה של אמצעי אכיפה פורמליים נגד בנק הפועלים.³³ מאחר שחלק מאי־הסדרים הגיע כדי מעשים פליליים, בהמשך אף הוגשו כתבי אישום נגד דנקנר, הוא הורשע בעברות של הפרת אמונים בתאגיד ונידון לשנת מאסר בפועל.³⁴

(ב) חוק אכיפה מנהלית

בשנת 2011 השתנתה המסגרת הנורמטיבית ליצירת ההסדרים הרגולטוריים המתוארים, בעקבות תהליך חקיקה שהובילה רשות ניירות ערך כחלק מרפורמה מקיפה בסמכויות האכיפה המנהלית שלה (חוק אכיפה מנהלית).³⁵ במסגרת זו קבע תיקון 45 לחוק ניירות ערך,³⁶ שכאשר יש ליושב־ראש רשות ניירות ערך יסוד סביר לחשוד שבוצע מעשה או

30 לפרטים ראו בנק הפועלים דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (13.5.2009) ובנספח לו – מכתב מהמפקח על הבנקים לבנק הפועלים "הודעה על פגמים – חילופי מנכ"ל בבנק הפועלים" (12.5.2009); מכתב מהמפקח על הבנקים לבנק הפועלים "הודעה על פגמים – חילופי מנכ"ל בבנק הפועלים" (27.4.2009) הנספח ל־בנק הפועלים דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (30.4.2009).

31 ראו על כך בת"פ (מחוזי ת"א) 47038-10-12 מדינת ישראל נגד דנקנר (אתר בתי המשפט, 19.12.2013); ת"פ (ת"א) 47038-10-12 מדינת ישראל נגד דנקנר (פורסם בנבו, 17.10.2013 (להלן: גזר דין והרשעה).

32 דרישת הרגולטור להתפטרותו של דנקנר ניתנה בד בבד עם ההבטחה שאם יתפטר דנקנר לא יפרסם בנק ישראל את הפרטים שהובילו לסיום תפקידו. לאחר פרסום הפרשה, בעקבות חקירת המשטרה, נשמעה בציבור ביקורת רבה בנוגע לאי־השקיפות המכוונת שבה נהג בנק ישראל בכל הנוגע להסכמה זו ולהסתרת אי־הסדרים שבהם נחשד הבנק. נגיד בנק ישראל אף ציין במפורש כי לדעתו מקובל לפעול בדיסקרטיות במקרים מסוג זה. ראו למשל את ביקורתו של מנכ"ל התנועה לחופש המידע אצל תני גולדשטיין "הגישה של סטנלי פישר מעורדת עבריינות" ynet 25.3.2010 www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-3868085,00.html.

33 ראו "פישר מאשר: 'היה לנו מידע על דנקנר'" ynet 25.3.2010 www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-3867900,00.html.

34 ראו גזר דין והרשעה, לעיל ה"ש 31.

35 לסקירה של כלל השינויים שבוצעו במסגרת חוק ייעול הליכי אכיפה ראו בספרו המקיף בנושא: צבי גבאי אכיפה מנהלית בדיני ניירות ערך (2012). כן ראו כמה מאמרים קצרים שהתפרסמו בנושא בכתב העת תאגידיים: עדי זלצמן ודודן אלנתן "האכיפה המנהלית והבטחתה לשינוי איכותי בשוק ההון בישראל" תאגידיים ח 43 (2011); אהוד סול ואלעד טריויס "על איסור הביטוח והשיפוי בחוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך" תאגידיים ח 19 (2011); קנת מן וניצן וולקן "סמכויות החקירה אל מול הזכות להימנע מהפללה עצמית בהליך האכיפה המנהלי ברשות ניירות ערך" תאגידיים ח 3 (2011); יעל גרוסמן "אכיפה משלימה" תאגידיים ו 42 (2009). לעניין הביטוח מפני אכיפה מנהלית ראו גם שחר ולר "כללי אחריות וביטוח: המקרה המיוחד של נקיטת אמצעי אכיפה מנהליים" עלי משפט יב 67 (2016).

36 חוק ניירות ערך (תיקון 45), התשכ"ח-1968, לעיל ה"ש 4.

מחדל שמצדיק חקירה פלילית או בירור מנהלי, הוא מוסמך לבחור בין מסלולי האכיפה בהתאם לחומרת המעשה, לטיב הראיות ולמדיניות האכיפה של הרשות שגובשה בעניין.³⁷ הליך אכיפה מנהלי נדון בפני מותב אכיפה מנהלית שהוקם בחוק החדש ומורכב משני עובדי הרשות הכשירים לכהן כשופטי בית משפט מחוזי, שאותם ממנה יושב־ראש הרשות, וארבעה חברים שאינם עובדי הרשות ואותם ממנה שר המשפטים.³⁸ זהו טריבונל מנהלי מומחה, ותקיפת החלטותיו נעשית על דרך של עתירה מנהלית על סבירות ההחלטה ולא על דרך של ערעור "מחדש" (דה־נובו) המחליף את שיקול דעת המותב בשיקול הדעת של בית המשפט.³⁹ המותב מכריע לפי נטל ראיה הדומה לזה של מאזן הסתברויות, בדומה להליך אזרחי.⁴⁰ על פי החוק, כאשר המותב מוצא שבוצעה הפרה הוא רשאי להטיל על המפר אחד או יותר מאמצעי האכיפה הבאים: עיצום כספי (עד חמישה מיליון שקלים לתאגיד ועד מיליון שקלים ליחיד);⁴¹ נקיטת פעולות לתיקון ההפרה ומניעת הישנותה;⁴² איסור כהונה של נושא משרה בכירה בגוף מפוקח;⁴³ ביטול או התליה של רישיון, אישור או היתר.⁴⁴ עוד מורה החוק כי הליך האכיפה המנהלית משמש חליף להליך האכיפה הפלילית, כך שלא ניתן להגיש כתב אישום נגד מפר בגין אותם מעשים.⁴⁵

- 37 ראו סעיף 52מד לחוק אכיפה מנהלית, שם. להנחיות הרשות בנוגע להפעלת שיקול דעת בעניין בחירה במסלול אכיפה ראו "אמות מידה לניתוב הליכים – עיצום כספי/הליך אכיפה מנהלי" רשות ניירות ערך (תשע"ב) זמין באתר רשות ניירות ערך. בהנחיות מתוארות עברות של עיצום כספי כהפרות בעלות נסיבות פשוטות, טכניות וברורות להוכחה, כגון אי־הגשת דוחות במועד, ואילו עברות המתאימות להליך אכיפה מנהלי מתוארות כבעלות רכיב יסודי נפשי מורכב יותר כגון רשלנות, ומבוססות על מושגי סתתם כמו פרט חשוב למשקיע סביר.
- 38 ראו סעיפים 52לכ-52מב לחוק אכיפה מנהלית.
- 39 ראו עת"מ (מחוזית"א) 37447-10-13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נגד רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 2.8.2014).
- 40 שם, בפסקאות 68-79.
- 41 סעיף 52ג לחוק אכיפה מנהלית.
- 42 שם, סעיף 52גה. פעולות אלו יכולות להיות, למשל, קביעת נהלים פנימיים, מינוי קצין ציות, התקנה של מערכת מחשב שתמנע הפרות עתידיות דומות או מינוי של בעל תפקיד בתאגיד שיפעיל בקרות פנימיות בתחום ההפרה – דוגמאות שהופיעו במתכונות מוקדמות יותר של הסעיף במהלך הליכי החקיקה. ראו גבאי, לעיל ה"ש 35, בעמ' 287. גבאי מציין שם (בעמ' 287-288) כי סעיף זה מהווה פרצה משמעותית לוועדה המנהלית להגדיל את כוחה ולהרחיב את סמכויותיה, וכי ראוי שיתוחם במסגרת החלטות ועדת האכיפה המנהלית. מעניין לציין כי מותב האכיפה המנהלית מוסמך לדרוש מן המפר עירובן להבטחת ביצוע הפעולות.
- 43 סעיף 52גו לחוק אכיפה מנהלית.
- 44 שם, סעיף 52ז. על פי סעיף זה, מותב רשאי להתלות רישיון לתקופה של עד שנה. לתקופה ארוכה יותר עליו לקבל אישור של בית משפט. ביטול רישיון ייעשה באישור בית משפט בלבד. לפי סעיף 52זב לחוק אכיפה מנהלית, המותב מוסמך לבחור את אמצעי האכיפה שיוטלו בהתאם לעובדות המהוות את ההפרה; להיקף ההפרה; לרווח שהופק ממנה; להפרות קודמות; לפעולות שנקט המפוקח עם גילוי ההפרה כגון דיווח, הפסקת ההפרה ועוד; לנסיבות אישיות; ולמדיניות האכיפה של הרשות.
- 45 שם, סעיף 52סה.

נוסף על כך – וזהו החלק החשוב לדיוננו בחוק – פרק חדש בחוק מסמך את יושב ראש רשות ניירות ערך להתקשר בהסדר להימנעות מנקיטת הליכים או להפסקת הליכים המותנית בתנאים.⁴⁶ הסכם זה נערך בין הרשות לבין החשוד בהפרה או בעבירה בתחום ניירות ערך, ובמסגרתו כלל לא מתקיימים הליכים לכירור ההפרה, הליך אכיפה מנהלי או חקירה פלילית.⁴⁷ ההסכם עשוי להיערך ביוזמת החשוד או ביוזמת הרשות,⁴⁸ ובלבד שההסדר עונה על העניין לציבור בנסיבות המקרה.⁴⁹ לשם כך, החוק מסמך את הרשות להתחייב לחשוד או למפר להימנע מלנקוט או להמשיך בהליכים נגדו, כנגד הטלת אחד או יותר מאמצעי האכיפה המפורטים בחוק, כגון עיצום כספי, איסור כהונה, ביטול או תליה של רישיון ונקיטת פעולות ארגוניות למניעת ההפרה והישנותה.⁵⁰ מתכונת זו דומה מאוד למתכונת של החוזים הרגולטוריים שנערכו ללא הסמכה מפורשת בטרם נחקק החוק.

החוק אף מורה כי ההסדר המוסכם ייערך בכתב ויכלול את התנאים המוסכמים בין הצדדים ואת פרק הזמן שבו על החשוד לציית להם, המוגבל לשלוש שנים.⁵¹ ההסדרים צריכים להיות גלויים לציבור ולהתפרסם באתר האינטרנט של רשות ניירות ערך, ובמקרים מסוימים יש אף להפיץ אותם ללקוחות התאגיד או לבעלי מניותיו.⁵²

בין השנים 2012-2013 ערכה רשות ניירות ערך שבעה הסדרי אכיפה על פי מתווה החוק החדש.⁵³ הסדר האכיפה הראשון נערך בין רשות ניירות ערך, קבוצת תנוכה, אייפקס ומבטח שמיר.⁵⁴ במסגרת ההסדר הוסכם כי בגין הפרות של כללי דיווח ישלמו החברות סך של 15 מיליון ש"ח כעיצום כספי,⁵⁵ וכן כי מבטח שמיר תפרסם את הדוחות הכספיים של

46 פרק ט לחוק אכיפה מנהלית.

47 מעניין לציין כי בגלגולים קודמים של הסעיף, במסגרת הצעות החוק ותזכירי החוק, כונה ההסדר "צו מוסכם" ולעיתים "הסכם אכיפה". ראו גבאי, לעיל ה"ש 35, בעמ' 435.

48 ראו שם, בעמ' 436, 443. טיוטות קודמות של נוסח הסעיף קבעו כי המפר או החשוד יציע ליושב-ראש רשות ניירות ערך להתקשר בצו מוסכם (הסדר אכיפה).

49 ראו סעיף 54ב(א) לחוק אכיפה מנהלית, הקובע: "היה ליושב ראש הרשות יסוד סביר להניח כי בוצעה הפרה או יסוד סביר לחשד כי בוצעה עבירת ניירות ערך, רשאי הוא, בהתאם לשיקולים הקבועים בסעיף 52 ובאישור מותב שימנה לשם כך, שלא לקיים לגבי אותה הפרה או עבירה הליכים, ולהתקשר עם המפר או החשוד, לפי העניין (בסימן זה – חשוד) בהסדר".

50 ראו סעיפים 52מ, 52נג, 52נה, 52נו, 52נז לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. ראו סמכותו של פרקליט מחוז להתקשר בהסדר דומה, שם, בסעיף 54ה.

51 לפורטים שיש לכלול בהסכם ראו סעיף 54ב(ג) לחוק ניירות ערך.

52 שם, סעיף 54ג.

53 נתונים מתוך אתר רשות ניירות ערך, נכון ליום 31.12.2013.

54 הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין מבטח שמיר אחזקות בע"מ (25.1.2012) (להלן: הסדר האכיפה המנהלית) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6549.pdf. ראו החלטה 1/12 של ועדת האכיפה המנהלית ברשות ניירות ערך "החלטה בבקשה לאישור הסדר אכיפה" (18.2.2012) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6550.pdf, בעמ' 3 (להלן: "החלטת ועדת האכיפה").

55 בהסדר בין הצדדים נכתב כי הוא מתייחס לשמונה הפרות שבוצעו בתחום הדיווח. מאחר שהסכום המרבי שאפשר להטיל על תאגיד מפר על פי חוק הוא חמישה מיליון ש"ח בגין כל הפרה, הסכום המרבי שיכלה הרשות להשית על החברות במסגרת ההסדר הוא 40 מיליון ש"ח.

תנובה, שאותם סירבה לגלות לפני ההסדר. כנגד זאת התחייבה רשות ניירות ערך להימנע מנקיטת הליכים נגד החברות ונגד בעלי השליטה ונושאי המשרה בהן בשל העובדות הנוגעות להסדר.⁵⁶

ועדת האכיפה המנהלית, המשמשת גם גוף המבקר ומאשר את הסדרי האכיפה ברשות ניירות ערך,⁵⁷ ציינה בהחלטתה כי לתפיסתה מדובר בקנס שאינו הולם את עוצמתם הכלכלית של המפרים ואינו עומד בפרופורציה מתאימה להיקף הכספי של הנכסים שהוא ההפרות. עוד ציינה הוועדה כי במצב דברים זה עומד חשש אמתי לאברן ההרתעה שההסדר אמור לגלם.⁵⁸ עם זאת החליטה הוועדה לאשר את ההסדר כפי שהוא, מפאת ראשוניותו ותוך התחשבות בהצהרה של יושב-ראש הרשות האזור, שלפיה בשנה הראשונה של החוק לא יוטלו עיצומים בשיעורים העולים על מחצית מהסכום המרבי הקבוע בחוק.⁵⁹

בהסדר השני הוסכם בין רשות ניירות ערך לבין בנק לאומי וחברה-בת שלו, לאומי חברה למימון, כי בגין הפרות גילוי בהנפקה ישלם כל אחד מהתאגידים הבנקאיים שני מיליון ש"ח ויתחייב לנקוט צעדים למניעה של הישנות הפרות ובכלל זה להסדרה של נוהל אכיפה פנימית.⁶⁰ גם במהלך האישור של הסדר זה ציינה ועדת האכיפה המנהלית כי הסכומים שהושתו אינם מרתיעים דיים.⁶¹

הסדרים נוספים נערכו בין רשות ניירות ערך לבין נושאי משרה יחידים בשוק ההון. אלו כללו הטלה של סנקציות מנהליות כגון עיצום כספי, השעיה מכהונה וביטול רישיון.⁶² הסדר נוסף בין רשות ניירות ערך לתאגיד משמעותי נערך בינה לבין חברת החשמל בשנת 2013.⁶³ באותו עניין מצאה רשות ניירות ערך רשלנות בקיום חובת הגילוי בקשר לתזורים החזוי של החברה והכללה של פרט מטעה בדו"ח, כשהיה עליה לדעת שיש בכך כדי להטעות משקיע סביר.⁶⁴ לפיכך, הטילה עליה הרשות עיצום כספי בסך חמישה מיליון

החלוקה שנקבעה הייתה ארבעה מיליון ש"ח למבטח שמיר; שבעה וחצי מיליון ש"ח לתנובה; שלושה וחצי מיליון ש"ח לאייפקס.

56 סעיף 8 להסדר האכיפה המנהלית, לעיל ה"ש 54.

57 ראו סעיף 54 לחוק אכיפה מנהלית.

58 סעיף טו להחלטת ועדת האכיפה, לעיל ה"ש 54.

59 שם, סעיפים טו-יח.

60 ראו הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי חברה למימון בע"מ www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7367.pdf (12.11.2012).

61 החלטה 5/12 של ועדת האכיפה המנהלית ברשות ניירות ערך "החלטה בבקשה לאישור הסדר אכיפה" http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7368.pdf (12.12.2012).

62 ראו הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין לירון אסא (12.11.2012); הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין אשר ויטנר (27.5.2013); הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין יחזקאל קלפקה ובסט אינווסט ניהול תיקי השקעות (אושר בוועדת האכיפה המנהלית (30.5.2013); הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין יואב ליפשיץ (אושר בוועדת האכיפה המנהלית (29.12.2013).

63 ראו הסדר אכיפה בין רשות ניירות ערך לבין חברת החשמל לישראל (30.9.2013) http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8118.pdf.

64 ראו פרטים שם.

ש"ח, עיצום כספי על תנאי בסך חמישה מיליון ש"ח והתחייבות לנקיטת צעדים למניעה של הישנות ההפרה, בדמות גיבוש של תכנית אכיפה פנימית.⁶⁵ בעניין זה ציינה ועדת האכיפה המנהלית כי תמוה בעיניה שהוטלה מלוא האחריות על כתפי התאגיד תוך מתן פטור מוחלט לנושאי המשרה.⁶⁶

2. פרשת אייפקס־פסגות

פרשת אייפקס־פסגות, שהתרחשה לפני שנחקק חוק אכיפה מנהלית, בולטת בהריגותה משאר הסדרי האכיפה שערכה רשות ניירות ערך עם מפרים בשוק ההון באופן הסכמי בתקופה זו. מאפיינים חריגים אלה מעוררים את השאלה שבמרכז המאמר – עד כמה הסדרי אכיפה מנהלית מקדמים את האינטרס הציבורי שברגולציה על שוק ההון (אינטרס שיוגדר בהמשך), ובהמשך לכך – האם היה בהסמכה החקיקתית של רשות ניירות ערך כדי לשכך הטיות מוסדיות שאפשר שמילאו תפקיד ביצירת ההסדרים.

בשנת 2009 ניהלה רשות ניירות ערך חקירה סמויה נגד בית ההשקעות פסגות, המנהל כספי ציבור בהיקף של כ־140 מיליארד ש"ח, ונגד כמה ממנהליו הבכירים. בחודש פברואר 2010 עברה החקירה מהשלב הסמוי לשלב הגלוי כאשר אנשי הרשות עצרו שני עובדים לשעבר של חברה־בת בקבוצת פסגות בשם פסגות ניירות ערך בע"מ: דוד אדרי, ששימש אז סמנכ"ל ברוקראז' (חדר המסחר) בחברה הבת ושי בן דוד, ששימש מנהל חדר המסחר. "אדרי ובן־דוד עשו בשוק ההון שימוש לצרכים האישיים שלהם, כאילו מדובר היה במגרש משחקים", טענה התובעת מפרקליטות מחוז תל־אביב (מיסוי וכלכלה) בנאום הפתיחה במשפטם, וציינה כי מדובר באחד התיקים החמורים שהוגשו לבית המשפט הכלכלי.⁶⁷ השניים נחשדו בפעילות אסורה בחשבון הנוסטרו של פסגות בין השנים 2007–2009,⁶⁸ באופן שיטתי ולאורך זמן, במטרה להשפיע בדרכי תרמית על שעריהם של ניירות ערך ולייצר רווחים על דרך של הרצת אגרות חוב.⁶⁹ בתחילת שנת 2011 הודיעה הרשות כי

65 ש.ם.

66 החלטה 5/13 של ועדת האכיפה המנהלית ברשות ניירות ערך "החלטה בבקשה לאישור הסדר אכיפה" (28.11.2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8119.pdf.

67 ראו חן מענית "דוד אדרי: רציתי הכרה ורציתי להאמין שאני גדול" גלובס www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001006421&nl=1604&utm_source=1604&utm_medium=email&utm_campaign=globesnewsletter.

68 הכוונה היא לחשבון השקעות שחברה מנהלת עבור עצמה ולא עבור לקוחותיה. החשדות התמקדו בעברה על סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, שעניינו תרמית בקשר לניירות ערך, מסוג של השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך, ובעברה על סעיפים 415, 425 לחוק העונשין, התשל"ז-1977, שעניינם קבלת דבר במרמה וכן מרמה והפרת אמונים בתאגיד. לפירוט האישומים ראו בתגובת רשות ניירות ערך לבקשה שהגיש מנכ"ל פסגות, רועי ורמוס, לצו ביניים למניעת פיטוריו (להלן: תגובת הרשות), בסעיף 16 לתגובה. הבקשה הוגשה (ונדחתה) במסגרת בג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15.

69 בתמצית, פעולה זו מתאפשרת כשמבצעים תהליך של איסוף מניות (כאן – אגרות חוב) לגיטימי לכאורה על ידי פקודות קנייה סבירות ועקביות, באופן שהיצע המניות קטן ומחירן עולה. לפי ההנחה, משקיעים אחרים מבחינים בפעילות ורוכשים אף הם מניות, תוך גרימה

בכוונתה להעמיד לדין את בן דוד ואת אדרי בגין מעשים אלו ובסוף שנת 2014 נפתח משפטם.⁷⁰

בד בבד עם החקירה של עובדי חדר המסחר ניהלה רשות ניירות ערך חקירה נגד מנהלים בפסגות ובחברה-הכת פסגות ניירות ערך, שלפי החשד ידעו על העברות ולא עשו די כדי למנוע את הפעילות האסורה.⁷¹ עם סיום חקירת הרשות הודיעה הפרקליטות כי בכוונתה להעמיד לדין את מנכ"ל פסגות, רועי ורמוס, ואת מנכ"ל פסגות ניירות ערך, שי ירון,⁷² אולם לימים החליטה הפרקליטות לסגור את התיקים נגד ירון ונגד ורמוס.⁷³

לעליית השער, ובסופו של דבר המשקיע ש"אסף" מניות יוכל למכור אותן ברווח. גושן כינה תהליך זה בשם "מניפולציה תוך שוקית". ראו זוהר גושן "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" משפטים ל 591 (2000). לתיאור של עברת המניפולציה ועל החשיבות באכיפתה, הנעוצה בהגנה על שוק המשקיעים, ראו את פסיקות בית המשפט העליון בע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 642 (1996); רע"פ 2184/96 חרובי נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 114 (1998); רע"פ 4827/95 פולק נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 97 (1997); ע"פ 5383/97 טמפו תעשיות בירה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד (1) 557 (2000); ע"פ 8573/96 מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד (5) 481 (1997).

70 במונחים פשוטים, אדרי ובן דוד נחשדו בכך שנהגו להזרים הוראות קנייה של אגרות חוב קונצרניות וממשלתיות לפני נעילת יום המסחר בשער גבוה מהוראות המכירה שניתנו באותו היום, במטרה להעלות את שער הנעילה בסוף יום המסחר ולמכור את אגרות החוב לאחר מכן בשער גבוה וברווח. יש לציין כי השניים נחשדו גם בפעולות נוספות שקשורות להרצת אג"ח, בהן פעילות חריגה באג"ח של דלק נדל"ן והשפעה אסורה על מחירי אג"ח שנקנה ממשד האוצר. כמו כן, על פי הנטען בכתב האישום, בד בבד עם הפעילות בנוסטרו ביצע אדרי פעולות השקעה תואמות בחשבונות השקעות פרטיים שלו במטרה לגרוף רווחים לכיסו. ראו בעתירה למתן צו על תנאי וצו ביניים מיום 7.11.2010 בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15. כן ראו פרטים על החשדות נגד אדרי אצל שוקי שדה "איך הפך סמנכ"ל פסגות דוד אדרי מאון פיננסי לחשוד בהונאה" www.themarket.com/markets/1.578000 25.2.2010 **The Marker**

71 כן נחקרו יושבי-ראש פסגות, אריק שטיינברג, שלבסוף הוחלט שלא להגיש נגדו כתב אישום, ושני עובדים של דויטשה בנק, שלגביהם הוחלט להגיש כתבי אישום, אהרון נבון וסער ויטראוב, שניהם מנהלים בחדר מסחר אג"ח. ראו איתי הר-אור "פרסום ראשון: הפרקליטות תגיש כתב אישום נגד רועי ורמוס" **כלכליסט** 16.1.2011 www.calcalist.co.il/markets/20.9.2010 **כלכליסט** "בלעדי לכלכליסט: עסקת פסגות-אייפקס בדרך לעוד פיצוץ" **כלכליסט** 20.9.2010 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3418100,00.html

72 ראו רשות ניירות ערך הודעה לעיתונות "רשות ניירות ערך העבירה לפרקליטות את תיק חקירת פסגות" (19.9.2010) www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=8,175,3890 לפירוט החשדות ראו בתגובת הרשות, לעיל ה"ש 68, בסעיף 17.

73 לפי ההסדר לא יוגש כתב אישום נגד ורמוס והוא יוכל לשוב ולכהן כנושא משרה בכירה בגוף מפקח בתמורה לכך שישלם קנס בגובה 500 אלף ש"ח. ההסדר נערך מכוח חוק אכיפה מנהלית במתכונת של הפסקת הליכים מותנית בתנאים. ראו "הסדר להפסקת הליכים מותנית בתנאים בהתאם לסימן ב' לפרק ט'1 לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968" בין מדינת ישראל לרועי ורמוס (23.7.2013), פורסם באתר של רשות ניירות ערך www.isa.gov.il/Download/

בעקבות החשדות הפליליים שהתגבשו בתחילת הדרך נגד מנהלי פסגות הסתמנה בפרקליטות האפשרות של נקיטת הליכים פליליים אף נגד התאגיד עצמו.⁷⁴ זאת, שעה שפסגות – אז בשליטתה של קרן יורק – עמדה לפני עסקת מכירה גדולה לקרן אייפקס.⁷⁵ המגעים לעסקת המכירה החלו כבר בשלהי שנת 2009 ובסופם התחייבה אייפקס לשלם תמורת המניות הנרכשות סך של 2.36 מיליארד ש"ח, אלא שההסכם בין החברות הותנה בתנאים מתלים, בהם קבלת אישורים רגולטוריים לעסקה מרשות ניירות ערך, מהבורסה לניירות ערך, מהממונה על שוק ההון במשרד האוצר ומרשות ההגבלים העסקיים.⁷⁶ במסגרת המגעים להסכם המכירה אף דרשה אייפקס כי ורמוס ימשיך לנהל את קבוצת פסגות למשך תקופה של 18 חודשים לפחות ממועד השלמת העסקה. לבסוף, נחתם ההסכם המותנה להעברת השליטה בקבוצת פסגות מקרן יורק לקרן אייפקס בשלהי שנת 2009,⁷⁷ ותאריך השלמתה הסופי של העסקה (closing) נקבע לסוף חודש ספטמבר 2010, אלא שבניתיים נודע על החקירה הפלילית שניהלה רשות ניירות ערך נגד פסגות.

בשלב הבא הודיעה רשות ניירות ערך לאייפקס כי פגם שמצאה במהימנותו של ורמוס מצדיק לדעתה נקיטת הליכים מנהליים לשלילה של רישיונות הפעילות של פסגות בשוק ההון, וכי היא מתכוונת לנקוט הליכים אלה אם יישאר ורמוס בתפקידו, בדומה למהלך שביצעה בפרשת רביד.⁷⁸ בהמשך לכך, ובטרם קיבלה אייפקס החלטה סופית בנוגע להשלמה של עסקת הרכישה, היא פנתה לרשות ניירות ערך ולפרקליט המדינה והודיעה

- IsaFile_7813.pdf. לעניין ההליכים נגד שי ירון ראו חן מענית "הפרקליטות ממשיכה לסגור תיקים בפרשת פסגות" גלובס 24.7.2013 www.nrg.co.il/online/16/ART2/492/928.html
- 74 ראו לעניין זה סעיף 23 לחוק העונשין, הקובע כי תאגיד יישא באחריות פלילית כשהעברה נעברה על ידי אדם במהלך מילוי תפקידו בתאגיד. על פי תורת האורגניזם, היסוד הנפשי והרכיב ההתנהגותי המתקיימים אצל אורגן בתאגיד נתפסים כיסוד נפשי וכרכיב התנהגותי של התאגיד. באמצעות תורה זו ניתן לייחס לתאגיד מחשבה ומעשה של האורגן. להרשעת התאגיד במקרים דומים ראו למשל ת"פ 8073-06 מדינת ישראל נ' סרוסי (פורסם כנבו, הרשעה מיום 11.9.2011, גזר דין מיום 11.12.2011), שם הורשעה אורנית ניירות ערך בע"מ וכן שני מנהלי תיקים בה בעברות של תרמית בניירות ערך מסוג של "הרצת מניות", כאשר מעשים שביצעו האורגנים של התאגיד בחשבון הנוסטרו יוחסו לתאגיד כמבוצעים עבורו. ראו הכרעת הדין, בעמ' 152. דוגמה נוספת מצויה בהרשעת התאגידים בנק לאומי וחברות בנות שלו בגין עברות על חוק השקעות משותפות בנאמנות. ראו לעיל ה"ש 20.
- 75 Apax Partners & Ap.Ps Acquisition Ltd. בעלת השליטה בקבוצת פסגות הייתה York Global Finance, שהחזיקה ב-76% מזכויות ההון וההצבעה של פסגות בית השקעות בע"מ.
- 76 כמתואר בפסגות תעודות סל בע"מ דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (13.12.2009).
- 77 מועד הסגירה (closing) לעסקה בין קרן יורק לקרן אייפקס נקבע ליום 28.9.2010, אולם הצדדים דחו אותו כמה פעמים מאחר שלא הצליחו להגיע להסכמה על התנאים הסופיים. ביום 29.10.10 "נסגרה" העסקה למכירת השליטה. ראו פסגות תעודת סל בע"מ דיווח מידי לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך (31.10.2010).
- 78 ראו תגובת הרשות, לעיל ה"ש 68, סעיפים 6, 19.

להם כי אינה מתכוונת לרכוש שליטה בתאגיד פיננסי הנמצא בסיכון להליכים פלייליים ומנהליים.⁷⁹ הודעה זו סימנה את תחילת המגעים לקראת החוזה הרגולטורי. בחודש אפריל 2010, בד בבד עם הגשת הבקשה לרשות ניירות ערך להיתר שליטה בפסגות, החלו אייפקס ופסגות במשא ומתן עם הפרקליטות ורשות ניירות ערך. במסגרת זו נפגשו נציגי אייפקס ובראשם זהבית כהן, בשעתו מנכ"ל אייפקס פרטנרס ישראל, עם יושב-ראש רשות ניירות ערך זוהר גושן וצוותו, עם הממונה על שוק ההון, הביטוח וההיסכון ועם מנכ"ל הבורסה. בפרוטוקול ישיבה מיום 12.9.2010 שהתנהלה במשרדי רשות ניירות ערך עם נציגי אייפקס, הציע יושב-ראש הרשות לצדדים הצעה ראשונית:

אם נגיע להסכמה שמקובלת על הרשות אני יודע להתחייב בשם הרשות שנסדיר את שלילת הרישיונות. לגבי הרגולטורים האחרים – אני מוכן לפנות אליהם ולהשיג הסכמות גם מהם. יחד עם זאת אני רוצה לציין במפורש שאם פסגות ניירות ערך תורשע בהליך פליילי ללא הסדר – קיים סיכון ממשי שכל הרישיונות ישללו ממנה [...] ההסדר המוצע על ידנו הינו כי יוגש כתב אישום כנגד פסגות ניירות ערך, פסגות ניירות ערך תודה באשמה, תורשע ותשלם קנס בגובה 15 מיליון ש"ח.⁸⁰

לבסוף הבשיל המשא ומתן לכדי הסכמה מקיפה יותר ומרחיקת-לכת, שלפיה תזנח הרשות הליכים מנהליים נגד פסגות ותאגידים נוספים בקבוצה, ופרקליטות המדינה תימנע מהגשת כתב אישום נגד קבוצת פסגות.⁸¹ בתמורה לכך תגרום אייפקס, הרוכשת העתידית של פסגות, לכך שבעלי התפקידים בפסגות שהיו מעורבים לכאורה בעברות – בראשם מנכ"ל פסגות רועי ורמוס – יעזבו את תפקידם בקבוצת פסגות.⁸² בכתבי בית המשפט בתיק ורמוס ציינה רשות ניירות ערך את חלופת הציווי והשליטה הרגולטוריים שעמדה ברקע להסכמה על סיום ההעסקה של ורמוס: "[...] עמדת רשות ניירות ערך היא שהמשך מילוי תפקידו [של ורמוס; ש' י'] בפסגות יביא לכך שהיא תפעיל סמכותה בהליכים מנהליים לשלילת רישיונות ניהול כספי הציבור שבידי פסגות, ולכן כל הימנעות מהליכי אכיפה תחייב את סיום העסקתו".⁸³

עוד הוסכם במסגרת החוזה הרגולטורי שפסגות תנקוט שורה של צעדים לשינוי הממשל התאגידי הנהוג אצלה, ובכלל זה תציג לרשות תכנית אכיפה פנימית מפורטת

79 ש.ם.

80 לא פורסם. הפרטים מתוך תגובת אייפקס בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15 והנספחים לה.

81 ראו תגובת הרשות, לעיל ה"ש 68, סעיפים 18-19. כן ראו במכתבו של פרקליט המדינה לדור לפסגות (לא פורסם, נספח לעתירה בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15: "לאחר שפסגות תיטול על עצמה את ביצוע כל הצעדים ותשלימם הלכה למעשה, ייסגר התיק נגד תאגידי פסגות מחוסר עניין לציבור"). כמו כן, רגולטורים נוספים – רשות ההגבלים העסקיים, הבורסה ואגף שוק ההון במשרד האוצר – הסכימו לא לפתוח בהליכי חקירה או בהליכי אכיפה רגולטוריים הנובעים מפרשה זו.

82 ראו תיאור ברשות ניירות ערך דו"ח שנתי לשנת 2010 115 (2011).

83 ראו סעיף 5 לתגובת הרשות, לעיל ה"ש 68.

לטיפול בכשלים הרגולטוריים בארגון ולמניעתם.⁸⁴ גולת הכותרת של החוזה הרגולטורי הייתה התחייבותה של פסגות לשלם למדינה סכום חסר תקדים בגובה של 150 מיליון ש"ח – ראוי להדגיש כי סכום זה לא הוגדר כקנס, כעיצומים או כפיצוי, שהם ההגדרות המקובלות במסגרת אכיפה רגולטורית.⁸⁵

ביום 28.10.2010 הושלמו המגעים בין פרקליטות המדינה ורשות ניירות ערך לבין אייפקס ופסגות, ולמחרת הושלמה רכישת פסגות על ידי אייפקס.⁸⁶ ביום 30.10.2010 פרסמה הפרקליטות את דבר ההסדר:

תאגידי פסגות יביאו לסיום כהונתם של המנהלים ובעלי התפקידים שהיו מעורבים בפעילות האמורה בתקופה הרלוונטית, ויכינו תכנית אכיפה פנימית וכללי ממשל תאגידי שיניחו את דעתה של רשות ניירות ערך; כמו כן תשלם פסגות סך של 150 מיליון שקל, שלא יובאו בחשבון בחבות המס של הקבוצה, כביטוי מעשי לנטילת האחריות האמורה.⁸⁷

לעומת זאת, ההליכים הפליליים האישיים נגד נושאי המשרה בפסגות לא נזנחו במסגרת העסקה.

במכתב מיום 1.11.2010 מסר יושב־ראש רשות ניירות ערך זוהר גושן לפסגות, כי בהמשך להחלטת הפרקליטות ובהתאם להסכמת הרגולטורים האחרים הוא מסכים להימנע מנקיטת הליכים מנהליים, משמעתיים, אזרחיים או אחרים נגד תאגידי קבוצת פסגות בעניין נשוא תיק החקירה; כי הרגולטורים יימנעו משלילת רישיון או היתר לקבוצת פסגות בגין האירועים נשוא תיק החקירה; וכי הסכום ששילמה פסגות בגובה 150 מיליון ש"ח מהווה סילוק סופי ומוחלט של כל טענות המדינה כלפי קבוצת פסגות בקשר עם כל עילה המבוססת על ממצאי תיק החקירה הנדון.⁸⁸

הסדר אייפקס-פסגות מעורר קשיים משפטיים. כך למשל מבחינת ההליך המנהלי, ההסדר התגבש על ידי רשויות מנהליות ללא שקיפות ציבורית וללא נימוק בנוגע לבחירה במסלול האכיפה ההסכמי ולויתור על הליכי אכיפה להם קיימת הסמכה בדין. סימני השאלה מתרבים במיוחד לאור סכומי הכסף החריגים שדרשה רשות ניירות ערך מאיפקס

84 ראו למשל "קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות ערך" (12.4.2011). באופן כללי על תכניות אכיפה פנימית ראו אצל גבאי, לעיל ה"ש 35, בעמ' 379-388.

85 פרטי ההסדר בתגובת הרשות, לעיל ה"ש 68, סעיף 39; מכתב פסגות לפרקליט המדינה וליושב־ראש רשות ניירות ערך (4.10.2010), שצורף כנספח לתגובת אייפקס ופסגות לעתירה במסגרת בג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15.

86 בתגובה לעתירה בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15, ציינה אייפקס כי היא הסתמכה על ההסדר שנערך בין רשות ניירות ערך, הפרקליטות ובינה לצורך השלמה של עסקת הרכישה של פסגות, וכי לולא ההסדר לא הייתה משלימה את העסקה (לא פורסם). ראו לעניין זה גם את תשובת משיבות 3-5 (אייפקס ופסגות) לעתירה למתן צו ביניים מיום 17.11.2010 (לא פורסם).

87 הודעת הפרקליטות (30.10.2010).

88 ראו מכתב יושב־ראש רשות ניירות ערך זוהר גושן לפסגות (1.11.2010), לא פורסם, נספח לתגובת אייפקס בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15.

ומפסגות (דרישה אשר אינה מעוגנת בסמכות מפורשת) ולאור כריכתם בפיטורין ובהעמדה לדין של נושאי משרה המכהנים בתאגיד. בנוסף, הפיטורין של נושאי המשרה הוצבו לתאגיד כתנאי להימנעות משלילת רישיון לפעילות בשוק ההון המקומי וייתכן שאף בכך גלום קושי במישור הסמכות. קושי במישור שיקול הדעת מתעורר שעה שהליכים אלה, שנועדו לסלול את הדרך להרחקתם של המנהלים משוק ההון, הסתיימו לבסוף כמעט בלא-כלום מבחינה משפטית פורמלית.

יתרה מזו ההסדר מעורר בעיות משפטיות של סמכות ושל פרוצדורה, הקשורות בזהות הגורמים שלקחו בו חלק והדרתם של גורמים אחרים ממנו. כך, למשל, מנכ"ל פסגות (ורמוס) לא הוזמן להשתתף במגעים שהתקיימו בין אייפקס ופסגות לבין רשות ניירות ערך, אף שתוצאתם הייתה קשה ופוגענית מבחינתו, ולא ניתנה לו זכות שימוע מנהלית.⁸⁹ בנוסף, אייפקס, שלקחה חלק מרכזי במשא ומתן, איננה חברה מפוקחת בישראל ובשלבים אלו אף לא הייתה עדיין בעלת השליטה בפסגות, על כן לא ברור מקור הסמכות המנהלית להתקשר עמה בהסדר שיחייב גורמים מפוקחים מקומיים בישראל ומה תוקפו המשפטי של הסדר כזה.⁹⁰

קושי נוסף טמון בכך שרשות ניירות ערך ערכה את החוזה הרגולטורי, בדומה לחוזים רגולטוריים אחרים המתוארים בפרק, לגבי הפרות או עברות שפליליות מוטלת בספק או שהן נחשבות הפרות "קלות" במדרג ההפרות בשוק ההון. לכאורה אין בכך כל בעיה, אדרבה: הרגולציה ההסכמית נועדה לשמש כלי "רך" לטיפול בהפרות "רכות"; אלא שבמסגרת החוזים הרגולטוריים דרשה הרשות מהתאגיד תמורות קיצוניות, כגון הרחקה של נושאי המשרה הבכירים או תשלום סכומי כסף גבוהים מאוד, ולא הסתפקה בסנקציה במדרג נמוך שתשקף חומרה נמוכה של העברות. בפרשת רביד, למשל, ההפרה שעמדה בלב ההסדר המתגבש הייתה מימון כנסים ליועצי השקעות על ידי בנק לאומי, אך פעולת האכיפה שנדרשה ביחס לכך הייתה הרחת המנהלים. גם בפרשת אייפקס-פסגות, העומדת במוקד מאמר זה, נתקפה פעילות של קנייה ומכירה בחשבון הנוסטרו של בית ההשקעות, פעולה הנחשבת בעיני אחרים כבעלת לגיטימיות מעורפלת.⁹¹ כזכור, כחלק מן ההסדר פוטר מנכ"ל בית ההשקעות בצעד דרסטי וכן שולמו 150 מיליון ש"ח על ידי התאגיד, סכום חסר תקדים בזירה הרגולטורית בישראל.

לפגמים אפשריים אלה מצטרפת העובדה שבפרק זמן קצר יחסית, חזרו ונשנו הפרות והסדרים דומים בשוק ההון הישראלי, אף בקרב אותם שחקנים תאגידיים ממש. עניין זה עשוי להעיד על בעיה ברמת ההרתעה המגולמת בחוזים הרגולטוריים. החלק הבא במאמר

89 ראו את ההצהרה של ורמוס בעתירה כבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15.

90 קרן אייפקס מפוקחת על ידי FSA – הרשות המפקחת על שוק ההון וניירות ערך בבריטניה. למעורבותה הישירה של אייפקס במשא ומתן עם רשות ניירות ערך ראו תגובת הרשות, לעיל ה"ש 68, פסקה 22.

91 כך למשל נטען כי בפעילותו עבר אדרי לכל היותר על נהלים פנימיים של פסגות. ראו עירן פאר "מקורבי אדרי: הוא פעל במסגרת הנורמה הנהוגה בפסגות" גלובס 7.2.2011 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000621358. לפליליות המוטלת בספק של עברת הרצת מניות ראו למשל אסף אקשטיין "עירוב מטרות בעברת המניפולציה בניירות-ערך" משפט ועסקים טז 277 (2013).

בוחר את השאלה אם החוזים הרגולטוריים משיגים את מטרתם הרגולטורית ומטיל בכך ספק רב. המשך המאמר יתרכז בהטיות מוסדיות אפשריות שפעלו על הרשות המנהלית שעה שבחרה להתקשר בהסדרים האמורים עם החברות המפוקחות והעדיפה אותם על פני כלים אחרים.

ב. יעילות ההסדר בראי האינטרס הציבורי המקודם

1. האינטרס הציבורי בהסדר אייפקס־פסגות

במהלך המגעים לגיבוש הסדר אייפקס־פסגות הגישה רשות ניירות ערך לבית המשפט תגובה לעתירתו של מנכ"ל פסגות, שכללה את ההצהרה שלהלן:

הרשות רואה בהסדר עם אייפקס הסדר ראוי שיש אינטרס לקיימו [...] שיקולי רשות ניירות ערך לעמדה זו, ביניהם יצירת ודאות משפטית המונעת את החשש לסיכון מערכתי עקב אובדן אמון הלקוחות בפסגות בעקבות נקיטת הליכים נגדה. הרשות סברה כי לא מן הנמנע כי הציבור צפוי לראות בהרשעת פסגות משום סיכון לכיטחון כספי הגמל וקרנות הנאמנות שלו. הגם שמדובר בתרחיש קיצוני, הרי שאם יש אפשרות להשיג את המטרות העומדות בבסיס הרשעת החברה בדרכים חלופיות ואפקטיביות מן הראוי לתת לחלופות אלה משקל ראוי.⁹²

הדרך הפשוטה ביותר להבין את החווה הרגולטורית של הרשות עם אייפקס־פסגות, ככל פעולה מנהלית, היא זו שמציעה תורת האינטרס הציבורי.⁹³ על פי גישה זו, נושאי משרה ציבורית, כגון מחוקקים, רגולטורים ושופטים, פועלים במטרה לשרת את הציבור ויש לפרש את החלטותיהם על רקע האינטרס הציבורי שהן נועדו לקדם. תפיסה נורמטיבית זו משתקפת במשפט המנהלי במסגרת חובת ההגיונות והנאמנות של הרשות המנהלית וכן בחזקת התקינות המנהלית, שלפיה החלטות מנהליות מתקבלות כדין ולא על סמך שיקולים זרים.

תקפותה של תפיסה זו ביחס להסדר אייפקס־פסגות נתמכת בדברים שכתב פרקליט המדינה במכתבו לאייפקס, שם ציין, בין השאר, כי "לאחר שבחן את הבקשה, את עמדת רשות ניירות ערך לגביה, ואת האינטרס הציבורי על היבטי השונים, הגיע למסקנה כי התועלת שתצמח לציבור אם יופעל המתווה האכיפתי המידי והיעיל שהוצע על ידי התאגיד, עולה על זו שתצמח ממיצוי ההליך הפלילי עם התאגידים הרלוונטיים בפסגות".⁹⁴ עוד ציין שם פרקליט המדינה כי "בתוך שורת השיקולים שהביאו אותו להחלטה האמורה, הובאה בחשבון גם העובדה כי פסגות בית השקעות הינו תאגיד השקעות מוביל במדינת

92 תגובת המדינה לבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15, בפסקה 35 (לא פורסם).

93 *Public Interest Theory*. ראו למשל Michael Hantke-Domas, *The Public Interest Theory of Regulation: Non-Existence or Misinterpretation?*, 15 Eur. J. L. & Econ. 165 (2003).

94 ראו תגובת המדינה לבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15, בפסקה 41 (לא פורסם).

ישראל, המנהל כספי משקיעים בהיקף נרחב ביותר, ואת הנזקים העלולים להיגרם לציבור גדול של משקיעים אם בפרשה זו ימוצה ההליך הפלילי.⁹⁵

טיעונים מסוג זה, בסגנון של "תאגיד גדול מכדי להיכשל" (Too big to fail),⁹⁶ נשמעו בבית המשפט אף מטעם רשות ניירות ערך. על פי הרשות, החוזה הרגולטורי מיטיב עם שוק ההון הישראלי בכך שהוא מאפשר לממש את עסקת המכירה של פסגות לקרן זרה חשובה כמו אייפקס ואת כניסתה לשוק הישראלי: "הרשות ציינה שלמדינה יש עניין בהשקעות זרות בישראל ולפיכך יש לעודד ולאפשר עסקאות שבהן גופים זרים רוכשים גופים המנהלים כספי ציבור, דבר המעודד תחרות בענף ומקטין את ניגודי העניינים".⁹⁷

ברוח הגישה של האינטרס הציבורי וחזקת התקינות המנהלית אפשר לכאורה להניח שרשות ניירות ערך אמנם התקשרה בחוזים הרגולטוריים מתוך אילוץ או קושי הקשור במשאבים רגולטוריים ובמגבלות מוסדיות, אך כל זאת במטרה לקדם אינטרסים ציבוריים כשרים, כגון הרחקת נושאי משרה בלתי ראויים משוק ההון והגדלת הקופה הציבורית.⁹⁸ כך למשל הצליחה הרשות להבטיח תשלום בסך של 150 מיליון ש"ח לאוצר המדינה במסגרת ההסדר – סכום עצום בהשוואה לעיצום כספי שהוסמכה הרשות להטיל בשעתו על תאגיד מפר, שהוגבל לתקרה של מיליון ש"ח בלבד. גם הרחקה של נושאי משרה בלתי ראויים לכהונה משוק ההון הצריכה בעבר עמידה ברף ראייתי גבוה יחסית ומסלול ביורוקרטי מפרך וארוך בהשוואה להסכמה להדחה מיידית שנעשתה בחוזה הרגולטורי.

בהמשך לכך, הפער הגדול בין מועד ההפרה לבין מועד הענישה, המתקיים תחת מודל הרגולציה המסורתית בשוק ניירות הערך, ניתן לגישור מסוים באמצעות חוזה רגולטורי. חוזה רגולטורי מאפשר להוציא לפועל סנקציות ופעולות לתיקון ההפרה תוך פרקי זמנים קצרים יחסית, התורמים להפנמה יעילה של הנזקים ולהגברת רמת ההרתעה. לצד זאת, הוא מאפשר גם התמודדות "רכה" עם מצבי הפרה שאינם מתאימים בהכרח להליך הפלילי, הנחשב חד וקשה, תוך שימוש בכלים מתחום האכיפה המנהלית. כלים אלו מאפשרים אכיפה מידתית להפרה ומבטלים את הצורך הרגולטורי להכריע בין אכיפה פלילית להיעדר אכיפה מוחלט, במצבים של קושי ראייתי או אחר.

נוסף על היתרונות הגלומים בהדחות של נושאי משרה בלתי ראויים ובתשלום כסף למדינה, במסגרת החוזה הרגולטורי הרשות דורשת גיבוש והפעלה של תכנית אכיפה פנימית בתאגיד הסורר, וזאת להבדיל מהמשטר המשפטי הוולונטרי החל ברגיל על הכנה והטמעה של תכנית כזו בקרב תאגידי ישראל. אף בכך גלום יתרון לחוזה רגולטורי כאסטרטגיית אכיפה המקדמת את האינטרס הציבורי. בחלק הבא של המאמר ייבחנו הנחות אלה בדבר האינטרס ציבורי הטמון בחוזים הרגולטוריים, מנקודת מבט ביקורתית.

95 ש.ם.

96 למושג זה ראו למשל Sharon Yadin, *Too Small to Fail: State Bailouts and Capture by Industry Underdogs*, 43 CAP. U. L. REV. 889 (2015).

97 תגובת המדינה לבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15, בפסקה 35.

98 מטרה זו עשויה להיחשב זרה לתכלית החוק, אך אינה בהכרח פסולה.

2. ניתוח פרטני של הסדר אייפקס־פסגות

בחלק זה אבקש לעורר ספקות בקשר למידת היעילות של חוזים רגולטוריים הנערכים במתכונת המתוארת כמכשיר לאסדרת השוק. הצעד הראשון בבדיקה אם התממשו יעדי הרגולציה בפעולה מנהלית הוא איתור ומיפוי של המטרות הרגולטוריות. באופן כללי, ההצדקות להתערבות רגולטורית במדינה המודרנית הן רבות, בהן תיקון של כשלי שוק הקשורים בריכוזיות והיעדר תחרות, הפחתת החצנות שליליות שהתאגידים גורמים וצמצום כשלים שמקורם בפערי מידע בין התאגידים לציבור או באספקה של שירותים חיוניים לציבור שאין כדאיות כלכלית לספקם בשוק הפרטי.⁹⁹ בצד המטרות האובייקטיביות המוצהרות לרגולציה, אשר נזכרות לעתים בחוק המסמיך את הרשות המאסדרת, כל רגולטור מחזיק גם בתפיסה סובייקטיבית של האינטרס שעליו הוא אמור להגן, או במילים אחרות, בפרשנות משלו באשר ליעדים הרגולטוריים המוצבים לפניו.¹⁰⁰ כך למשל בשוק ההון מקובל לראות כמטרות רגולטוריות מרכזיות את השמירה על יציבות פיננסית, שכלול שוק ההון, הגברת התחרות, הגנת הצרכן, אמינות ושקיפות.¹⁰¹ יש הסבורים כי מאלה, הגנת הצרכן נחשבת מטרות־העל, בעוד שהמטרות האחרות משניות לה.¹⁰² זוהר גושן, לשעבר יושב־ראש רשות ניירות ערך, סבור למשל כי רגולציה של ניירות ערך לא נועדה להגן על הצרכן בעיקרה אלא שמטרתה המרכזית היא להשיג שווקים פיננסיים יעילים לשיפור הקצאת המשאבים בכלכלה.¹⁰³ על פי גישה זו, ההגנה על הצרכן, ככל שהיא מתקיימת, טמונה בביסוס אמן הציבור במערכת הפיננסית, על מנת לשכלל אותה כאפיק יציב למימון השקעות במשק.

אחד הכלים המרכזיים להשגת מטרות אלו הוא דיני ניירות ערך, המבוססים בעיקר על דרישת הגילוי הנאות, על איסור להשתמש במידע פנים ועל איסור תרמית ומניפולציה.¹⁰⁴ דינים אלו בוקרו בעבר כתשתית משפטית לאסדרה פסיבית למדי של שוק ההון, וכיום נוהגות גישות מתחרות הגורסות שהרשות המפקחת צריכה להתערב באופן שוטף ופעיל יותר בנעשה בשוק ההון ולא להישען במידה רבה כל כך על רגולציה עצמית, רגולציה

99 נוסף על הצדקות העוסקות בכשלי שוק קיימות גם הצדקות חברתיות לרגולציה. ראו באופן כללי UNDERSTANDING REGULATION, לעיל ה"ש 1, בפרק 2.

100 לחשיבות של הגדרת המטרות הרגולטוריות על ידי הגופים המאסדרים בשוק ההון ולפוטנציאל לניגוד עניינים בהן ראו רן שורר ואשחר בן שטרית "שרידי העבר ומשברי ההווה בשוק ההון הישראלי: הרגולציה הפיננסית בישראל והמציאות אחרי רפורמת בכר" משפטים מ 643, 670-666 (2011).

101 ראו למשל אבי בן בסט, שרון בליי ואשר בלס "הפיקוח על שוק ההון" נייר מדיניות, המכון הישראלי לדמוקרטיה 44, 15-16 (2007).

102 שם, בעמ' 22. ראו גם סעיף 2 לחוק ניירות ערך, הקובע שתפקיד הרשות יהיה שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך.

103 זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך" קריית המשפט 3 ו 3 (2006).

104 גושן, לעיל ה"ש 69, בעמ' 592.

של גילוי ורגולציה וולונטרית.¹⁰⁵ התערבות כזו עשויה להתגשם, למשל, באמצעות מתן הוראות לניהול התאגיד, ניהול של מערך רישוי מפותח לפעילות בשוק ההון, הצבת מערך מקיף של דיווחים שוטפים והפעלה של שיקול דעת רחב ועצמאי על ידי הרגולטור, שיבוא לידי ביטוי בפעולות עצמאיות של בקרה, חקירה ואכיפה, ובכלל זאת חוזים רגולטוריים.¹⁰⁶ בשנים האחרונות קיבלה גישה זו חיזוק עקב המשבר הפיננסי העולמי שפקד את השווקים. מטרה רגולטורית מרכזית בהסדר הכולל תמורות מרחיקות-לכת מטעם הפירמה (הדחות, תשלומים גבוהים) עשויה להיות הרתעה של תאגידים מפני ביצוע הפרות דומות, ובתוך כך אף התנעה של פעולות תאגידיות עצמאיות בשוק, לשיפור הממשל התאגידי. הדברים באים לידי ביטוי בהודעה של הרשות: "הרשות החליטה לתמוך במהלך לנוכח העובדה שהצעת אייפקס ושורת הצעדים שלקחה על עצמה היוו מענה הולם, אפקטיבי ומהיר לממצאי החקירה, אשר יש בהם משום מסר הרתעתי בעל חשיבות לשוק ההון".¹⁰⁷ להלן ייבחנו המאפיינים הבאים של הסדרי אכיפה בשוק ההון, כפי שבאו לידי ביטוי בהסדר אייפקס-פסגות, מנקודת המבט של ההרתעה המגולמת בהם: התחייבות להדחת נושאי משרה; מתן פטור לתאגיד מהליך פלילי; התחייבות לתשלום סכום כספי; התחייבות לגיבושה של תכנית אכיפה פנימית. הדיון ברכיבים אלו של ההסכמות ייערך תוך התייחסות ליעילות של סנקציות רגולטוריות מוכרות כשהן מוטלות במסגרת של רגולציה הסכמית, בייחוד כאשר הן נסמכות על שיקול דעת רגולטורי רחב, להבדיל מהסמכה מפורשת. יודגש, כי למרות שהוסמכה לבסוף רשות ניירות ערך לערוך חוזים רגולטוריים, רשויות מאסדרות רבות ממשיכות בפרקטיקה דומה ללא הסמכה מפורשת. בנוסף, ייתכן שרשות ניירות ערך עצמה לא תזנח את הפרקטיקה נוכח החוק החדש, וזאת על מנת שתוכל להתקשר בהסדרים בתנאים גמישים יותר מאלו המוכתבים בחוק. לפיכך, הדיון בהסדרים שנערכו ללא הסמכה מפורשת נותר רלוונטי לרבות מזירות הרגולציה בישראל ובכלל.¹⁰⁸

הספרות המשפטית עסקה רבות ביעילות הסנקציות המנהליות למול הסנקציות הפליליות המוטלות על התאגיד,¹⁰⁹ וכן ביעילותן של סנקציות מנהליות המוטלות במסגרת צו מוסכם, כ"עסקת חבילה" הכוללת תנאים שונים והתחייבויות הדדיות.¹¹⁰ עם זאת, טרם נדון במידה מספקת היחס שבין סנקציות מנהליות, המוטלות על תאגיד בהסדר אכיפה

105 מאיר חת "הפיקוח על שוק ניירות ערך: האם די בגילוי נאות?" *עלי משפט* ח 29 (2010). לדיון עיוני בסוגים שונים של כלים רגולטוריים ראו ידן, לעיל ה"ש 8, בחלק ב'.

106 באופן כללי ראו לאה פסרמן יוזפוב "דיני ניירות ערך – התפתחויות ומגמות חדשות" *קריית המשפט* ה 123 (2005); נעם שר "דיני ניירות ערך – מגמות מרכזיות" *עיוני משפט* כב 265 (2000).

107 כמפורט בתגובת המדינה לבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15, בפסקה 35 (לא פורסם).

108 ראו על כך גם אצל מרגית כהן *סמכויות כלליות של הרשות המבצעת* (2002) שברקה את ההסדרים ההסכמיים הנערכים במשק הדלק הישראלי.

109 ראו למשל Vikramaditya S. Khanna, *Corporate Criminal Liability: What Purpose Does it Serve?*, 109 HARV. L. REV. 1477 (1996).

110 ראו למשל Michael J. Zimmer and Charles A. Sullivan, *Consent Decree Settlements by Administrative Agencies in Antitrust and Employment Discrimination: Optimizing Public and Private Interests*, 1976 DUKE L. J. 163 (1976).

הסכמי מכוח סמכות מפורשת, לבין סנקציות מנהליות המוטלות עליו שלא מכוח סמכות מפורשת, תוך הפעלת שיקול דעת מנהלי רחב. כן לא נדונה השאלה, בהקשר זה של סמכות, אם אסטרטגיה רגולטורית לאכיפה הסכמית עדיפה על פני ציווי, ובאלו נסיבות. לפיכך, להלן תידון השאלה אם השילוב של סנקציות והקלות במתווה של חוזה רגולטורי יעיל, בהשוואה לחלופות אכיפה מסורתית;¹¹¹ אם שאלת הסמכות משנה לעניין התוצאה וכיצד; ויוצעו הסברים אפשריים לבחירה באסטרטגיה ההסכמית במצבים השונים.

(א) הרחקה מכהונה

כמתואר בפרק הקודם, תמורות המידמות לסנקציות פרסונליות המוטלות על חשודים בהפרות או בעברות בשוק ההון, נפוצות בשימוש במסגרת חוזים רגולטוריים. תמורות אלה עוסקות בהדחות של נושאי משרה בתאגיד, בהגבלות כהונה ובהגבלות פיננסיות על תגמולים לנושאי משרה. בשונה מסנקציות רגולטוריות רגילות, במסגרת החוזים הרגולטוריים מוטלות "סנקציות" באופן בלתי ישיר, תוך שימוש באמצעי לחץ המופעלים על התאגידים המעסיקים לבצע אותן באופן פנימי. בעסקה מעין זו, התאגידים ובעלי השליטה בהם "מקריבים" את נושאי המשרה הבכירים ביותר כדי להגן על שווי השוק של התאגיד, להימנע מהליכי אכיפה פורמליים ופומביים, להבטיח עסקאות למכירה או לרכישה של התאגיד ולקבל רישיונות לפעילות בשוק ההון.

כלל, הדחה פרסונלית של נושא משרה בכיר בגוף המפר נועדה לפגוע במידה ניכרת בהמשך התנהלותו המקצועית בשוק הרלוונטי, בין באמצעות נזק מוניטין, המחבל בסיכויי ההעסקה העתידיים שלו, ובין בנזק פיננסי ישיר הטמון באבדן הכנסה. המהלך הרגולטורי אמור לקדם הן הרתעה בשוק ההון והן להרחיק נושאי משרה בלתי ראויים מכהונה בשוק ההון הישראלי, במטרה להגן על החוסכים ועל המשקיעים. סנקציות "כואבות" ואישיות נגד נושאי משרה מאותתות לשוק שאיש אינו חסין מפני נחת זרועה של הרשות המפקחת ושהיא אינה חוששת להטיל אמצעי אכיפה קשים כלפי המנהלים הבכירים ביותר. בכך הרשות אמורה ליצור מעין מאזן אימה שבו המנהלים יראים מפניה ברמה האישית, באופן העשוי לתמרץ אותם לפעול בזהירות יתר ובגילוי מוגבר באשר לפעולותיהם. כמו כן, גישה רגולטורית הנוקטת סגנון של הרתעה פרסונלית עשויה להתמודד כהלכה עם בעיית הנציג, המוכרת בעולם התאגידים כניגוד עניינים מובנה בין טובת המנהל לטובת התאגיד.¹¹² ניגוד עניינים זה מתבטא באופן טיפוסי בתיאבון מוגבר של המנהל ליטול סיכונים עקב היעדר הפנמה של העלויות הכרוכות בכך למנהל.

לכאורה, ההרתעה הפרסונלית עובדת טוב במיוחד במסגרת רגולציה הסכמית משום שהיא מייצרת לבעלי השליטה – המקבלים תמורות ישירות בחוזה הרגולטורי, לטובת התאגיד – תמריץ מוגבר לגרום להדחה של המנהל. יתרה מכך, במסגרת רגולציה הסכמית, הנעשית ללא הסמכה, ההדחה מהירה יותר וחשופה פחות להתנגדויות ולערעורים,

111 להתייחסות בית המשפט להיבטים הקשורים בשאלה זו ראו למשל בג"ץ מתווה הגז.

112 לבעיית הנציג באופן כללי ראו למשל זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת דיני התאגידים" ספר זיכרון לגולטירו פרוקציה 245 (תשנ"ז).

בהשוואה לחלופות הרגולציה הכופה או הרגולציה ההסכמית המוסדרת בחוק, ואף בכך גלומה הרתעה מוגברת למנהל.¹¹³

עם זאת, חוזים רגולטוריים להרחה של נושאי משרה, הנעשים ללא הסמכה ברורה, לוקים בכמה בעיות המסכלות את השגת המטרות הרגולטוריות הענייניות, ובכלל זאת ההרתעה. כך למשל, שוק ההון הישראלי חשוף לחילופי-גברי וולונטריים ולא וולונטריים תדירים.¹¹⁴ הניסיון מלמד שנושאי המשרה שהיו מטרה להדחה כזו מועסקים לרוב במשרות דומות לאחר סיום הכהונה.¹¹⁵ אף שהפיטורין בדרך כלל פתאומיים ואינם מאפשרים היערכות מוקדמת, המועסקים אינם מורחקים לצמיתות משוק ההון והם אף נהנים ממענקי פרישה נדיבים עם סיום העסקתם.¹¹⁶ בפועל, נושאי משרה שהוזכרו במאמר כמטרה להדחה בחוזה רגולטורי שובצו בתפקידי מפתח אחרים בתעשייה והותירו חותם על השוק.¹¹⁷ בשונה מכך, הדחת נושא משרה ישירות על ידי הרגולטור, לאחר חוק אכיפה מנהלית, כוללת בדרך כלל תקופת הרחקה למנהל משוק ההון, ולכן עשויה להיות עדיפה מבחינת השגת המטרה הרגולטורית, לעומת הדחה באמצעות הסכמות הנסמכות על שיקול דעת מנהלי רחב.¹¹⁸

בנוסף, הדחה הסכמית במסגרת חוזה רגולטורי ללא הסמכה מפורשת עלולה להיתפס על ידי הצדדים ועל ידי שחקנים אחרים בשוק כפחות חמורה מהדחה רגולטורית ישירה הכרוכה בסנקציות מנהליות ופליליות. תפיסה זו נגזרת מתוך ההכרה וההבנה של השוק שההדחה נעשתה כחלק מעסקת חבילה שהוצעה לתאגיד, שכללה הטבות והקלות רגולטוריות שנועדו לתמרץ אותו לפטר את נושאי המשרה. האינטרסים הכספיים המיוחסים

113 כפי שיוסבר בחלק ד' של המאמר, הדחה הסכמית המעוגנת בסמכות מפורשת של הרגולטור דומה יותר במאפייניה לרגולציה של ציווי ושליטה ולכן עלולה ליצור אפקט דומה לרגולציה כופה.

114 כך לדוגמה בבית ההשקעות פסגות כיהנו ארבעה מנכ"לים בתקופה של 12 שנות פעילות; שלושה מהם כיהנו בשלוש שנים בלבד. רועי ורמוס פרש ב־2010, רונן טוב כיהן ב־2011 וחסני בדש ב־2012.

115 להלן כמה דוגמאות: לאחר שהודח מתפקידו בפסגות הקים דוד אדרי את חברת דיסיליון ייעוץ, העוסקת בניהול תיקים פרטיים. ראו שרון שפורר "דוד אדרי נהפך לאחד מסוחריו הנוסטרו הגדולים בשוק" *The Marker* 26.12.2011 www.themarker.com/news/1.1601108. לאחר עזיבתה את פסגות כיהנה גבי רביד כיושב־ראש בית ההשקעות דש־אייפקס ואף הקימה קרן גידור עם בנק זר. ראו תמר קובלנץ "גבי רביד תקים קרן גידור עם יעקב הרפז" *גלובס* 12.6.2011 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000653553. מיד לאחר עזיבתה את ראשות הדיקטוריון של בנק הפועלים מונה דני דנקנר למנכ"ל קבוצת אריסון המחזיקה בשליטה בבנק. ראו שרון שפורר "דני דנקנר מונה למנכ"ל אריסון השקעות" *הארץ* 22.9.2009 www.haaretz.co.il/misc/1.1281895. למסלולי הרגולציה הפורמלית להרחות הבכירים ראו לעיל ה"ש 43.

116 כך, למשל, על פי דיווחים בעיתונות, קיבל ורמוס מענק פרישה של 80 מיליון ש"ח, דנקנר קיבל שלושה מיליון ש"ח ורביד קיבלה ארבעה מיליון ש"ח.

117 ראו לעיל ה"ש 115.

118 ראו על כך בהרחבה להלן בחלק ד', וכן לעיל בחלק א'1(ב) חוק אכיפה מנהלית.

לתאגיד במהלך כזה עלולים להפחית את עוצמת ההרתעה בשוק הגלומה באפקט ההדחה, בעיקר בהתחשב במענקי הפרישה הנדיבים שהמודחים מקבלים בדרך כלל במסגרת זו. אפשר להניח שהדברים ידועים לכלל השחקנים בשוק ההון, שהוא "שוק משוכלל" של מידע. אשר על כן, חוזה רגולטורי הנסמך על שיקול דעת רחב מעביר לשוק ולנושאי המשרה מסר כפול של "ענישה" הנעשית למראית עין בלבד. משכך, הדחות הסכמיות שייתפסו כאקט לא אותנטי של הרגולטור יובילו בסופו של דבר לאבדן כוחו ההרתעתי.¹¹⁹ מעבר להיבט ההרתעה, הליכי ההדחה הפנימיים אף אינם מלווים בהליכי שימוע המתחייבים לפי דיני העבודה, ובכך פוגעים בהצדקות לדיני העבודה, כגון תיקון א-סימטריה בין מועסקים למועסקים ושמירה על כבודו של העובד. נוסף על כך הליכי הדחה כאמור גם אינם מלווים בשימוע הדרוש לפי המשפט המנהלי כדי לשמוע את הגורם העשוי להיפגע מההחלטה ולקבל החלטה שתהיה מאוזנת ומבוססת על תשתית מידע רחבה. אף בכשלים אלה יש כדי ללמד על התרחקות הרגולטור ממטרותיו הסטטוטוריות.

(ב) פטור לתאגיד מהליך פלילי

תמורה אופיינית מטעם המדינה במסגרת הסדרי אכיפה בהסכמה בשוק ההון הישראלי, היא ההתחייבות הרגולטורית שלא לפתוח נגד התאגיד (להבדיל מנושאי המשרה) בהליכים פליליים בגין העברות או הפרות שבוצעו, על פי חשד. להלן תיבדק יעילותו של פטור זה בהשגת מטרות הרגולציה כחלק מחוזה רגולטורי כולל.

במבט ראשון, נראה שפטור מאכיפה פלילית כלפי תאגיד עשוי לחסוך לרשות המנהלית משאבים יקרים הקשורים בניהול הליכים פליליים בכתי משפט. לא רק שאין להליכים אלה תוצאות ודאיות, אלא שלעתים קשיים ראייתיים יהפכו אותם ללא-כדאיים. במצבים אלו הרגולטור משתמש באיום בהליך פלילי נגד התאגיד כקלף מיקוח, המאפשר לו להשיג "הישגים" רגולטוריים במסגרת של חוזה רגולטורי. הישגים אלו קשורים בחלופות אכיפה כגון תשלומים המידמים לעיצומים כספיים, התחייבות להחלה של מנגנוני רגולציה עצמית דוגמת הנהגה של תכנית אכיפה פנימית, והתחייבות לעריכת שינויים ארגוניים ופרסונליים.

על אף החיסכון הציבורי במשאבים הכרוכים בניהול הליך פלילי, מתן פטור לתאגיד מפני העמדה לדין פלילי, במסגרת של חוזה רגולטורי, עלול לחזק את התחושה, בקרב התאגיד ובקרב השוק כולו, שהפרות בשוק ההון אינן מטופלות באכיפה משמעותית, וכך לפגוע בהרתעה. זאת, לאור ההנחה שבכוחם של הליכים פליליים נגד התאגיד לסכל את המשך פעילותו ולהוביל לשלילה של רישיון (כגון רישיון לניהול השקעות) – בעוד שהליכים מנהליים הסכמיים לתשלום "כופר" אינם מובילים לתוצאות אלה ומאפשרים את המשך הפעילות הבעייתית והחזרה עליה בעתיד בדפוס פעולה דומה. אף תשלומים בסכומים גבוהים, דוגמת התשלום שנעשה במקרה אייפקס-פסגות, אינם נתפסים כחמורים שכן אין בכוחם לפגוע במידה ניכרת ברווחי התאגיד. חוזים רגולטוריים מסוג זה מאפשרים

119 גם בהקשר זה הביקורת מתעדת ככל שהרגולציה ההסכמית מעוגנת בסמכות חוקית ברורה או אז היא נדמית יותר לציווי ושליטה ועל כן נתפסת כסנקציה כופה ומרתיעה יותר מהסמכות המתקבלות מחוץ לחוק.

לדיני ניירות ערך ולאיסורים הכלולים בהם להיהפך לנקודת מוצא בלבד לניהול משא ומתן עם הרגולטור לקראת מתווה של הסדר מקל, תחת אצטלה של שמירה על האינטרס הציבורי.¹²⁰

בעיה נוספת בהרתעה מתעוררת בהסדר הרגולטורי הטיפוסי, שהסנקציות בו מופנות בעיקר לתאגיד ולא לנושאי המשרה שביצעו בפועל את העברה או שהיו אחראים לפקח עליהם.¹²¹ כאשר החוזה הרגולטורי מוצע כחלופה מלאה לכלל ההליכים הפליליים – כולל כאשר לנושאי משרה בתאגיד, כפי שאירע במקרים של רכיד, מנהלי בזק ומנהלי בנק הפועלים¹²² – יש חשש לסיכול המטרות של ענישת מבצעי העברה, מניעת הרווחים שהשיגו באמצעותה והפנמה יעילה של הנזקים שנגרמו עקב התנהגות התאגיד.¹²³ זאת,

120 לנימוקים השונים להטלת אחריות פלילית על התאגיד ראו למשל אסף חמדני "עסקאות בעלי עניין ואחריות התאגיד לתרמית בניירות ערך" מחקרי משפט כג 769 (2007). כן ראו לעיל ה"ש 74.

121 ברקע הדברים האמורים נמצאת ההתלבטות אם התאגיד הוא אכן סובייקט מתאים להפנמה או להחצנה של התנהגויות שליליות, ואם עליו לשאת בחלק מהאחריות למעשים הפליליים שבוצעו במסגרתו. לכאורה, התאגיד אינו יותר מאשר סך של נושאי המשרה הפועלים במסגרתו. לפי תפיסה זו, ענישת התאגיד משמעותה ענישת נושאי המשרה בו והרתעת התאגיד היא הרתעת נושאי המשרה בו. גם אם הדין מכיר בתאגיד כישות משפטית נפרדת, יש קושי מסוים לראות בו גוף המסוגל למניעים, לאינטרסים ולמוטיבציות עצמאיים. עם זאת, על פי תורת הארגונים המקובלת במדעי הניהול, אפשר לייחס לארגון גם כוונות ושאפויות. בעולם המשפט מכונה גישה זו תורת האורגניזם. מבחינת החלוקה של האחריות הפלילית, דווקא במקרים של עברות כלכליות-פיסקליות הטלת האחריות הפלילית על התאגיד מתאימה, משום שאין לה קשר הדוק עם הקיום הפיזי של אדם בשר ודם ועם אנושיותו. להבחנה זו ראו אהרן ברק "התאגיד וחוקי־יסוד: כבוד האדם וחירותו" מאזני משפט ח 11 (2012). השוו: רע"פ 8487/11 חברת נמלי ישראל – פיתוח ונכסים בע"מ נ' מדינת ישראל – המשדר להגנת הסביבה (פורסם בנבו, 23.10.2012) (להלן: עניין חברת נמלי ישראל); דנ"פ 8062/12 מדינת ישראל – המשדר להגנת הסביבה נ' חברת נמלי ישראל – פיתוח ונכסים בע"מ (פורסם בנבו, 2.4.2015) הדנים בשאלה אם אפשר להטיל סנקציה של אי־הרשעה על התאגיד, בדומה ליחידים. הקושי המשפטי־מעשי הוא שאי־הרשעה מחייבת, על פניה, הטלת מבחן או שירות לתועלת הציבור (של"צ) – סנקציות שאינן תואמות לכאורה את אופיו של התאגיד. אפשר כמובן לחלוק על תפיסה זו ולהיאחז ביסוד התרמיתי הכרוך בעברות מסוג של הרצת מניות וכיוצא באלה עבירות, אולם בהתחשב בכך שמדובר בהתנהגות מסחרית שיש הסבורים שהיא לגיטימית ואינה צריכה כלל לשמש מושא לעברה פלילית – ומשום שיש בה כדי לקדם את עניינו העסקי של התאגיד ולהשיא את רווחיו – הרי שמקום התאגיד במסגרת חלוקת האחריות הפלילית במקרים אלו צריך להיות עיקרי. על הקשיים הכרוכים בהעמדה לדין פלילי של התאגיד בלבד, ללא הטלת אחריות על נושאי המשרה המכהנים במסגרתו, ראו בג"ץ 1395/12 כהן נ' פרקליטות מחוז מרכז, תק-על 2012(4) 6568, בפסק דינה של השופטת דרנה ברק־ארז (2012).

122 לפרשות אלו ראו לעיל, חלק א' 1 (א) חוזים רגולטוריים בשוק ההון.

123 כפי שהצהיר המשנה לפרקליט המדינה, עו"ד שוקי למברגר, ביום עיון של לשכת עורכי־הדין על אכיפה בשוק ההון: "שולם קנס של 150 מיליון שקל שמשקף ויתור על כל הרווחים

כמובן, בהנחה שיש תשתית ראייתית מספקת להעמיד לדין פלילי ובהנחה שהתאגיד או נושאי המשרה המכהנים נרתעים מהליך פלילי כשלעצמו, בהשוואה לסנקציות אכיפה אחרות.

לבסוף, יש להיות ערים לפגיעה ביעילות ההסדר גם כשהרגולטור מוסמך לפטור תאגידים סוררים מהליכים פליליים במסגרת חוזה רגולטורי, כפי שהוסמכה רשות ניירות ערך בחוק אכיפה מנהלית. זאת, משום שסמכות הפטור נהפכת לכלי רגולטורי פורמלי המתווסף לארסנל הסנקציות המצוי באמתחתו של הרגולטור, אשר השימוש בו נתפס ככופה וענישתי. אמנם המכשיר מאותן לשוק שהתאגיד נענש (אם כי במדרג ענישה נמוך) – ויש לכך לכאורה משמעויות הרתעניות – אך דווקא עניין זה עשוי לעודד את התאגיד להעדיף את מתכונת ההתקשרות הבלתי פורמלית עם הרשות המאסדרת ולא לפעול לפי המסלול שמתווה החוק. חוזה רגולטורי כזה יקנה לתאגיד את היתרונות הכרוכים בהסדר גמיש, לא כופה ולא פומבי, כאשר גם אם ייוודע לשוק על ההסדר הוא ייתפס כלא פורמלי ולכן חמור פחות.

(ג) תשלום סכום כספי

מבחינה הרתענית נודעת חשיבות ראשונה במעלה לתשלומים המוטלים על התאגיד המפר. הרתעה זו מתייחסת הן לתשלום עצמו והן לנזקים העקיפים שנגרמים למוניטין של החברה בשוק.¹²⁴ עם זאת, בחוזים רגולטוריים שאינם כרוכים בהליך מנהלי או פלילי, רכיב ההרתעה הגלום ב"קנס" מתערער, במיוחד כשמדובר בסכומים שאינם משקפים את היכולות הפיננסיות של החברה והופכים את ההפרה למשתלמת.¹²⁵ כפועל יוצא מכך, צדדים קשורים לתאגיד עלולים לקבל רושם שלא מדובר בהתנהגות בעייתית שיש לפעול כדי למגר אותה, ויש לשער שבמצב דברים כזה התאגיד גם לא ייטה להפנים את הנזקים שהוא גורם בפעילותו.¹²⁶ אם כן, חלופה כספית להליכים פליליים או מנהליים, בדמות

בנוסטר, לא רק אלה שהושגו במרמה". ראו משה גורלי "המשנה לפרקליט המדינה: הסדר פסגות גרם להרבה כאבי בטן" כלכליסט 23.3.2011 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3512424,00.html

124 לאפקט ה"ביוש" (shaming) הכרוך בגילוי על אודות הפרות ועל אודות הסנקציות שהוטלו בעקבותיהן על התאגיד ראו David A. Jr. Skeel, *Shaming in Corporate Law*, 149 U. Pa. L. Rev. 1811 (2001).

125 השוו למשל להסדר של בנק לאומי עם רשויות האכיפה בארצות-הברית בגין חשדות לסיוע להעלמות מס של לקוחות הבנק, במסגרתו ישלם הבנק כמיליארד ש"ח כחלופה להליכים פליליים נגד התאגיד. עיריית אבישר "בנק לאומי לקראת הסדר בארה"ב: ישלם כמיליארד שקל קנס" גלובס 8.6.2014 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000944119

126 הרתעה מפני הרשעה עשויה להיווצר, למשל, בתאגידים המעוניינים לגשת למרכזי מדינה או למרכזים פרטיים הכוללים תנאי סף של היעדר הרשעה של התאגיד. ראו על כך למשל בעניין רע"פ חברת נמלי ישראל, לעיל ה"ש 121 ("בנסיבות נראה, לא בלי היסוס, כי היחס בין העבירה לבין הפגיעה שהרשעה בפלילים עלולה להסב למבקשת בהקשר המכרזי, ובהתחשב בעברה הנקי ובתיקון המעוות, מצדיק שלא להרשיעה בדין". פסקה מ"א לפסק דינו של השופט רובינשטיין).

הסדר כספי מוגדל, המוסכם בחוזה רגולטורי שנעוץ בשיקול דעת מנהלי רחב, אינה בהכרח יעילה כפי שהיא אולי נראית במבט ראשון.

נוסף על כך, רכיב התשלום הגבוה הנדרש לרוב בחוזים הרגולטוריים מבטא אי־שוויון מנהלי בין מפרים "גדולים" ל"קטנים", באופן שעלול לפגוע ביעילות האכיפה. באופן טבעי, התמריץ הרגולטורי לנקוט רגולציה הסכמית ממוקד באכיפה כלפי תאגידי ענק, שמהם אפשר "להשיג" את התשלומים הגבוהים ביותר לאוצר המדינה. בדרך כלל אלה הם גם השחקנים המשפיעים ביותר על המשק ועל ציבור החוסכים והמשקיעים, ועל כן ראויים לריכוז מאמצים רגולטוריים מיוחדים. עם זאת, מצב זה מעורר שתי בעיות: ראשית, תאגידי קטנים אינם מסוגלים "לקנות" את דרכם מחוץ להליך הפלילי באמצעות תשלום הסכומים הנדרשים במסגרת החוזים הרגולטוריים – שכלל אינם מוצעים להם כחלופת אכיפה. מצב עניינים זה אינו רק מפלה לכאורה, אלא גם פוגע ביעילות האכיפה, משום שפירמידת האכיפה של הרגולטור כלפי התאגידיים הקטנים מצטמקת (מגוון הכלים הרגולטוריים מצטמצם) והרגולציה מאבדת מעילותה.¹²⁷

שנית, אם נקבל את ההנחה של המאמר – שתאגידיים גדולים משלמים את הסכומים במסגרת חוזים רגולטוריים ללא הפנמה יעילה של הנזקים שגרמו – אזי מאזני ההרתעה ייטו לכיוון של הטלת אחריות פלילית או מנהלית פורמלית על התאגידיים הגדולים ולא לכיוון של אימוץ חוזים רגולטוריים שאינם מעוגנים בסמכות מפורשת ובהליך מנהלי סדור. מאחר שהחוזים הרגולטוריים מוענקים בעיקר לתאגידיים גדולים, והם מגלמים עבורם הטבה מסוימת בהשוואה להליכים פליליים חלופיים, אסטרטגיה רגולטורית זו עלולה לחזק את החזקים ולהחליש את החלשים וכך, בסופו של דבר, לפגוע בתחרות – שאף היא אינטרס ציבורי ברגולציה על השוק.

אשר לאינטרס הכספי של המשקיעים, אף הוא אינו מובטח בהסדר ההסכמי על התשלום המוגדל, משום שהתאגידיים נוטים ממילא לגלגל את עלויות הקנסות שמוטלים עליהם על כתפי הצרכנים.¹²⁸ על כן, ייתכן שבמקום לחזק את היציבות בשוק ההון, החוזה הרגולטורי דווקא מזעזע את השוק, בכך שהוא מאפשר את המשך ההפרות ללא הפנמה נאותה של העלויות שהן מייצרות לשוק.

127 הרעיון של פירמידת האכיפה, בתמצית, הוא שעל הרגולטור להציג מדרג קבוע של סנקציות כלפי התעשייה, כאשר רוב הפעילות הרגולטורית אמורה להתבצע במדרג השכנוע ויתר הסנקציות נהפכות לחריגות ונדירות ככל שמתקדמים במעלה הפירמידה עד לאכיפה פלילית ולשלילת רישיון. העיקרון הוא, בסגנון תורת המשחקים, שככל שיש בפירמידה יותר מְשֻׁלָּבִים, מוטיביציית המפוקח לסטות ממשֻׁלָּב השכנוע קטנה יותר. במצב שבו עומדות לרשות הרגולטור שתי מתודות בלבד, שכנוע או הליך פלילי, ברור שהאיום הרגולטורי נראה קלוש ולא משכנע, לכן למפוקח אין תמריץ לשתף פעולה עם הרגולטור. ראו IAN AYRES AND JOHN BRAITHWAITE, RESPONSIVE REGULATION – TRANSCENDING THE DEREGULATION DEBATE 35-6 (1992).

128 חמישה ימים בלבד לאחר סגירת העסקה והעברת השליטה בפסגות מיוק לאייפקס הודיעה פסגות על העלאת דמי הניהול ללקוחות הקופות שבניהולה בעשרות אחוזים. ראו תמר קובלנץ "הפסגה נעשתה גבוהה יותר: פסגות מעלה את דמי הניהול" גלובס 4.11.2010 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000599108

לסיכום, נראה כי החוזים הרגולטוריים הנערכים במתכונות מנהליות "חופשיות", מגלמים חסרונות רבים למטרות הרגולציה; עם זאת, חוזים המעוגנים בסמכויות רגולטוריות פורמליות, אינם חפים אף הם מחסרונות. חשוב להיות ערים למתח זה שבין המסלול הפורמלי המעוגן בסמכות למסלול הפורמלי-פחות, הנסמך על שיקול דעת מנהלי רחב, כמו גם לאופן שבו החוזה הרגולטורי ממוסגר ומשווק כלפי התאגיד וכלפי השוק, שהינו משמעותי להרתעה.

(ד) תכנית אכיפה פנימית

באופן טיפוסי נדרשות חברות לתכניות אכיפה פנימית, במסגרת החוזים הרגולטוריים, במטרה לשפר את הממשל התאגידי. מדובר במכשיר המציב חסמים פנים-ארגוניים משמעותיים להישנות של הפרות בתאגיד, ואשר נועד לעודד תרבות של ציות בארגון. עם זאת, המצב המשפטי הנוכחי ממילא מתמרץ תאגידיים להציג תכנית אכיפה כזו, המתפקדת כמעין "חסינות" מפני אישומים פליליים לתאגיד ולמנהלים, ועל כן הערך המוסף של דרישה זו מוטל בספק.¹²⁹ כמו כן, אימוץ התכניות עלול ליצור אפקט של הישג רגולטורי מדומה שנועד להשיג רווחי מוניטין ציבורי, כפי שיוסבר להלן.

ג. הטיות מוסדיות הגלומות בחוזים רגולטוריים

מטרתו של חלק זה במאמר היא להצביע על תמריצים רגולטוריים מוסדיים להתקשר בחוזים רגולטוריים, שאינם בהכרח תואמים את האינטרס הציבורי ברגולציה, ולבחון אפשרויות להקטנתם. הדיון המוצע אינו מתיימר לקבוע קביעות מוחלטות באשר למניעים הקונקרטיים של רגולטורים ספציפיים להתקשר בחוזה רגולטורי כזה או אחר, והדיון יישאר עיוני כללי.

הבחירה הרגולטורית להתקשר בחוזים רגולטוריים בשוק ההון הישראלי נגועה בקשיים הקשורים בכללי המשפט המנהלי. כפי שתואר בחלק הראשון, הסדרים רבים שנערכו לפני חוק אכיפה מנהלית נעדרו הסמכה משפטית מפורשת של הרגולטור. לכך מצטרפים גם פגמים פרוצדורליים הכרוכים בהסדרים שנערכו לפני החוק, כגון היעדר הליך סדור לעריכתם, אי-פרסום של הנחיות פנימיות בדבר השיקולים הכרוכים בהחלטה להתקשר בהם והיעדר פרסום. בחלקו השני של המאמר, הועלו סימני שאלה משמעותיים באשר להשגת האינטרס הציבורי בחוזים רגולטוריים הכוללים תמורות כגון הדחת נושאי משרה

129 תכנית אכיפה פנימית מומלצת על ידי רשות ההגבלים העסקיים, רשות ניירות ערך ורשויות רגולטוריות נוספות עבור חברות מפוקחות, ליישום עצמאי וולונטרי שנועד לשפר את הממשל התאגידי. ראו קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות ערך, לעיל ה"ש 84. כך, הגנות מסוימות ניתנות בחוק למפר (יחיד או תאגיד) שנקט אמצעים סבירים למניעת העברה ועמד בחובת הפיקוח הנדרשת. במסמך הקריטריונים הנוכחי לעיל, הרשות מפרשת כי תכנית אכיפה פנימית בהחלט עשויה להיחשב במסגרת הגנות אלו. ראו למשל סעיף 52(ב) לחוק ניירות ערך (תיקון בחוק אכיפה מנהלית), הקובע שאחד השיקולים שינחו את מותב האכיפה המנהלית בהטלה של אמצעי אכיפה על מפר הוא נקיטת פעולות למניעת הישנות ההפרה. ראו על כך בספרות אצל גבאי, לעיל ה"ש 35, בעמ' 379-388.

מכהנים, המרת הליכים פוליטיים, תשלום סכומי כסף מוגדלים והנהגת תכניות לאכיפה פנימית. נוכח קשיים אלו בהשגת המטרה הרגולטורית ונוכח הבעיות המשפטיות הכרוכות בחוזים הרגולטוריים, יש לשקול את הסיבות לעריכתם, הקשורות לא רק בכשל מנהלי, אלא גם בהטיות מוסדיות בהפעלת שיקול הדעת, כלומר בשיקולים זרים ובמטרות זרות לרגולציה. פרק זה יסקור שני "רווחים" רגולטוריים אפשריים, בנוסח הבחירה הרציונלית של הרגולטור (רגולטור הפועל למקסום רווחים עצמיים או מוסדיים): רווחי מוניטין חיובי שיושגו באמצעות החוזים הרגולטוריים, וחסינות משפטית מפני בדיקה וערעור של מהלכי האכיפה, בזירה השיפוטית.

1. רווחי מוניטין

בשונה מן התפיסה המסורתית של המשפט המנהלי, רשויות רגולטוריות עצמאיות תוארו בספרות הרגולציה הביקורתית כישויות השואפות לבצר את כוחן באמצעות מיתוג נכון ושמירה על מוניטין.¹³⁰ במסגרת זו נטען כי לרשות הנוקטת פעולות אכיפה יש ליחס מניע רגולטורי הקשור בהשגה של רווחי מוניטין ציבורי ופוליטי. אחת הטקטיקות בהקשר זה מתוארת כפעולת אכיפה שנועדה לאותת על צעדים רגולטוריים אקטיביים העשויים "לרפא" את השוק ה"חולה". הדימוי הרגולטורי החיובי שנוצר לרשות המפקחת כתוצאה מנקיטת הליכים אקטיביים נגד פעילות לא רצויה בשווקים מתאפשר כתוצאה מפערי מידע בינה לבין קהל היעד, שאינו מסוגל לאמוד את מידת היעילות הרגולטורית לאשורה. מהלך זה, שבו הרגולטור מנצל את הטיית הפער (bias arbitrage),¹³¹ משיג אפקט פלצבו בלבד. בדומה לאפקט החיובי המתקבל כתוצאה מנטילת תרופת דמה על ידי חולים,¹³² השוק הנתון לפיקוח לא באמת נרפא, וכל שנותר הוא האפקט התרדמתי החיובי של הרגולטור. בסוף המהלך כל הצדדים שבעי רצון: ציבור המשקיעים שחששם הושקט, הפוליטיקאים

130 ראו למשל Daniel P. Carpenter, *State Building through Reputation Building: Coalitions of Esteem and Program Innovation in the National Postal System, 1883–1913*, 14 DANIEL P. CARPENTER, THE FORGING OF BUREAUCRATIC ;STUD. AM. POL. DEV. 121 (2001) AUTONOMY: REPUTATIONS, NETWORKS, AND POLICY INNOVATION IN EXECUTIVE AGENCIES, DANIEL P. CARPENTER, REPUTATION AND POWER: ORGANIZATIONAL ;1862-1928 (2001) IMAGE AND PHARMACEUTICAL REGULATION AT THE FDA (2010). ראו למשל מחקר בנושא השפעת הראגה למוניטין העצמי של הסוכנות האמריקנית לחקלאות (USDA) על הרגולציה Shon R. Hiatt and Sangchan Park, *Lords of the Harvest: Third-party Influence and Regulatory Approval of Genetically Modified Organisms*, 56 ACAD. MGMT. J. 923 (2013).

131 Amitai Aviram, *Bias Arbitrage*, 64 WASH & LEE L. REV. 789 (2007)

132 ראו Amitai Aviram, *The Placebo Effect of Law: Law's Role in Manipulating Perceptions*, 75 GEO. WASH. L. REV. 54 (2006). מובן שאפקט זה מתאפשר כשהחוזים הרגולטוריים מובאים לידיעת הגורמים הרלוונטיים במשק, אשר הרשות חפצה שיכירו בהישג האכיפה שלה. לצורך כך, אין הכרח לפרסם את קיומם של מגעים לקראת משא ומתן, את הפרטים הקשורים בהם וכיוצא באלה, אלא די בפרסום כללי של מתווה האכיפה, כפי שנעשה, למשל, בעניין ורמוס.

שסבורים שהדרג המנהלי פועל כהלכה לתיקון כשלי שוק ולמניעת משברים פיננסיים המסכנים את מעמד הפוליטי, התאגידים שקיבלו סנקציה מקלה, והרגולטור שהרוויח מוניטין חיובי כמי שפועל ללא חת לתיקון המעוות.¹³³

היבט מרכזי ביצירת המוניטין הרגולטורי החיובי לרשות ניירות ערך באמצעות החוזים הרגולטוריים המתוארים, טמון בהישגים הכספיים המוגדלים הנלווים לאכיפה. כך, במצב ששרר טרום חוק אכיפה מנהלית נהגה הרשות להתנות את ההקלות הרגולטוריות בתשלום של עשרות ומאות מיליוני שקלים מצד החברות המפוקחות, במסגרת חוזים רגולטוריים שנראו יעילים ומשרתים את אינטרס הציבור. עם זאת, מאפיין זה של ההסדרים עלול להוביל רגולטור לפעולה מתוך "בצע" רגולטורי להגדיל את משאבי המוסד הרגולטורי, עד כדי סחטנות רגולטורית.¹³⁴ במקרה של רשות ניירות ערך, למשל, חוזים רגולטוריים שתוצאתם הסדר כספי גבוה – דוגמת הסדר אייפקס-פסגות שבו שולמו 150 מיליון ש"ח – עשויים לשפר את מעמדה כלפי משרד האוצר והעומדים בראשו, ולהציגה כגוף מנהלי רב-ערך שבכוחו להשיא את הכנסות המדינה מתאגידים ולרסן את פעילותם.

כך, כספי ההסדר, המועברים בדרך כלל לקופת המדינה ולא ישירות לרשות הרגולטורית, מדגימים את יכולתה של הרשות לגבות סכומים גבוהים מחברות גדולות במשק באופן שעשוי להוביל לתמיכה ממשלתית בה בדמות הגדלת תקציבים, תקנים וסמכויות.¹³⁵ נזכיר בהקשר זה ששר האוצר הוא הרשות המוסמכת למנות את חברי המליאה של רשות ניירות ערך ובכלל זה את יושב-ראש הרשות, לקבוע את גמול ההשתתפות שלהם בישיבות, לקבוע את התקנים של המועסקים ברשות ולאשר את תקציבה מדי שנה.¹³⁶ השפעה נוספת נודעת לשר האוצר על היקף הסמכות הפיקוחית של הרגולטור, באמצעות אישור ויזום של כללי הפיקוח.¹³⁷

133 עם זאת, תאגידים מתחרים עלולים לתקוף הסדר אכיפה מקל שניתן לתאגיד מסוים, בין מעצם התחרות בהם וההטבה עמו ובין שהם מעוניינים בהסדר אכיפה דומה לעצמם.

134 לכתובה על רגולטור המוטה בפעילותו מאגרות עבור בקשות פטנטים הנגבות מן המפוקח, ראו למשל Melissa Wasserman and Michael Frakes, *Does Agency Funding Affect Decisionmaking?: An Empirical Assessment of the PTO'S Granting Patterns* 66 VAND. L. REV. 67 (2013).

135 על השאיפה המתמדת של הסוכנות המפקחת להגדיל את תקציביה ראו WILLIAM NISKANEN, *BUREAUCRACY AND REPRESENTATIVE GOVERNMENT* (1971).

136 ראו הוראות סעיפים 3, א6, 10, 11 לחוק ניירות ערך.

137 כך למשל הרשות נזקקת לאישורו של שר האוצר לקביעת כללים כגון אלה הקשורים בחובות הגילוי של התאגידים בדוחות שונים ובתשקיפים; שר האוצר הוא המוסמך להתקין תקנות בנושאים פיקוחיים שונים ולהוציא צווים והיתרים. ראו למשל סעיפים 12, א15, א15, א15, א15, א16, א17, א17, א17, א20, א21, א23, א24, א28, א35, א35, א35, א52 לחוק ניירות ערך (אלו הם רק מקצת הסעיפים, שהובאו כאן ברשימה מקוצרת כדי לא להלאות את הקורא). בהקשר זה כדאי להזכיר שהרשות מחויבת להגיש דין וחשבון שנתי על פעולותיה לשר האוצר ולוועדת הכספים של הכנסת, לפי דרישתם ולפחות אחת לשנה. ראו סעיף 14 לחוק ניירות ערך.

לשם המחשת סדריי-גודל התשלומים יצוין שאף לאחר תיקון חוק ניירות ערך בחוק אכיפה מנהלית, הסכום הגבוה ביותר שניתן להשית כיום על חברה מפרה במסגרת עיצומים כספיים עומד על חמישה מיליון ש"ח, ואף זאת רק כשמדובר בדרגה הגבוהה ביותר של מחזור כספי של תאגיד שעיסוקו בהנפקת מוצרים פיננסיים.¹³⁸ במקרה של קנסות פליליים המוטלים בגין עברות ניירות ערך מסוימות, התקרה לתאגיד עומדת על חמישה וחצי מיליון ש"ח בלבד.¹³⁹ סכומים אלו אינם מתקרבים לרמת התשלומים המוסכמת במסגרת החוזים הרגולטוריים שערכה רשות ניירות ערך עם מפוקחים טרם חוק אכיפה מנהלית (שיאם ב-150 מיליון ש"ח). על רקע הנתונים הללו, בהחלט ייתכן שהסכומים עודדו את הרשות לפעול מחוץ למסלולי האכיפה הקונבנציונליים, במטרה לחזק את המוניטין הרגולטורי-מוסדי שלה.

בנסיבות אלו, אפשר שגם מתווה ההדחות האישיות של נושאי משרה מאומץ על ידי הרשות ככלי להפגנת כוח ושליטה בשוק ההון; ייתכן כי אין הוא נעוץ בהכרח בטעמים של יצירת הרתעה בשוק,¹⁴⁰ אלא כדי להציג את הרשות בעיני קהלים שונים כגוף רגולטורי אקטיבי, בעל חשיבות ראשונה במעלה. פעולות אכיפה דרסטיות מצטיירות כלפי הדרג הפוליטי, שבכוחו לרומם או לשתק את הסוכנות הרגולטורית, כרגולציה הנעשית ללא מורא מפני התעשייה.¹⁴¹

2. חסינות משפטית

בד בבד עם ההתהדרות בהישג האכיפה הרגולטורי אל מול הדרג הפוליטי, דפוסי הפעולה החופשיים של הרשות מאפשרים לה להתחמק מאחריות פורמלית להסדרים באופן המקנה לה חסינות מסוימת מפני ביקורת שיפוטית. לכך מצטרפים כמה סימנים מעידים. כך, לדוגמה, נמנעה הרשות מקבלת אחריות ישירה ומלאה לחוזים הרגולטוריים שנערכו טרם חקיקת החוק, כגון במסגרת פרשת אייפקס-פסגות, שבה הבהירה בכמה הזדמנויות כי אייפקס ופסגות יזמו את ההסדר והיא רק "נענתה" לבקשתם.¹⁴²

138 ראו התוספת השישית לחוק ניירות ערך וכן סעיף 52טו לחוק זה, בנושא הוראות לעניין הטלת עיצום כספי על ידי הרשות, המוגבל למיליון ש"ח. ראו גם סעיף 52נג לעניין סכומי עיצום כספי שוועדת אכיפה מנהלית מוסמכת להטיל על פי חוק אכיפה מנהלית.

139 ראו סעיפים 53(א), 54(א) לחוק ניירות ערך.

140 לדיון באפקטיביות של סנקציות נגד התאגיד לעומת סנקציות אישיות נגד נושאי המשרה בתאגיד ראו Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857 (1984).

141 ראו לעיל ה"ש 137 והטקסט הצמוד. עם זאת, לעתים גופים פוליטיים הנגועים בעצמם בהטיית הבחירה הציבורית יחששו לפעול נגד התעשייה שעל טובתה הם אמונים. בכך יבקשו לחזק דווקא רגולטור שבוי הפועל לטובת האינטרסים התאגידיים.

142 ראו למשל בפתח תגובת הרשות לעתירה, לעיל ה"ש 67: "בעקבות פנייה של המשיבה 4 (להלן: "אייפקס"), אשר הציעה שורה של פעולות שינקטו ע"י תאגידי המשיבה 5 (להלן: "פסגות"), המשיבים 1 ו-2 [הפרקליטות ורשות ני"ע; ש' י'] הביעו עמדה כי לאחר ביצוע הפעולות ייסגר תיק החקירה נגד פסגות ולא יינקטו נגד פסגות הליכים מנהליים מטעם המשיבה 2. אחת הפעולות אותם הציעו אייפקס ופסגות לנקוט היא סיום כהונתו של העותר

נוסף על כך, באותה פרשה מסגרה רשות ניירות ערך את השיח של הרווח נוסאי המשורה, ובראשם מנכ"ל פסגות, ורמוס, במונחים של פיטורין על ידי המעסיק – חברת פסגות (או אייפקס), אף על פי שהשימוש בפריזמה של דיני עבודה איננו טבעי לרגולטור, הפועל בדרך כלל במישור המשפט המנהלי. כך קרה שהדרישה לסיום הכהונה של ורמוס יוחסה באופן רשמי לפסגות ולא לרגולטור – תפיסה אשר התקבלה גם על ידי בית המשפט.¹⁴³ עניין זה כשלעצמו מחסן את הרשות מפני ביקורת שיפוטית הקשורה בהליכי אכיפה רגולטוריים, משום שאלו לא בוצעו במסגרת דפוס מנהלי פורמלי.

בהמשך תלתה רשות ניירות ערך את האחריות המנהלית להסדר ההחלטה של פרקליט המדינה ולא פרסמה הודעה מטעמה על ההסדר.¹⁴⁴ בתוך כך טרחה הרשות להצניע ולהסתיר מהציבור ומבעלי עניין את המגעים שקיימה עם פסגות ועם אייפקס לגיבוש ההסדר המוסכם, את עמדות הצדדים בקשר לכך ואת אופן גיבוש ההסכם, באופן שצמצם חשיפה לתקיפה משפטית של המהלך על ידי צדדים מעוניינים.¹⁴⁵ אף בכך יש לכאורה התנערות רגולטורית מההחלטה ומההפועלה המנהלית באופן המקשה על תקיפתה בערכאות שיפוטיות.

ברוח זו אפשר להסביר אף את הפטור הפלילי והמנהלי, האופייני לחוזים רגולטוריים "חופשיים", כרכיב המאפשר לרגולטור להימנע מניהול הליכי אכיפה פורמליים החושפים אותו לביקורת שיפוטית מובנית במסגרת הליך האכיפה.¹⁴⁶ מאפיין זה עשוי להיות אטרקטיבי במיוחד לרגולטור הנחשף תדיר לביקורת שיפוטית חמורה, דוגמת רשות ניירות

[ורמוס; ש' י'] בתפקידיו בקבוצת פסגות". כך פעלה הרשות גם בגיבוש מתווה ההסכמה כשעמדה על כך שמכתבים המבקשים הסדר מיוחד ימוענו מידי פסגות לרשות כדי שהיא תוכל "להיענות" לבקשה.

143 בית המשפט העליון אימץ עמדה זו בבג"ץ ורמוס, לעיל ה"ש 15 ("ההחלטה באשר לסיום כהונתו של העותר נמצאת, לכאורה, בתחום של דיני העבודה ודיני החוזים ולא במישור המנהלי. במילים אחרות, העתירה מתיימרת לתקוף החלטה של רשות מנהלית, בעוד שלכאורה מדובר בהשגה על החלטה שנתקבלה על ידי מעסיק או מעביד. בנסיבות העניין אין לכפות על המעסיק להמשיך ולהעסיק את העותר, במיוחד אין לעשות כן באמצעות צו של בית המשפט הגבוה לצדק". עמ' 3 לפסק דינו של השופט גרוניס). לעמדותיה של הרשות, הממסגרות אף הן את הסוגיה כפיטורין של ורמוס ולא כדרישה רגולטורית להדחה, ראו למשל בתגובת הרשות, לעיל ה"ש 68 ("בתגובה שהגישו המשיבים 3-5 [אייפקס ופסגות; ש' י'] עולה כי פיטוריו של העותר [ורמוס; ש' י'] נובעים משיקוליהם של המשיבים ולא נכפו עליהם על ידי המשיבים 1, 2 [הפרקליטות והרשות; ש' י']").

144 הודעה על מתווה ההסדר פורסמה מטעם פרקליט המדינה רק לאחר עריכתו. ראו לעיל ה"ש 87 והטקסט הנלווה לה.

145 אפשר אמנם להסביר עניין זה בצורך בחשאיות ובסודיות ההכרחיים לקיומו התקין של משא ומתן בין הצדדים, אולם גם אם הסבר זה נכון הוא אינו עולה בקנה אחד עם עקרון השקיפות המנהלית. ראו על כך גם בבג"ץ מתווה הגז.

146 חולשתן של הפרות והעברות נשוא החוזים הרגולטוריים מהווה אף היא סיבה להימנע מביקורת שיפוטית. ראו על כך לעיל בה"ש 91 והטקסט הצמוד לה.

ערך, שביקורת עליה נמתחה באשר ל"גל זיכויים" שספגה בשנים האחרונות באמצעות פרקליטות מיסוי וכלכלה, המשמשת זרוע תביעה עבורה בכתבי המשפט.¹⁴⁷ ביקורת מסוג זה עשויה לחזק את ההיזקקות של הרגולטור למערכי אכיפה אלטרנטיביים, המרחיקים את הצדדים ממנגנונים פורמליים ומהכרעה שיפוטית שמצמצמת את היקף שיקול דעתו של הרגולטור ומצרה את צעדיו.¹⁴⁸ לעומת זאת, ההסדרים המוסכמים האלטרנטיביים אינם חשופים לערעור ולביקורת מצד התאגיד במידה שחשופות לכך חלופות אכיפה פורמלית, הן משום שהם מבוססים על קונצנזוס והן משום שלעתים קרובות הם כוללים תניית סילוק הדדית לויתור על טענות עתידיות.¹⁴⁹ החשש הרגולטורי מפני ביקורת שיפוטית בדבר פעולה בחוסר סמכות או בחוסר סבירות,¹⁵⁰ בא לידי ביטוי אף בכללים חדשים שהותקנו ביוזמת הרשות מיד לאחר כל

147 ראו למשל דבריה של יושב־ראש מותב האכיפה המנהלית, השופטת ברכה אופיר־תום, בכנס לשכת עורכי־הדין בנושא אכיפה מנהלית: "היה ואקום אכיפתי, סוג של כאוס – תיקים גדולים הלכו לבית המשפט ושם צפתה הרשות בזיכוי אחר זיכוי". ורד תומר־בן פרין "אכיפה מנהלית – הקו שבין מנהלי למשפטי" הפרקליטים ספטמבר, 44 (2012). לפרטים על אודות גל הזיכויים שנרשם בכתבי אישום שהגישו פרקליטות מיסוי וכלכלה ראו עמית בן ארויה "פרקליטות מיסוי וכלכלה סופגת ביקורת נוקבת מהשופטים ואף אחד לא לוקח אחריות" The Marker 27.8.2010 www.themarker.com/law/1.579729; אלה לוי־וינריב "גורם שיפוטי בכיר בעקבות גל הזיכויים בתיקי ני"ע": 'פרקליטות מיסוי וכלכלה לא גמישה ולא דינמית. זה הבאג שלה'" גלובס 22.4.2008 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000335393. לפירוט הזיכויים, במיוחד בהקשר של עברת המניפולציה (שבה הואשמו, כאמור, נושאי המשרה בפרשת ורמוס), ראו אקשטיין, לעיל ה"ש 91.

148 מובן שהרגולטור חשוף בכל מקרה לביקורת שיפוטית ככל רשות מנהלית בפעולתה, אלא שפעולות אכיפה לא פורמליות נוטות לעודד את הצדדים לא לפנות להליכים שיפוטיים פורמליים משום שהן מבוססות על קונצנזוס וציות בהסכמה. בהחלט תיתכן תקיפה של ההסדר על ידי צדדים חיצוניים להסדר, כמו למשל בעתירתו של ורמוס, לעיל ה"ש 15, ובעתירתם של רביד וזילביגר, שנפגעו ישירות, לעיל ה"ש 18-19, וכן על ידי הציבור או על ידי מתחרים, ככל שנודע להם דבר ההסדר. בנוסף, רבים מהחוזים ממוסגרים באופן המרחיק את הרגולטור מאחריות משפטית, כאמור לעיל.

149 ראו את ההסכמה בפרשת אייפקס־פסגות, שקובעת כי מדובר בסילוק סופי ומוחלט של טענות הצדדים, לעיל ה"ש 88 והטקסט הנלווה. עם זאת, הסכמה בתקיפה משפטית מצד גורמים שלא היו צד להסכמה עומדת בעינה (למשל רועי ורמוס, אשר תקף את ההסכמה בעתירה לבג"ץ, לעיל ה"ש 15). לחוזה של הסכמה בין צדדים כמגן מפני הליכים משפטיים וביקורת שיפוטית ראו באופן כללי ידידיה שטרן "יישוב סכסוכים שעניינם דיני חברות: הבחירה בין התדיינות לפשרה" עיוני משפט יז 323 (1992); אמנון כהן ועינת אבמן מולר "שופט פסיכי או שופט אקטיבי? הצעה למעורבות שיפוטית פעילה בעסקאות טיעון" משפטים לא 745, 748 (2001).

150 בעניין רביד ביקר בית המשפט את הרשות בקביעתו כי הניסיון לבלט או להשעות את הרישיון לניהול תיקים של רביד ושל זילביגר שלא על פי חוק ייעוץ השקעות והמבחנים והשיקולים המפורטים במסגרתו לשלילת רישיון, מהווה סטייה מהמנדט הסטטוטורי ועל כן בלתי סביר ובלתי. ראו רביד נ' רשות ניירות ערך, לעיל ה"ש 16.

הסדר או משא ומתן לאכיפה בהסכמה, המעידים על התנהגות מגנתית.¹⁵¹ כך, למשל, פורסם חוזר לבחינת פגם במהימנות של נושאי משרה בשוק ההון, המפרט את השיקולים שתשקול הרשות כבואה להחליט על פגם כזה, לאחר שבעניין רביד קבע בית המשפט כי הרשות פירשה את המונח מהימנות בהרחבה יתרה.¹⁵² כך גם פורסם חוזר בדבר אישור תגמול למנהלים בחברה, בסמוך לפרשת הבונוסים בבנק הפועלים ולפרשיות אחרות שעסקו בעניין זה.¹⁵³ לבסוף, רשות ניירות ערך גיבשה והגישה את הצעת חוק אכיפה מנהלית, שנועד לאפשר הסדרי אכיפה עם מפרים בשוק ההון, הכוללים תשלום קנסות, הקמת תכניות אכיפה ומגוון תנאים נוספים, מיד בסמוך לעסקת אייפקס-פסגות.¹⁵⁴ בחלק הבא תיבחן השאלה אם הסדרה חקיקתית של חוזים רגולטוריים לאכיפה – דוגמת חוק אכיפה מנהלית – מסוגלת, באופן עקרוני, לפתור בעיות של יעילות רגולטורית והטיות מוסדיות, שתוארו במאמר. שאלה שתיוותר פתוחה לעת עתה היא מהן הסיבות שבגינן זנחה לכאורה רשות ניירות ערך את הסדרי האכיפה הבלתי פורמליים ופעלה לעיגון חקיקתי שלהם. אפשר ששיחקו תפקיד בשינוי זה חילופי-גברי שאירעו בהנהלת רשות ניירות ערך, חשיפה תקשורתית שקיבלו הסדרים דוגמת אייפקס-פסגות והביקורת הציבורית שנשמעה בעקבותיה, או גורמים אחרים. ייתכן בהחלט שהסדרי אכיפה בלתי פורמליים ימשיכו להתקיים בשוק ההון בצד מסלולי האכיפה ההסכמיים המעוגנים בחוק, אלא שעניין זה דורש מחקר נפרד, שיש לערוך בחלוף שנים מספר מחקיקת החוק.

ד. הסדרה חקיקתית: הפתרון?

חוק אכיפה מנהלית מסדיר, בין היתר, את מתכונת האכיפה המנהלית ההסכמית ברשות ניירות ערך, המכונה "הסדר להימנעות מנקיטת הליכים או להפסקת הליכים המותנית בתנאים".¹⁵⁵ סמכויות דומות קיימות לממונה על רשות ההגבלים העסקיים ביצירת צו מוסכם עם אדם או תאגיד המפר את דיני ההגבלים העסקיים.¹⁵⁶ גם פקידי שומה ברשות

151 תזכיר חוק אכיפה משלימה ברשות ניירות ערך אושר על ידי מליאת הרשות בשלהי שנת 2008, זמן לא רב לאחר שהסתיימה פרשת רביד, בשלהי שנת 2006 (יש להניח כי התזכיר גובש בשנים 2007-2008). ראו תזכיר חוק אכיפה משלימה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשס"ט-2009. בדברי ההסבר לתזכיר הציעה הרשות מנגנון דומה למנגנון הצו המוסכם ברשות ההגבלים העסקיים, שיאפשר לה להגיע להסדרים אישיים עם מפרים בשוק ההון. ראו גם הצעת חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התש"ע-2010 מיום 23.2.2010, שם הוצע לקבוע מנגנון של הימנעות מנקיטת הליכים או של הפסקת הליכים מותנית, בדומה לצו המוסכם בהגבלים עסקיים. החוק בנוסחו הסופי פורסם ב-27 בינואר 2011, בסמוך להתרחשויות בפרשת אייפקס-פסגות ובפרשת דש-אייפקס.

152 ראו חוזר רשות ניירות ערך "רשימת נסיבות לבחינת פגם במהימנות גופים מפוקחים ע"י הרשות" (4.12.2011).

153 ראו לעיל ה"ש 21.

154 מגעים בין הרשות לבין אייפקס ופסגות התקיימו בשנת 2010 ונחתמו באוקטובר באותה שנה. ראו המתואר לעיל בחלק א.2. פרשת אייפקס-פסגות.

155 פרק ט' לחוק אכיפה מנהלית.

156 ראו סעיף 50 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 וכן לעיל ה"ש 10, 47.

המסים מוסמכים לערוך הסדרי שומה מוסכמת לתשלומי מס ושמיטת חובות.¹⁵⁷ עם זאת, סמכויות אלו אינן נתונות לרגולטורים אחרים בשוק ההון, כגון בנק ישראל או הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון. אין פירושו של דבר שרגולטורים אלה אינם עורכים חוזים רגולטוריים כדבר שבשגרה וייתכן שבהמשך אף יוסמכו לכך מפורשות.¹⁵⁸ גם בתחומים אחרים בהם נערכים חוזים רגולטוריים,¹⁵⁹ כגון תקשורת ותשתיות, הרגולטורים פועלים ללא הסמכה מפורשת ביצירת הסדרי האכיפה. עם זאת, לעתים ההסכמות מעוגנות לאחר מעשה, במסגרת של חוק ראשי.¹⁶⁰

החוזים הרגולטוריים שנדרונו בחלקים הראשונים של המאמר מעוררים קושי באשר להיקף ההסמכה המשפטית המוקנית לרשות המנהלית בפעולתה. על פי עקרון חוקיות המנהל, הגזור מעקרון שלטון החוק, כל סמכות מנהלית צריכה שיהא לה מקור ישיר או עקיף בחוק.¹⁶¹ עקרון חוקיות המנהל חל הן על פעולות הרשות בתחום השלטוני והן על פעולותיה בתחום החוץ-מסחרי, כך שסיווג הפעולה אינו מהותי לעניין החוקיות.¹⁶² לפיכך, חוזים רגולטוריים רבים ממוקמים במתחם אפור המוכר מהפרקטיקה של רשויות המנהל, בו החוק אמנם אינו אוסר את הפעולה אך גם אינו מסמיך את הרשות במפורש לבצעה.¹⁶³

157 הסדרי כופר שרשות המסים עורכת עם חברות, להבריל מיחידים, עשויים להיחשב בתנאים מסוימים כחוזים רגולטוריים. רשות המסים עורכת הסדרי עם חברות מפרות כדבר שבשגרה, במסגרתם חברה מסכימה לתקן את ההפרה ולשלם סכום כסף נוסף לחבות המס, כקנס, והרשות מסכימה בתמורה לא לפתוח נגדה בהליכים פליליים. להסכם שומה שנערך לאחר משא ומתן ראו למשל ע"א 1230/08 תדיראן מוצרי צריכה בע"מ נ' פקיד שומה למפעלים גדולים (לא פורסם, 26.8.2012). במקרים מסוימים הסדרי אלו אף כוללים הסכמה בנוגע לתשלומי מס עתידיים. נוסף על כך, תכנית הגילוי מרצון של רשות המסים, שנועדה לטפל בעברות של השמטת הכנסות או נכסים, ניהול ספרים כוזבים, התחמקות ממס מעסקים ועסקאות בארץ ובחול¹ ועברות בקשר לייבוא ולייצוא, מאפשרת אף היא יצירתם של הסדרי רגולטוריים. הקבלה לתכנית מותנית בכך שמקור הגילוי מרצון הוא בפנייה כנה, שלא נעשתה בעקבות חקירה או בדיקה של רשות המסים או של רשות אחרת. אם אושרה הפנייה לא יינקטו סנקציות פליליות נגד המבקשים והם יופנו לגורם האזרחי (פקיד השומה, ממונה תחנת מע"מ, מנהל מיסוי מקרקעין, גובה מכס וכדומה) כדי לפרט את המידע, לתקן את הרוח ולשלם את המס הנובע מן הגילוי מרצון.

158 ראו לעיל הדיון בפרק א' 1 (א) חוזים רגולטוריים בשוק ההון. כן ראו ספר ידין; ידין, עיוני משפט, לעיל ה"ש 2.

159 ראו לעיל תיאור רוחב התופעה של החוזים הרגולטוריים בה"ש 7-12 והטקסט הצמוד להן.

160 כך למשל עוגנה תכנית האכיפה של הרשות השנייה לטלוויזיה ולרדיו עם ערוץ עשר בחוק הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, התש"ן-1990. ראו אצל ידין, לעיל ה"ש 8.

161 ראו למשל יצחק זמיר **הסמכות המנהלית** 207 (התשנ"ו); דפנה ברק-ארז **משפט מנהלי** כרך א' 97-98 (2010).

162 ראו שם, וההפניות לפסיקה המדגימה. ברק-ארז מציינת שם כי פעולה שהרשות אינה יכולה לעשות באופן חד-צדדי ללא הסמכה בחוק (כגון הענקת מונופולין) היא אינה יכולה לעשות גם במסגרת חוזה.

163 על הקושי של תורת הסמכות המנהלית להתמודד עם המציאות המנהלית המורכבת ראו אריאל בנדר **"משפט מנהלי מול המציאות"** מחקרי משפט טו 365, 373 (2000).

דרך אחת להתמודד עם בעיית הסמכות היא דוקטרינת ההסמכה הרחבה, שלפיה המנדט הסטטוטורי שניתן לרגולטור מקנה לו שיקול דעת רחב. בהתאם לפרשנות משפטית זו, הרגולטור חופשי לנקוט בדרכי הפעולה שהוא מוצא מתאימות על מנת לקדם את השגת המטרה הרגולטורית, אף אם לא הוסמך להן מפורשות. דרך אחרת להתמודד עם בעיות הסמכות של הרשות ביצירת חוזים רגולטוריים היא הדוקטרינה של סמכות עזר. לפי דוקטרינה זו, הרשות רשאית לבצע פעולות נלוות הדרושות להפעלת הסמכויות העיקריות שניתנו לה במפורש, גם ללא הסמכה פרטנית.¹⁶⁴

שתי דרכים אלה עשויות להיות מוצדקות לאורן של גישות העוסקות ביעילות ובמומחיות של הרשות המנהלית, אך מנגד, הן מאפשרות הרחבת־יתר של סמכות הרגולטור והיעדר בקרה מספקת מפני שימוש לרעה בסמכות.¹⁶⁵ במיוחד הדברים אמורים במצבים של פגיעה אפשרית בזכויות חוקתיות, כגון הזכות לקניין או חופש העיסוק של הגורמים המפוקחים, המצריכה בדרך כלל הסמכה סטטוטורית מפורשת.¹⁶⁶

דרך המלך המסורתית להתגבר על בעיות הסמכות שמהן סובלות רשויות המנהל עוברת בחקיקת סמכויות מתאימות בחקיקה ראשית, אקס־אנטה ליצירת ההסדרים, ובכך ידון חלק זה. במקרה של רשות ניירות ערך, חוק אכיפה מנהלית החדש, משנת 2011, ניסה להסדיר את הפרקטיקה של חוזים רגולטוריים באופן המעניק סמכות מפורשת לרשות להתקשר בהם, מצד אחד, ומצד שני מטיל עליה חובות פרוצדורליות כגון שימוע, שקיפות, וקביעת מועדים להחלטה. כן הטיל החוק על הרשות חובות מהותיות, המגבילות במידה מסוימת את תוכן ההסכמות לאמצעי האכיפה המנהליים המנויים בחוק.¹⁶⁷ יצוין באופן כללי כי חוק אכיפה מנהלית הוא מקרה ספציפי של הסדרת פעולתה של הרשות המנהלית, המצטרף לשורה של כללים מנהליים המוסדרים באופן פרטני במקומות שונים בחקיקה, עד אשר יחוקק חוק סדרי מנהל הכולל.¹⁶⁸

השאלה המתעוררת בהקשר זה, וראויה להמשך מחקר לאחר שיצטבר די ניסיון בהפעלת מתכונת החוק האמורה, היא אם יש בחקיקת החוק כדי לפתור או לשכך את ההטיות המוסדיות שבהן דן המאמר. אחד החששות המרכזיים הוא שחוזים רגולטוריים המעוגנים

164 עיקרון זה מעוגן בסעיף 17 לחוק הפרשנות, התשמ"א-1981, הקובע בס"ק ב כי "הסמכה לעשות דבר או לכפות עשייתו – משמעה גם מתן סמכויות עזר הדרושות לכך במידה מתקבלת על הדעת". על פי הפסיקה, סמכות עזר כפופה לארבעה תנאים מצטברים: סמכות העזר היא בויקה הדוקה לסמכות העיקרית; הפעולה היא טפלה וטכנית לסמכות העיקרית; הפעולה הכרחית וחיונית לביצוע הסמכות העיקרית; הפעולה סבירה במידה המתקבלת על הדעת.

165 בנושא זה ראו למשל בג"ץ 2740/96 שנס' נ' המפקח על היהלומים, פ"ד נא(4) 481 (1997); בג"ץ 10203/03 "המפקד הלאומי" בע"מ נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד סב(4) 715, בפסק דינה של הנשיאה בייניש (2008).

166 ראו למשל יואב רותן וברק מדינה "חוקיות ההפרטה של אספקת שירותים ציבוריים" משפטים לז 287 (תשס"ז).

167 ראו סעיף 54ב(ב) וסימן ג בפרק 4 לחוק אכיפה מנהלית.

168 ראו תזכיר חוק סדרי מנהל (הסדרת עבודת הרשות המנהלית וזכויות הפונה לרשות), התשע"ד-2014.

בהסמכה חקיקתית מפורשת ייהפכו ממכשיר רגולציה הסכמית גמיש ונתון לשיקול דעת רחב, למכשיר של רגולציה כופה של ציווי ושלטיה, וככך יאבדו רבים מיתרונותיהם. כך, למשל, מתן פומבי לחוזים הרגולטוריים, כמתחייב מן החוק החדש, עלול לפגוע בהליכי משא ומתן רגישים שמצריכים התייעצויות פנימיות בתאגיד, עקב החשש מפני ביקורת ציבורית או פגיעה בפעילות המסחרית. בהמשך לכך ייתכן שתיווצר נטייה של התאגיד לא להסכים להסדרים שגלומה בהם הודאה בעוברות או באשמה כדי למנוע פגיעה במוניטין של התאגיד או למנוע פתח לתביעה נגזרת או תובענה ייצוגית שתוגש בעקבות ההסדר הרגולטורי.¹⁶⁹ מצב דברים זה עלול להוביל את התאגיד להעדיף רגולציה כופה דווקא, כגון הליך פלילי, כדי לנסות ולהוכיח את היעדר אשמתו או כדי לחשוף את האיום של הרשות כריק מתוכן.

חובת השקיפות בחוק החדש עלולה אף להרתיע את הרגולטור מיצירת חוזים רגולטוריים שיובילו לביסוסו של סטנדרט רגולטורי חדש בתעשייה. כך, גיבושו של הסדר עם תאגיד מפר יכול להוביל חברות מפרות אחרות, במצבים דומים, לדרוש הסדר אכיפה שווה. נקישת איפה ואיפה בהקשר זה חושפת את הרגולטור לטענות של אפליה אסורה ואכיפה ברגנית.¹⁷⁰ מנגד, תופעה של מדרון חלקלק בהענקת חוזים רגולטוריים תיצור סטנדרט רגולטורי אחיד ונוקשה, בדומה לרגולציה של ציווי ושלטיה. מצד אחד יש בכך כדי לקדם שוויון, ודאות ופרוצדורה מנהלית תקינה, אולם מצד שני תפגע יצירתם של הסדרים מגוונים ועשירים וגיבוש פתרונות מתוחכמים "מחוץ לקופסה", עד כדי קיבעון ומרכזו של הסדרי אכיפה המיוצרים באותה שבלונה. החשש מפני "התקדים המחייב" בהקשר זה עלול גם לדחוף את הסטנדרט הרגולטורי כלפי מעלה ולהוביל ליצירת הסדרים

169 נראה שאין בכוחו של החוק להושיע את התאגיד מפני מצבים אלו אף לנוכח הוראת סעיף 754 כיוון שאינה עוסקת בתביעות אזרחיות ("הסכמת חשוד להתקשרות בהסדר לא תשמש ראייה נגדו בהליך פלילי או מנהלי בשל ההפרה או העבירה נושא ההסדר, וראיות שמסר לצורך ההסדר לא ישמשו ראייה נגדו בכל הליך פלילי או מנהלי"). לדעתו של מותב האכיפה המנהלית, כי אין לאפשר הסדר אכיפה מנהלי שבו התאגיד אינו מודה בעוברות, ראו החלטת המותב בעניין מבטח שמיר, לעיל ה"ש 54 ("אין חולק, כי בהבדל מהסדר טיעון הנקשר במסגרת ההליך הפלילי הרגיל, אין המפר החותם על הסדר אכיפה מנהלי, נדרש להודות בהפרות המיוחסות לו בהסדר אכיפה כמו זה בענייננו, די לפי סעיף 54 לחוק, בהסכמת הצדדים להטלת אמצעי האכיפה המנהליים המוצעים, על מנת שייקשר הסדר אכיפה בר תוקף. עדיין שאלה היא, מה משמעות לה לחתימה על ההסדר המבוסס על עובדות המגבשות הפרה של החוק, כאשר אלה אינן מקובלות על החותם? הפרשנות דרילמה זו, שאותה ניתן לאמץ בנסיבות העניין, היא, שיש לראות בעצם חתימת ההסדר על ידי התאגידים הקשורים, משום הודעה מצדם כי אין מנוס בפניהם מקבלת עמדת הרשות, הן בכל הנוגע לעובדות הנטענות על ידה, והן, בכל הנוגע להפרות שנצמחו מאלה. לנו נראה מכל מקום, כי לעתיד לבוא, מן הראוי יהיה לה לרשות, לשקול את ההיבט הציבורי הכרוך באי הודאה של החשוד או המפר, בביצוע ההפרות; לא כל שכן, באי הודאתו בעוברות הרלבנטיות, ובפרט, אלה הברורות והגלויות על פני מערכות המאיי"ה והמגנ"א". בעמ' 5).

170 אמנם ניתן לטעון טענה כזו בגין כל פעולת אכיפה, אך עקב אופיים של החוזים הרגולטוריים הם נתונים לשיקול דעת רגולטורי רחב יותר, ולפיכך חשופים יותר לביקורת.

שאינם מקלים עם התאגידים, בדומה לרגולציה כופה, ובכך לאבד את גורם המשיכה הטמון בחוזים הרגולטוריים.

מנגד, החוזים הרגולטוריים המתובנתים בחוק מסוגלים לשכך במידה מסוימת את ההטיות הרגולטוריות שנדונו. במאמר תוארו שתי הטיות מרכזיות: הטיה של רווחי מוניטין אל מול הדרג הפוליטי והטיה של חסינות משפטית אל מול הזרוע השיפוטית. מתכונת החוזים הרגולטוריים הבלתי־פורמליים, שאפשרה לרגולטורים להשיג התחייבות לתשלומים תאגידיים בסך של מאות מיליוני שקלים ובכך לגרוף תמיכה פוליטית, מצטמצמת מאוד במתכונת החקיקתית החדשה, שמגבילה את הסכומים האמורים. כמו כן, הישגים רגולטוריים כמו הדחות הבכירים עשויים להיהפך לנדירים יותר במתכונת הרגולציה החדשה המותווית בחוק, המכפיפה את ההדחות לפרוצדורה מנהלית מפורטת ובמקרים מסוימים אף לאישור בית המשפט. עניין זה מנטרל הן את יכולת הרשות לגרוף רווחי מוניטין והן את יכולתה ליהנות מחסינות מפני ביקורת שיפוטית. עם זאת, ייתכן שהמסגרת המשפטית החדשה לחוזים הרגולטוריים תפחית במידה רבה את כמות המקרים הכוללת שבהם הרשות נוקטת פעולות אכיפה (פלילית, מנהלית, הסדר בהסכמה) לפי חוק, ותותיר מצבים רבים של הפרות ללא מענה אכיפתי. ככל שתתגשם תוצאה זו יפחת כמובן רכיב ההרתעה ברגולציה על השוק.

בעיה אחרת המתעוררת בהליכי הפורמליזציה של חוזים רגולטוריים לאכיפה בשוק ההון קשורה בפעילות הרגולטורית הבלתי־פורמלית שתיערך בצד החוק. כפי שתואר במאמר, הוראות מסוימות בחוק אכיפה מנהלית נועדו להסמיך את רשות ניירות ערך לערוך הסדרים עם מפרים, שנערכו בעבר ללא הסמכה מפורשת. עם זאת, כפי שבעבר שימשה הרגולציה המסורתית בניירות ערך איום רקע המעודד יצירה של הסכמים מחוץ לחוק, אפשר שהעיגון של ההסדרים ההסכמיים בחוק ישמש "איום" שבחסותו ייערכו הסדרים מחוץ לחוק, כבעבר. מבחינה זו, ככל שההסמכה של הרשות לערוך את ההסדרים תהפך מבוססת יותר, כך יגדל מגוון כלי האכיפה העומדים לרשותה (מכשירי ציווי ושלטיטה והסדר להימנעות מנקיטת הליכים) וכך גם גדל משקלו של "האקרה הגדול" המהווה תמריץ להתקשרויות חוץ־סטטוטוריות של הצדדים.¹⁷¹

אם כן, החקיקה של סמכות ופרוצדורה לעריכת חוזים רגולטוריים עלולה לדחוף את הפרקטיקה האכיפתית ההסכמית עוד יותר למתכונת חוץ־סטטוטורית לא מבוקרת. הצדדים עשויים להעדיף שוב בחירה בנתיב פעולה לא פורמלי המאפשר סיום מהיר, פשוט, זול וחסוי, הנעדר קלון לתאגיד ולנושאי המשרה המכונים בו, ולראותו כאפשרות האטרקטיבית ביותר לניהול משבר האכיפה. החוק החדש אינו אוסר על התקשרויות כאלה עם חשודים ומפרים, נושאי משרה או תאגידים, אך ייתכן שיש לפרש אותו כהסדר שלילי.

ימים יגידו אם אכן תיטה רשות ניירות ערך לערוך הסדרים מחוץ לחוק אכיפה מנהלית. אשר על כן, על פני הדברים נראה שהעיגון של חוזים רגולטוריים בחוק ראשי לא בהכרח יוביל לתוצאות הרגולטוריות המצופות. ייתכן שההסדרים החוץ־סטטוטוריים שהרגולטור עורך לא יצטמצמו, ולא זו בלבד – ההסדרה החקיקתית עלולה לדחוף יותר ויותר הסדרים

171 לתפיסת האקרה הגדול כמודל לאכיפה רגולטורית ראו Ayres and Braithwaite, לעיל ה"ש

למתכונת הקודמת, באופן שישמר ואף יגביר את חדירתם של אינטרסים זרים לרגולציה ההסכמית ויפגע ביעילותם.¹⁷² לחלופין, אם יאומץ באופן מלא מודל החוזים הרגולטוריים המעוגנים בחוק אכיפה מנהלית, יאבדו היתרונות המיוחסים לרגולציה הסכמית – גמישות, מהירות, קונצנזוס – ואלו יוחלפו בחסרונות המיוחסים לרגולציה כופה. אם כן, המתח המרכזי הדורש התייחסות בהקשר זה הוא בין הצורך בגמישות ויצירתיות בהסדרי האכיפה לבין הצורך בוודאות, שקיפות, היעדר אינטרסים זרים ויציבות משפטית. הפרק הבא מציג כמה דרכים להתמודד עם הבעיות שתוארו.

ה. סיכום והמלצות

המאמר תיאר תופעה של "רגולציה שקטה", פעילות מנהלית ענפה וחשובה שעניינה הסכמות אישיות בין רגולטורים לתאגידים מפוקחים, הנחבאת מאחורי רגולציה פורמלית המעוגנת בחקיקה, בתקנות ובהוראות מנהל. רגולציה היא מטבעה עניין השמור ל"שטח", לשיקול הדעת המוקנה לסוכנות הרגולטורית ליישם וליזום כללים משפטיים במטרה לתקן כשלי שוק ולקדם את מטרות המחוקק. עם זאת, רגולטורים אינם חסינים מפני ההטיות שבהן עסקו תורת הבחירה הציבורית וגישת המוסדיות החדשה.¹⁷³ גישות אלו בוחנות הטיות מוסדיות של השכבה הביורוקרטית והציבורית במדינה, שיש בהן כדי לסכל את השגת האינטרס הציבורי. כך, אינטרסים פרטיים ומוסדיים של הפקידים מטים את תהליך קבלת ההחלטות באופן העלול לשבש את מטרותיה הציבוריות של הרגולציה. לפיכך, הקניית עצמאות רבה ומתן שיקול דעת נרחב, המאפיינים לא פעם את העיצוב המוסדי של גופים רגולטורים, עלולים לפתוח פתח להטיות ולאינטרסים זרים.

172 אחת הדרכים להתמודד עם בעיות אלו היא הנהגת חובה לפרסם את כל סוגי ההסדרים שהרשות עורכת, הפורמליים והלא פורמליים. חובה זו עשויה להיות מעוגנת בנוהל פנימי, המהווה מעין כבילה עצמית של הרשות, וזאת בדומה לנוהל רשות ניירות ערך "נוהל פנימי לייזום אסדרה ברשות ניירות ערך" (אוקטובר 2012), או בחוק חיצוני שיוטל עליה. חובת הפרסום עשויה להתבטא הן בדיווחים שוטפים לציבור, באתר הרשות הרגולטורית, והן במתכונת של דיווח עתי במסגרת דוח שנתי על אודות פעילות הרשות. על פי המקווה, הפרסום ירטיע מפני יצירת הסדרים שעלולה להימתח עליהם ביקורת חריפה מפני שהם נגועים באינטרסים זרים, ולצמצם תופעות כגון שבי רגולטורי או אכיפה בררנית. עם זאת ברור שפתרון כזה ופתרונות אחרים שנידונו, לעולם יבואו על חשבון הגמישות המנהלית, שיקול הדעת של הרשות והיצירתיות האפשרית במסגרת ההסדרים.

173 להטיות בחירה ציבורית בקרב רגולטורים ראו למשל Jerry Mashaw, *Public Law and Public Choice: Critique and Rapprochement*, in RESEARCH HANDBOOK ON PUBLIC CHOICE JERRY ;AND PUBLIC LAW 19 (Daniel A. Farber & Anne Joseph O'connell eds., 2010) MASHAW, GREED, CHAOS AND GOVERNANCE: USING PUBLIC CHOICE TO IMPROVE PUBLIC Matthew Mccubbins, Roger Noll & Barry Weingast, *Administrative ;Law* (1997) ;*Procedures as Instruments of Political Control*, 3 J. OF L. ECON. & ORG. 243 (1987) Toni Makkai & John Braithwaite, *In and Out of the Revolving Door: Making Sense of .Regulatory Capture*, 12 JNL. PUBL. POL. 61 (1992)

ייתכן מאוד שחוזים רגולטוריים לא פורמליים הנערכים בשוק ההון הישראלי, שדוגמאות להם נסקרו במאמר, משגשגים במיוחד על רקע המבנה המוסדי הריכוזי של השחקנים הפועלים בו. רשות ניירות ערך, על אף תלות מסוימת במשרד האוצר, נהנית ממידת עצמאות רבה בפעילותה כגוף סטטוטורי נפרד ממשרד ממשלתי. על פי ניתוח של המכון הישראלי לדמוקרטיה משנת 2007, פרמטרים כגון זהות הממנה של יושב-ראש הרשות, תקופת הכהונה של יושב-הראש, כפיפותו, שייכות ארגונית של עובדי הרשות ומקורות המימון של הרשות, מעידים על מידת עצמאות גבוהה מאוד של רשות ניירות ערך בהשוואה לרגולטורים אחרים.¹⁷⁴ למעשה, רשות ניירות ערך מדורגת בדוח זה אך שנייה בעצמאותה למפקח על הבנקים, מבין חמשת הרגולטורים הפיננסיים בישראל.

חמדני וקמר מתמקדים במבנה המוסדי של התאגידים המפוקחים כהסבר לשגשוג הרגולציה הבלתי פורמלית בישראל. לטענתם, מבנה השליטה הריכוזי בבנקים הישראליים כיום משרת רגולטורים כמו המפקח על הבנקים, במסגרת עסקאות דוגמת עסקת דנקנר, משום שהוא מאפשר השפעה בלתי פורמלית ובלתי אמצעית של רגולטורים על הבנק ופעילותו, בהשוואה למבנה מבוזר של בנק המוחזק בידי הציבור ללא גרעין שליטה.¹⁷⁵ במאמר זה אינני מציעה לשנות את המבנה המוסדי של השחקנים עצמם כגון לנסות ולפרק את המבנה הריכוזי שלהם, עניין שהוא מרחיק לכת, אלא לשנות במעט את כללי המשחק החלים עליהם.

הבעיות המתוארות במאמר מחייבות אימוץ של כללים משפטיים שונים להתמודדות עם התופעה. הגישה שתאומץ לכך צריכה לנבוע מהשקפת עולם ריאליסטית של רגולטורים, המודעת לדואליות המתקיימת בפעולותיהם מבחינה משפטית – המישור הפורמלי הפועל לפי סמכות מפורשת, והמישור ה"בלתי פורמלי", המעוגן בהסמכה רחבה. ניסיון להתעלם מהמישור השני וליצור חוק ראשי ובו כללים נוקשים בדבר שיקול דעת ופרוצדורה – סופו שייכשל. על כן, על הפתרון המוצע לכלול גם אפשרות ליצור הסדרים עם מפוקחים באמצעות הסמכה רחבה ומתן מתחם מספק של שיקול דעת רגולטורי, בכפוף לביקורת שיפוטית מתאימה, להנחיות מנהליות רלוונטיות להתקשרות ולשקיפות נאותה – פתרון שייבא בחשבון את ההטיות המוסדיות שנדונו במאמר.

המאמר איתר הטיות ספציפיות השלובות ביצירה של החוזים הרגולטוריים לאכיפה בשוק ההון, הפועלות על הרגולטורים – הטיה של רווחי מוניטין והטיה של חסינות משפטית. רווחי המוניטין מתייחסים לאפשרות של הרגולטור "לסגור" תיקים במהירות באופן הנחזה כלפי הממונים הפוליטיים כטיפול יעיל בהפרות. סנקציות מרחיקות-לכת לכאורה, כגון הדחות של נושאי משרה בכירים ותשלום סכומי כופר גבוהים, נדמות בעיני הדרג הפוליטי מחנכות ומרתיעות כלפי השוק אף על פי שהלכה למעשה אינן כאלה. ההטיה השנייה, הקשורה במובן מסוים להטיה הראשונה, היא החסינות המשפטית.

174 ראו בן בסט, בליי ובלס, לעיל ה"ש 101. עם זאת, קיימת גם גישה הפוכה שלפיה דווקא עצמאות הרשות הרגולטורית עשויה להבטיח היעדר תלות בגורמים פוליטיים, החשופים במידה רבה יותר ללחצים מטעם קבוצות עניין. ראו שם.

175 ראו Asaf Hamdani & Ehud Kamar, *Hidden Government Influence over Privatized Banks*, 13 TIL 567 (2012).

ההסדרים ה"בלתי פורמליים" מבוססים על הסכמה חופשית מפרוצדורה, ולכן חשופים במידה מועטה לתקיפה וערעור על ידי התאגיד, בהשוואה להליכים מנהליים או להליכים פליליים פורמליים. כמו כן, הפרטים הקשורים בעברות או בהפרות אינם מתפרסמים ולכן אין לצדדים שלישיים יכולת נאותה להעריך את טיב ההסדר ואת תרומתו לאינטרס הציבורי, עניין שמרחיק את הרגולטור מההשפעה של הזרוע השיפוטית.

בהמשך לדברים אלה, מוצע כי בניגוד לחוק אכיפה מנהלית המגביל את שיקול הדעת ואת התמורות המותרות להחלפה בחוזים הרגולטוריים, יורשה הרגולטור לקיים מגעים עם מפריים בשוק ההון, לפי גישת ההסמכה הרחבה ובכפוף לשיקול דעת רחב, אלא שתוטל עליו חובה לנמק במסמך פומבי מדוע לא אימץ את מתווי האכיפה הסדורים. זאת, נוסף על דרישת הגילוי המוחלט על הרשות כיום מכוח חוק אכיפה מנהלית, הכוללת פרסום באתר האינטרנט של הרשות בדבר תוכן ההסדר והודעה על ההתקשרות.¹⁷⁶

פתרון זה, בסגנון "אמץ או גלה", המוחל באופן הפוך מן הרגיל – על רגולטורים במקום על מפוקחים – מתמודד ישירות עם הטיית המוניטין הרגולטורי משום שהוא מגשר על אסימטריה במידע בין הרגולטורים לפוליטיקאים.¹⁷⁷ כמו כן, גילוי זה מכריח את הרשות לבחון מראש אם יביא ההסדר הנבחן לתוצאות עדיפות על פני פעולות רגולציה חלופיות, ובאיזה אופן, ובכך מעודד אותה לפעילות תקינה.¹⁷⁸ על פי המקווה, ככל שהנימוקים של הרשות לבחירה באפיק ההסכמי הרחב ייהפכו גלויים, תהיה הרשות נתונה לביקורת ציבורית, עסקית ומשפטית בגין בחירותיה, שייהפכו בשל כך לענייניות יותר. הצורך

176 ראו לעיל ה"ש 52.

177 על החברות הנסחרות בישראל לבחור על דרך של "אמץ או גלה" בין אימוצו של הסדר של ממשל תאגידי לבין גילוי בחירתן לא לאמץ את ההסדר לציבור המשקיעים. ההנחה שביסוד ההסדר היא שדי בכך כדי לתמרץ את החברות הנסחרות לאמץ את ההסדר של ממשל תאגידי, שהרי חברות הכפופות לממשל תאגידי נחשבות לחברות אמינות יותר. הסדרי הממשל התאגידי מהווים נדבך נוסף לדין המחייב, המיועד להוסיף על אמינותם של מנגנוני הבקרה בתוך החברה ועל אמינותם של הדיווחים הפיננסיים והחשבונאיים. ראו אירית כביס-סגל דיני חברות א' פרק ה', חלק ג3 (2007). כיום תיקון 16 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (משנת 2011) קובע כי חברה תהא רשאית לכלול בתקנונה הוראות ממשל תאגידי מתוך ההוראות המומלצות המפורטות בתוספת הראשונה לחוק. רשות ניירות ערך מחילה על חברות ציבוריות חובות דיווח לגבי הוראות אלו מסוג "אמץ או גלה", כלומר, אף על פי שאין חובה לאמץ את הוראות הממשל התאגידי, החברה נדרשת לציין במסגרת הדוח השנתי שלה לציבור אם אימצה את ההוראות האמורות, ואם לא אימצה – עליה ליתן הסבר לכך. הוראות הממשל התאגידי המומלצות מנויות בתוספת הראשונה לחוק והן כוללות, בין היתר, נושאים כגון שיעור הדייקטורים הבלתי-תלויים בתאגיד, הגיוון של הרכב הדייקטוריון, הגבלת הכהונה של נושא משרה בתאגיד, הכשרת דירקטורים ומינוי אחראי להטמעת הוראות ממשל תאגידי. ראו הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010; חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011. ראו גם התוספת הראשונה לחוק החברות, התשנ"ט-1999 לפי סעיף 19(א2).

178 השוו לדוגמה למנגנון הצו המוסכם ברשות ההגבלים העסקיים, שלפיו על הממונה לנמק בפני בית המשפט את הבקשה לאישור הצו המוסכם, ובתוך כך להתייחס לחלופות ששקל לצו המוסכם.

להצדיק את המתווה הננקט מטפל גם בהטיה של רשויות מסוימות לפעול במחשכים כדי להימנע מביקורת. על פי המקווה, מנגנון זה יהפוך את הרגולציה ל"שקטה" מעט פחות.

