



בבית המשפט העליון בשבתו כבית משפט גבוה לצדק

בג"ץ 8338/21

לפני: כבוד השופט י' אלרון
כבוד השופט ח' כבוב
כבוד השופט י' כשר

העותרות: 1. The Lesser Group Limited
2. The Zarasai Group Ltd
3. Extell Limited
4. Lightstone Enterprises Limited
5. Spencer Equity Group Limited
6. Namco Realty Ltd
7. Hertz Properties Group Limited

נ ג ד

המשיבה: רשות ניירות ערך

עתירה למתן צו על תנאי

תאריך הישיבה: ה' בחשוון התשפ"ג (30.10.2022)

בשם העותרות: עו"ד נועם זמיר; עו"ד גל קלנר

בשם המשיבה: עו"ד ערין ספדי עטילה

פסק-דין

השופט י' אלרון:

עניינה של העתירה שלפנינו בהוראת רשות ניירות ערך (להלן: רשות ניירות ערך או הרשות) המחייבת מנהל קרן נאמנות, בנסיבות מסוימות וכנגזר מהשקעה באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל, להוסיף סימן קריאה (!) לשם הקרן.

העותרות הן חברות זרות המאוגדות באיי הבתולה הבריטיים (British Virgin Islands; להלן: BVI) אשר פועלות בתחום הנדל"ן בארצות הברית (להלן: חברות BVI). על-פי הנטען, העותרות, בדומה לחברות BVI אחרות, הנפיקו במהלך השנים אגרות חוב

בבורסה לניירות ערך בתל אביב בעידודה ובתמיכתה של רשות ניירות ערך. אגרות חוב אלו זכו לדירוג גבוה על ידי חברות הדירוג ומנהלי קרנות הנאמנות בחרו להשקיע בהן לאחר בחינה קפדנית. לטענת העותרות, בעקבות הגעתה של חברה זרה מסוימת לאירוע של כשל חוב ולאור ביקורת שנמתחה על רשות ניירות ערך "השתנו סדרי עולם מהקצה אל הקצה", כלשון העתירה.

לעותרות טענות רבות ביחס להוראה מושא העתירה, החל ממישור הסמכות, דרך פגמים שנפלו כביכול בהליך הוצאתה וכלה בתוכנה. את עיקר יהבן, העותרות תולות בטענה כי ההוראה הוצאה בחוסר סמכות. טענות אלו יפורטו בהמשך.

אקדמת מילין

1. מטרתה של קרן נאמנות היא השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפים. נכסיה מוקנים לנאמן ומנוהלים באמצעות ייפוי כוח שניתן בידי מנהל הקרן. הקרן מורכבת מיחידות המקנות למחזיק בהן זכות שווה בנכסים וברווחים. לכל קרן נאמנות מדיניות השקעות ייעודית ובה "גבולות הגזרה" של השקעות מנהל הקרן.

לשמה של קרן נאמנות חשיבות רבה – הוא משקף את מדיניות ההשקעות שלה ומכיל את רכיב פרופיל החשיפה של הקרן. פרופיל החשיפה מורכב משני תווים, ומשקף את פוטנציאל החשיפה האפשרי של הקרן למניות ולמטבע חוץ. מנגנון זה נועד ליצור שקיפות ואחידות ולמנוע הטעיה, והוא מעוגן בעיקרו בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: חוק השקעות משותפות) ובתקנות השקעות משותפות בנאמנות (סיווג קרנות לצורך פרסום), התשס"ח-2007 (להלן: תקנות הסיווג)).

2. רשות ניירות ערך קבעה בהוראה משנת 2010 כללים המחייבים את מנהל הקרן, כתלות בשיעור החשיפה של הקרן לאג"ח שאינו מדורג בדירוג השקעה, להוסיף סימן קריאה (!) לשם הקרן. כפי שיפורט בהמשך, תחולתה של הוראה זו הורחבה מספר פעמים במהלך השנים במענה לסיכונים נוספים אשר הרשות סברה כי ראוי לשקפם באופן דומה.

לענייננו, רשות ניירות ערך בחרה לקבוע בהוראה מיום 7.11.2021 כי השקעה של קרן נאמנות באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל תחייב אף היא, בכפוף לתנאים הקבועים בה, הוספת סימן קריאה לשם הקרן. הוראה זו, מושא העתירה, מכונה

"הוראה למנהלי הקרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה, לאג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, ולתאגיד בנקאי אצלו מוחזקים מזומנים ופקדונות של הקרן (נוסח חדש – 2021)" (להלן: ההוראה).

3. לטענת העותרות, בהוראה נפלו פגמים רבים המחייבים את ביטולה. מנגד, רשות ניירות ערך רואה בהוראה צעד מתחייב על בסיס מומחיותה, ניסיונה ואירועי העבר. בלב העתירה ניצבת סוגיית היקף סמכות רשות ניירות ערך אל מול סמכויות שר האוצר, חברות הדירוג וגורמים רלוונטיים נוספים, כמו גם מידת הביקורת השיפוטית של בית משפט זה על החלטות הרשות.

עיקר טענות העותרות

4. תחילה לטענת העותרות לעניין סמכות רשות ניירות ערך. טענה זו כוללת מספר רבדים: ברובד הראשון, נטען כי הסמכות להגבלת רכישה והחזקה של אגרות חוב על ידי קרנות נאמנות, כמו גם הסמכות להציב תנאים לרכישה והחזקה של אגרות חוב, מופקדת בידי שר האוצר בהתאם לחוק השקעות משותפות. כאשר מנגד, לרשות ניירות ערך ניתנה סמכות זמנית בלבד לאסור על קניית או החזקת נכסים או להתנות את רכישתם בתנאים. ברובד השני, נטען כי הוצאת ההוראה על ידי רשות ניירות ערך מנוגדת לתכלית חוק השקעות משותפות, חורגת באופן משמעותי מתפקידה ויוצרת מערכת דינים בלתי קוהרנטית. ברובד השלישי, נטען כי ההוראה מהווה התערבות אסורה במלאכת דירוג האשראי אשר בסמכות חברות הדירוג בלבד, ובאמצעותה רשות ניירות ערך אף מבקשת לעקוף את חברות דירוג האשראי ולהפוך עצמה לחברת דירוג, בניגוד להוראות החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014 (להלן: חוק הדירוג). ברובד הרביעי, נטען כי המחוקק הישראלי היה ער לסיכונים הייחודיים הנלווים להשקעה באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל, ועל רקע זה נכללו הוראות מתאימות בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות ערך) ובחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: חוק חדלות פירעון). הוראות אלו משקפות, לשיטת העותרות, את האיזון שעיצב המחוקק בחקיקה ראשית על מנת להגן על רוכשי אגרות חוב מסוג זה, ואילו ההוראה מהווה ניסיון "לעקוף" חקיקה זו. ברובד החמישי, נטען כי ההוראה הוחלה בצורה רטרואקטיבית על העותרות, באופן הפוגע בתפיסות יסוד חוקתיות של המשטר המשפטי בישראל ובוודאות המשפטית.

5. העותרות השיגו גם על הליך עיצוב ופרסום ההוראה. לטענתן, רשות ניירות ערך הפרה את חובתה להיוועץ עם שר האוצר והממונה על שוק ההון טרם פרסום ההוראה

ואף פעלה באופן בלתי מתואם עם הרגולטורים הרלוונטיים האחרים. כן נטען, כי טרם הוצאת ההוראה כלל לא נאספה תשתית ראייתית מתאימה; ובפרט, לא נאסף מסד עובדתי מספק המצדיק קביעה כי חברות ה-BVI חושפות את משקיעיהן לסיכונים הדומים לסיכונים של השקעה ב"אג"ח זבל". יצוין, כי הביטוי "אג"ח זבל" מקובל לתיאור אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה הנסחרת בתשואה לפדיון גבוהה המשקפת חשש באשר ליכולת החזר החוב מצד המנפיק.

6. לעותרות טענות גם כלפי גוף ההוראה. על-פי הנטען, ההוראה מפלה את העותרות באופן פסול בהשוואה לחברות "ישראליות", שכן ישנן חברות רבות אשר התאגדו בישראל וחברות זרות שהנפיקו מניות לציבור בישראל המחזיקות נכסים מחוץ לישראל, אולם ההוראה לא הוחלה עליהן. חוסר שוויון זה מועצם, לשיטת העותרות, נוכח העובדה שברוב המכריע של חברות ה-BVI בעלי השליטה העמידו ערבויות אישיות למלווים, כך שאירוע של כשל חוב יוצר סיכון אישי וישיר לבעל השליטה. העותרות הוסיפו וטענו כי אין הצדקה לכך שההוראה תחול על חברות ה-BVI העוסקות בתחום הנדל"ן בארה"ב שהוא תחום "שמרני ויציב מאוד"; בעוד שהן לא יחולו על חברות שעוסקות, לפי הדוגמה שהציגו העותרות, בנדל"ן ברומניה. בדומה, נטען בין היתר, כי חברות ה-BVI מופלות לרעה לעומת חברות ישראליות העוסקות בתחומים עתירי סיכון.

7. טענה נוספת של העותרות, אף היא כלפי ההוראה לגופה, היא כי ההוראה בלתי מידתית ובלתי סבירה באופן קיצוני. בגדר זאת נטען שישנם אמצעים שפגיעתם פחותה, ואילו האמצעי שנבחר מנחית "מכת חרב" על חברות ה-BVI כולן, ללא קשר למאפייניהן הפרטניים וללא בדיקה פרטנית של הסיכונים הנלווים מכל חברה וחברה. לטענת העותרות, אף אין מתאם בין האמצעי שננקט למטרתו המוצהרת, מאחר שה"בעיות" שהוצגו ביחס לחברות ה-BVI רלוונטיות גם לחברות בעלות זיקה לישראל. כן נטען כי האמצעי שנבחר פוגע באופן מהותי ובלתי מידתי בחברות ה-BVI ומוביל לתוצאות קשות מבחינתן וכי התנהלות רשות ניירות ערך לוקה גם בחוסר סבירות קיצוני בהיותה שינוי מדיניות חד.

עיקר טענות המשיבה

8. בתגובת רשות ניירות ערך הוסבר כי הדרישה להוספת סימן קריאה (!) בשם קרן הנאמנות היא חלק ממדיניותה השואפת ליצור משטר גילוי אפקטיבי. משטר שכזה נדרש לשקף את פוטנציאל הסיכון המוגבר הנובע ממדיניות השקעה של קרן החורג מסיכון רגיל הנובע מהחזקת ניירות ערך.

הודגש, כי ההוראה אינה אוסרת על הנפקת אגרות חוב על ידי חברות נטולות זיקה לישראל או על קרנות נאמנות לרכוש אגרות חוב כאלו, אלא מסדירה את הגילוי שיש ליתן ביחס לנכסים המוחזקים על ידי אותן קרנות נאמנות. נומק, כי קרנות נאמנות הן מוצר השקעה לטווח הבינוני/קצר ולנוכח הגיוון הרב הקיים בענף קרנות הנאמנות, ניתן דגש ברגולציה עליהן לגילוי מדיניות ההשקעות של הקרן, שם הקרן ופרופיל החשיפה הנכלל בה.

9. רשות ניירות ערך הוסיפה והבהירה כי בשנים האחרונות גדל מספרן של חברות נטולות זיקה לישראל אשר הנפיקו אגרות חוב בלבד לציבור המשקיעים בישראל. מגמה זו כללה בעיקר הנפקות של חברות BVI, אשר פועלות לרוב בתחום הנדל"ן בצפון אמריקה. ככלל, מדובר בחברות פרטיות שהוקמו ב-BVI ואגב ההנפקה מעביר להן בעל השליטה החזקות בתאגידים אמריקאים המחזיקים בשרשור נדל"ן בארה"ב. חברות ה-BVI אלו אינן מפוקחות בחו"ל מכוח דיני ניירות ערך הרלוונטיים, שכן הן בחרו להנפיק אגרות חוב בישראל בלבד.

10. על רקע האמור, הוסבר בתגובת רשות ניירות ערך כי הניסיון שנצבר ביחס לפעילות חברות ה-BVI מלמד על שורת סיכונים פוטנציאליים הנובעים מהמאפיינים הגלובאליים של חברות אלו. בפרט, צוינו הריחוק "הפיסי והתפיסתי מפעילותן וממנהליהן" ומבנה ההתאגדות וההנפקה. מאפיינים אלו מובילים לכך שישנה "מעטפת הגנה חלשה יותר למשקיעים" כלשון הרשות, וסיכון גדול יותר בהשקעה באגרות החוב שלהן. הרשות הוסיפה כי "היבטים אלו הביאו לא אחת לטענות מצד השוק כי הנפקות החברות נטולות הזיקה מהוות ניצול אופורטוניסטי של היכולת לפעול בשוק ההון הישראלי, שכן לא היו מצליחות לגייס במדינת הבית בתשואות המשקפות סיכון דומה".

עוד נטען, כי ישנה אפשרות כי פניית חברות ה-BVI לשוק הישראלי נובעת גם מתמחור חסר של הסיכון הגלום באגרות החוב שלהן ובמתן אשראי בהיקפים גדולים ללא בטוחות מספקות.

נוסף על כן, הודגש כי הסיכונים שצוינו אינם תיאורטיים, וכי הם התממשו בפועל במספר חריג של מקרים, לרבות אירועי חדלות פירעון והפרות דין. רשות ניירות ערך הוסיפה ועמדה על מהלכים נוספים שבהם נקטה לצורך התמודדות עם סיכונים מסוג

זה, ובכלל זה התיקון שבוצע בסעיף 39א לחוק ניירות ערך ועידוד חברות BVI להתקשר עם חתם שייטול אחריות לגילוי בתשקיף. ההוראה מושא העתירה מהווה, לשיטת הרשות, צעד נוסף בכיוון זה.

11. בהינתן זאת, עמדת רשות ניירות ערך היא שיש לדחות את העתירה על הסף בהעדר עילה להתערבות בית המשפט זה. לטענתה, מדובר בסוגיה מקצועית באופן מובהק, שההכרעה בה נעשית על בסיס שיקולי מומחיות מיוחדים של הרשות. ככזו, אל לבית המשפט להתערב בה למעט במקרים של חוסר סמכות או חוסר סבירות קיצוני.

12. במישור הסמכות, נטען כי ההוראה נקבעה מכוח סמכות רשות ניירות ערך לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות. על-פי הרשות, סעיף זה מסמיך אותה ליתן הוראות ביחס לדרכי פעולתם של מנהל קרן ונאמן כדי להבטיח את ניהולם התקין והשמירה על עניינם של בעלי היחידות. מדובר בסמכות רחבה, כעולה מתכלית החקיקה ולשונה, וההוראה אינה חורגת ממנה.

רשות ניירות ערך עמדה על כך שבהתאם לסמכות זו התקינה במהלך השנים הוראות רבות ביחס למגוון נושאים בתחום קרנות הנאמנות, ובכלל זה את הוראת סימן הקריאה המקורית, שתוקנה במסגרת ההוראה מושא העתירה. עוד נטען, כי טענות העותרות לפיהן הסמכות בנדון נתונה לשר האוצר, מסתמכות על הוראות חוק ביחס לקביעת מגבלות על רכישה והחזקה של נכסים על ידי קרנות נאמנות, ואילו עניינה של ההוראה בקביעת חובת גילוי בלבד.

על אותה הדרך, נטען כי אין ממש בטענה כי ההוראה מנוגדת לחוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ד-2014. לטענת רשות ניירות ערך, ההוראה אינה קובעת דירוג חדש ונפרד, אלא משקפת את רמת הסיכון הנובעת מההשקעה באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל. צוין, כי התייחסות לדירוג אשראי במסגרת הוראות רגולטוריות כאלו ואחרות אינה חריגה, ואינה בגדר התערבות בדירוג שניתן לאגרות החוב או במתודולוגיית הדירוג של חברות הדירוג.

13. כן נטען, במענה להשגות העותרות ביחס להליך פרסום ההוראה, כי אין כל חובת היוועצות בדין ביחס להוראות מכוח סעיף 97 לחוק השקעות משותפות. זאת, בין היתר לאור ההבדלים בין ענפי החיסכון לטווח ארוך – קופות גמל, קרנות פנסיה וכיוצא בזאת, לבין קרנות הנאמנות, המצדיקים רגולציה שונה. רשות ניירות ערך הוסיפה כי לא הוצגה תשתית נתונים מינימאלית לביסוס הטענה כי ייגרם לעותרות נזק, וזאת גם בשים

לב לכך שההוראה עוסקת בענף קרנות הנאמנות בלבד. לעמדת הרשות, ההוראה היא אמצעי מידתי שאינו מדיר את רגלי חברות ה-BVI ואשר מהווה צעד להפחתת הסיכונים הנלווים להשקעה בהן; והיא אף קובעת יחס שונה בין קבוצות בעלות שונות רלוונטיות – ולכן אינה מהווה הפליה פסולה.

14. אשר לטענת העותרות ביחס לתחולת ההוראה, נטען כי ההוראה כלל אינה מוחלטת באופן רטרואקטיבי, ואף נקבעה לה תקופת מעבר ארוכה של 3 שנים ממועד פרסומה ביחס לחברות אשר אגרות החוב שלהן כבר הונפקו ורשומות למסחר בבורסה בישראל. רשות ניירות ערך הוסיפה ודחתה גם את טענות העותרות ביחס לשינוי מדיניותה ו"הבטחות" שניתנו כביכול לחברות זרות או הסתמכות העותרות; כמו גם את הטענות בדבר הליך גיבוש ההוראה, אשר נעשה לטענתה באופן שקוף והדרגתי.

רקע עובדתי נדרש

15. שורשי ההוראה מושא ההליך נעוצים בחוזר מיום 7.8.2008 בדבר עמדת סגל רשות ניירות ערך ביחס לדיווח על אודות חשיפה לאג"ח בסיכון גבוה (להלן: החוזר). בחוזר נקבעה חובה לפרסם בדוח את שיעור החשיפה של הקרן לאג"ח בסיכון גבוה – קרי, אגרת חוב קונצרנית המדורגת בדירוג נמוך מ-BBB (או דירוג מקביל לו) או שאינה מדורגת כלל. הצורך בגילוי זה הוסבר בכך שסגל הרשות נתקל במקרים בהם קרנות נאמנות היו בחשיפה "לא מבוטלת" לאג"ח בסיכון גבוה מבלי שהדבר בא לידי ביטוי במדיניות ההשקעות של הקרנות או בסיווגן בפרסומים. כן נקבעו בחוזר, בין היתר, מועדים מחייבים להגשת הדוח.

16. כשנה וחצי לאחר מכן, רשות ניירות ערך פרסמה הוראה למנהלי קרנות בדבר גילוי בשם הקרן על אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה (להלן: ההוראה המקורית). ההוראה המקורית החליפה את דרישת הגשת הדוח על פי החוזר. על-פי ההוראה המקורית, מנהל קרן שלפי מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו שיעור החשיפה האפשרי שלה לאג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה, עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות לפי דרגת החשיפה של הקרן למניות, יידרש להוסיף בשם הקרן, לצד פרופיל החשיפה, את הסימן "(!)".

נומק, כי חרף הוראות החוזר, רשות ניירות ערך נחשפה במספר רב של דיווחים על אודות חשיפת קרנות לאג"ח בסיכון גבוה, כאשר בהם גם דיווחים של קרנות עם שיעור חשיפה נמוך למניות אשר "לכאורה משדרות סולידיות, ועל אף זאת חשופות בשיעור

גבוה לאג"ח כאמור". מכך הרשות הסיקה שחובת הדיווח הרגילה שנקבעה בחוזר, הדורשת פירוט בדיעבד של חשיפת הקרנות לאג"ח בסיכון גבוה, אינה מספקת ונדרש גילוי צופה פני עתיד.

17. להבנת ההוראה המקורית יש להידרש למספר הגדרות:

על פי תקנות הסיווג, שם הקרן נדרש לכלול את פרופיל החשיפה. המונח "פרופיל חשיפה" הוגדר בתקנות הסיווג באותה העת באופן הבא:

"צמד תווים הכולל את דרגת החשיפה המרבית של הקרן למניות ולימינו את דרגת החשיפה המרבית של הקרן למטבע חוץ" (סעיף 1 לתקנות; יצוין, כי הגדרה זו השתנתה במעט בחלוף השנים).

בהמשך לכך, "דרגת חשיפה מרבית למניות", מוגדרת כ:

"ערך המבטא את שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות, בערכו המוחלט, לפי מדיניות ההשקעות של הקרן, לפי הפירוט הבא: 0 – בלא חשיפה, 1 – עד 10 אחוזים, 2 – עד 30 אחוזים, 3 – עד 50 אחוזים, 4 – עד 120 אחוזים, 5 – עד 200 אחוזים, 6 – מעל 200 אחוזים" (שם).

להשלמת התמונה – "שיעור חשיפה" מוגדר כ"מידת חשיפה מהשווי הנקי של נכסי הקרן" (שם). כמו כן, המונח "אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה" הוגדר בהוראה המקורית כ"אגרת חוב קונצרנית המדורגת בדירוג נמוך מ-BBB (או דירוג מקביל לו) או שאינה מדורגת כלל".

18. אם כך, מהות ההוראה המקורית היא שלצד הרכיבים אשר תקנות הסיווג מחייבות שיכללו בשם קרן הנאמנות, יש להוסיף, כנגזרת של שיעור החשיפה האפשרי שלה לאג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה, סימן קריאה. זאת, על מנת ליידע את המשקיעים על האפשרות כי הקרן תהיה חשופה לאג"ח מסוג זה בשיעורים הגבוהים מהחשיפה המרבית של הקרן למניות.

19. ההוראה המקורית תוקנה בשנת 2014, באופן שבו הורחבה הגדרת המונח "אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה" כך שתכלול לא רק אג"ח קונצרניות, אלא גם אג"ח שהנפיקה מדינה שאינה מדינת ישראל, אשר אינן מדורגות או שהן מדורגות נמוך מ"דירוג

השקעה" – היינו, דירוג נמוך מ-"BBB מינוס" או דירוג מקביל. כמו כן, בוצע תיקון שעניינו משך הזמן והתנאים שבהם ניתן להמשיך ולהחזיק באג"ח שדירוגן ירד מתחת לדירוג השקעה (להלן: תיקון 2014).

20. תיקון נוסף נעשה בשנת 2016, במסגרת מה שהוגדר כ"הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר הסדרת נושא הקסטודיאן וחובת גילוי בדבר חשיפת קרן לגורמי סיכון אשראי" (להלן: תיקון 2016). תיקון 2016 נועד ליתן ביטוי לסיכון להפסד לנכסי הקרן כתוצאה מאירוע חדלות פירעון של תאגיד בנקאי שבו מוחזקים מזומנים ופקדונות של הקרן.

בהתאם לתיקון 2016, מנהל קרן שעל-פי מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו שיעור החשיפה האפשרי שלה לסיכון אשראי הנובע מהשקעת נכסי הקרן באגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה, וממזומנים ופקדונות המוחזקים אצל תאגידים בנקאיים אשר אינם נמנים עם קבוצת הדירוג הראשונה כמפורט בנספח להוראה, עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות כעולה מדרגת החשיפה של הקרן למניות, נדרש להוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה סימן קריאה (שם, בסעיף 7).

21. כעת להוראה העדכנית – מושא העתירה. הוראה זו הוסיפה נדבך סיכון נוסף שיש לגלם בשם הקרן – השקעה של קרן נאמנות באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל.

22. הליך פרסום ההוראה היה הדרגתי וממושך. תחילה, פורסמה ביום 7.3.2021 טיוטת הוראה ראשונה (להלן: הטיוטה הראשונה). בטיוטה הראשונה הוגדרה חברה נטולת זיקה לישראל, כ"חברה שהתאגדה מחוץ לישראל, שניהול עסקיה מתקיים מחוץ לישראל ואשר מניותיה לא הוצעו לציבור בישראל". באותה העת, מדובר היה על הוראה "עצמאית" ולא על תיקון נוסף של ההוראה המקורית.

בטיוטה הראשונה הוצע, בין היתר, כי המונח "אג"ח שאינו בדירוג השקעה" יפורש כך שתיכלול בו אג"ח של חברה נטולת זיקה לישראל שהדרגה שניתנה לה בדירוג ישראלי בלבד, נמוכה מ-AA או דירוג מקביל, ואם דורגה גם בדירוג בינלאומי – ניתנה לה דרגה נמוכה מדירוג – (BBB-) בסולם זה.

בטיוטה הוסבר, כי ההוראה נועדה לשקף באופן מלא את הסיכון שבהשקעה בקרנות הנאמנות באגרות חוב של חברות ללא זיקה לישראל, לאור הפער שבין סולם

הדירוג המקומי, שלפיו פועלות חברות הדירוג הישראליות, לדירוג הבינלאומי. נכתב, כי "הסתייעות מנהלי הקרנות בדירוג זה [המקומי – י' א'] ללא התייחסות לדירוג הבינלאומי המקביל לו, עלולה ליצור הטיה במצגים לציבור אודות הסיכון הפוטנציאלי אשר כרוך בהשקעה בקרנות המחזיקות באגרות חוב אלו."

אשר לתחולת ההוראה, נקבע כי היא תחול מיום פרסום הודעה על קביעתה ברשומות, למעט ביחס להחזקת אגרות חוב של חברות רלוונטיות אשר הוחזקו בקרן עובר למועד התחילה, לגביהן ההוראה תיכנס לתוקף ביום 1.1.2022.

23. לאחר שהתקבלו הערות לטיוטה, ובכלל זה התייחסות מטעם העותרות, פורסמה ביום 1.6.2021 טיוטה שנייה להוראה (להלן: הטיוטה השנייה). הטיוטה השנייה חייבה הוספת סימן קריאה לשם קרן אשר מחזיקה, או עשויה להחזיק על-פי מדיניות ההשקעה שלה, באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל. הוספת סימן קריאה (!) בשם הקרן תחויב רק אם פוטנציאל החשיפה לאגרות חוב כאמור, יחד עם פוטנציאל החשיפה לאגרות חוב שאינן בדירוג השקעה ויחד עם פוטנציאל החשיפה לתאגיד בנקאי שאינו נמנה עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה, עולה על פוטנציאל החשיפה למניות, בהתאם למדיניות ההשקעה של הקרן. עוד הוצע לקבוע חריג שלפיו החזקה באגרת חוב נטולת זיקה לישראל בדירוג מקומי (AAil) ומעלה או דירוג מקביל, לא תחייב הוספת סימן קריאה בשם הקרן.

נומק – "בשונה מטיוטת ההוראה הראשונה, טיוטת ההוראה העדכנית אינה מחייבת הוספת סימן קריאה כנגזרת של דירוג אגרות החוב. באופן זה אנו מחדדים את מטרת טיוטת ההוראה הראשונה, ומבהירים כי ההוראה אינה עוסקת ולא נועדה לעסוק בכללי השקעה או במתודולוגיית הדירוג, אלא מתמקדת בהיבט הגילוי".

כמו כן, נקבעה הוראת תחילה עדכנית "מאוחרת ורחבה יותר" ובדברי ההסבר לטיוטה השנייה הובהר "הצעה זו, ובכלל זה, הוראת התחילה המאוחרת ביחס להשקעה בחוב של חברות קיימות ללא זיקה לישראל, נועדה לאזן בין דבר קיומו של סיכון אשראי מוגבר, המשתקף כאמור בתשואות לפדיון בהן נסחרות אגרות חוב אלו ונובע משורה של קשיים ביחס לחברות נטולות זיקה לישראל, לבין הצורך ביצירת הדרגתיות ביישום ההוראה לשם צמצום פגיעה אפשרית בציבור המשקיעים בקרנות ובחברות הרלבנטיות".

24. לאחר שהתקבלו הערות גם ביחס לטיוטה השניה, פורסמה ביום 7.11.2021 ההוראה בנוסחה הנוכחי. נוסח ההוראה הסופי דומה ביסודו לטיוטה השניה, אולם "ריכך" במעט את הוראותיה, בכך שנקבע כי "חברה נטולת זיקה לישראל" היא "חברה שמתקיימים לגביה כל אלה: אגרות החוב שלה רשומות למסחר בישראל; מקום התאגדותה הוא מחוץ לישראל; ניהול עסקיה מתקיים מחוץ לישראל ומניותיה לא הוצעו לציבור בישראל; לעניין זה יראו חברה שהמנהל הכללי שלה או יו"ר פעיל שלה הוא תושב ישראל, ואשר מרבית חברי הדירקטוריון הם תושבי ישראל, כחברה שניהול עסקיה בישראל". כהשלמה לכך, "יו"ר פעיל" הוגדר כ"יו"ר דירקטוריון המועסק בתפקידו בשיעור העולה על 50% משרה".

25. לצד זאת, הוראת התחילה הסופית שנקבעה, הייתה כי "תחילת תיקון הוראה זו לעניין אג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל – שישה חודשים מיום פרסומו באתר רשות ניירות ערך. על אף האמור, ביחס להשקעה בחוב של חברות נטולות זיקה לישראל אשר אגרות חוב שלהן רשומות למסחר בישראל ערב פרסום התיקון, תחילת תיקון ההוראה תהיה שלוש שנים מיום פרסומה".

26. תמציתו של עניין, הוא כי ההוראה קבעה כלל שלפיו השקעה באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל תחייב הוספת סימן קריאה בשם הקרן אם פוטנציאל החשיפה לאגרות חוב כאמור; יחד עם פוטנציאל החשיפה לאגרות חוב שאינן בדירוג השקעה; יחד עם פוטנציאל החשיפה לתאגיד בנקאי שאינו נמנה עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה – עולה על פוטנציאל החשיפה למניות, בהתאם למדיניות ההשקעה של הקרן.

לכלל זה נקבעו, במסגרת הליך עיצוב ההוראה, מספר חריגים: הראשון, כי החזקה באגרת חוב של חברה נטולת זיקה לישראל בדירוג מקומי (AAil) ומעלה או דירוג מקביל לו, לא תחייב הוספת סימן קריאה בשם הקרן. השני, מגולם בשינוי שנעשה להגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל", כך שמקום בו ימונו מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון פעיל שהם תושבי ישראל בנוסף לרוב דירקטורים בעלי תושבות ישראלית, יחשב כי מקום ניהול עסקי החברה נעשה בישראל. על כן, החברה תחשב כבעלת זיקה לישראל וההוראה לא תחול בעניינה.

27. לסיכום האמור, סימן הקריאה (!) נועד לשקף בשמה של קרן הנאמנות סיכונים אשר מצדיקים, לשיטת רשות ניירות ערך, גילוי ייחודי. בהוראה המקורית מדובר היה בהשקעה בשיעור מסוים של אגרות חוב קונצרניות בסיכון גבוה; בתיקון 2014 הורחבה

ההוראה גם לאגרות חוב בדירוג נמוך שהנפיקה מדינה שאינה מדינת ישראל; בתיקון 2016 נכלל גם הסיכון הגלום בהפסדים לקרן כתוצאה מאירוע חדלות פירעון של תאגיד בנקאי שבו מוחזקים מזומנים ופקדונות של הקרן; וכעת – נדרש להרחיב בגילוי השקעה, בשיעור הנקוב בהוראה, בחברות נטולות זיקה לישראל.

דיון והכרעה

28. כאמור, ניתן לחלק את טענות העותרות למספר סוגים. הראשון – טענות במישור הסמכות; השני – טענות ביחס להליך עיצוב ופרסום ההוראה; השלישי – טענות באשר לגוף ההוראה ותוכנה. על-פי חלוקה זו אפנה לדון בדברים כסדרם.

א. סמכות רשות ניירות ערך

29. רשות ניירות ערך מצויה מחוץ למסגרת של משרד ממשלתי והיא אחת משלושת המאסדרים הפיננסיים המשמעותיים בישראל, לצד בנק ישראל ורשות שוק ההון ביטוח וחסכון (ע"א 6313/19 רשות ניירות ערך נ' שמואל, פסקה 7 לחוות דעתו של השופט ד' מינץ (11.4.2022)). תכליתה מוגדרת במפורש בחקיקה – "שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך" (סעיף 2 לחוק ניירות ערך), ומהוראה זו הרשות שואבת את הלגיטימציה החוקית והציבורית למרבית פעולותיה בשוק ההון (מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 61 (2006) (להלן: ימין ווסרמן)).

לצורך מימוש תפקידה, הוקנו לרשות ניירות ערך סמכויות מגוונות, הן בשלב הנפקתם של ניירות הערך של חברה למסחר בבורסה לניירות ערך, שלב "השוק הראשוני"; הן בשלב בו ניירות הערך של חברה כבר נסחרים בבורסה, שלב "השוק המשני" (ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 829 (1992) (להלן: עניין ברנוביץ)).

30. מכוח חוק השקעות משותפות, רשות ניירות ערך אחראית גם להסדרת פעילותן של קרנות נאמנות בישראל. חוק זה, והתקנות מכוחו, יצרו הסדר משפטי חדש ומקיף. אחד השינויים שנקבעו בו הוא הכפפת מנהל הקרן והנאמן לפיקוחה של הרשות (נעם שר "דיני ניירות-ערך – מגמות מרכזיות" עיוני משפט כב 265, 302 (1999)). חוק השקעות משותפות אף העניק לרשות סמכות ליצור אסדרה, לאכוף אותה, ולפקח על הציות לה (אסף אקשטיין "מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות ערך הישראלית במבט השוואתי" משפט ועסקים יט 195, 200 (2015) (להלן: אקשטיין)).

המקרה שלפנינו מחייב כאמור דיון בגבולות סמכויות אלו של רשות ניירות ערך אל מול סמכויות הנתונות לגורמים רלוונטיים אחרים.

סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות וגבולותיו על רקע סמכויות שר האוצר

31. סעיף 97 לחוק השקעות משותפות הוא שניצב בלב המחלוקת. במידה רבה, פרשנותו היא שתדון את טענות העותרות במישור הסמכות – לשבט או לחסד. למען בהירות הדברים, אצטט את החלקים הרלוונטיים בסעיף 97 לחוק השקעות משותפות:

”97. (א) במילוי חובותיהם לפי חוק זה יהיו מנהל קרן ונאמן נתונים לפיקוח הרשות.
(ב) הרשות רשאית, לצורך פיקוח כאמור בסעיף קטן (א), ליתן הוראות הנוגעות לדרכי פעולתם של מנהל קרן ונאמן, של נושא משרה בהם ושל כל מי שמועסק על ידם, והכל כדי להבטיח את ניהולם התקין של מנהל הקרן והנאמן ואת השמירה על ענינם של בעלי היחידות וכדי לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה; הוראות כאמור יכול שיינתנו לכלל מנהלי הקרנות והנאמנים או לסוג מסוים בהם.
(1) (1ב) הוראות לפי סעיף קטן (ב) אין חובה לפרסמן ברשומות, ואולם הרשות תפרסם ברשומות הודעה על מתן הוראות כאמור ועל מועד תחילתן;
(2) הוראות לפי סעיף קטן (ב) וכל שינוי בהן, יועמדו לעיון הציבור במשרדי הרשות ויפורסמו באתר האינטרנט שלה.
”[...]

32. כמפורט לעיל, לטענת רשות ניירות ערך, מכוחו של סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות נתונה לה הסמכות להוצאת ההוראה, כפי שמכוחו פורסמו ההוראה המקורית, התיקונים לה והוראות אחרות. מנגד, לטענת העותרות סעיף זה אינו יכול לשמש כמקור סמכות להוראה, שכן הוא הסדר ”כללי ועמום”, ואילו ישנם הסדרים ספציפיים ומפורשים הגוברים עליו.

33. החוק מסמיך כאמור את רשות ניירות ערך ”ליתן הוראות הנוגעות לדרכי פעולתם של מנהל קרן ונאמן, של נושא משרה בהם ושל כל מי שמועסק על ידם”, וזאת, בין היתר, כדי להבטיח את ניהולם התקין של מנהל הקרן והנאמן ואת השמירה על ענינם של בעלי היחידות.

כללי הפרשנות הנהוגים קובעים כי לשון החוק מהווה נקודת המוצא בפרשנות דבר חקיקה. רק משמעות שלשון החוק יכולה לשאת מהווה פרשנות אפשרית; ומקום בו לשון החוק תסבול כמה משמעויות, יש לבחור את המשמעות המגשימה באופן מיטבי את תכליות החוק – הן זו הסובייקטיבית, הן זו האובייקטיבית (בג"ץ 62/22 קלאסיק הוטל מנג'מנט בע"מ נ' בית הדין הארצי לעבודה, פסקה 11 (24.2.2022); בג"ץ 7194/21 סיבוני נ' הוועדה הציבורית לגיבוש רשימת נאמנים-יחידים, פסקה 10 (23.1.2022)).

34. בענייננו, החוק נוקט בלשון רחבה. לשון זו ודאי מכילה את פרשנות רשות ניירות ערך. הסעיף האמור מסמך את הרשות להנפיק הוראות ביחס לדרך פעולתו של מנהל קרן (אקשטיין, בעמודים 202-203 וכן בהערת שוליים 21), שנועדה לשמור על ענינם של בעלי היחידות באמצעות קביעת חובת גילוי ייחודית. פרשנות הרשות אף עולה בקנה אחד עם תכלית דבר החקיקה, כעולה גם מדברי ההסבר להוראה:

"הניסיון שנצבר עם הנפקות אגרות חוב של חברות ללא זיקה לישראל מלמד על שורה של בעיות פוטנציאליות הנוגעות להן, ואשר נובעות ממאפייניהן הגלובאליים של חברות אלו ובפרט הריחוק הפיסי והתפיסתי מפעילותן וממנהליהן. בעיות אלה הנוגעות למנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים באותן חברות – הן מצד השוק הן מצד הרשות כרגולטור, פוגעות באפקטיביות ובישומות מנגנוני הפיקוח והאכיפה, וכפועל יוצא מכך מביאים למעטפת הגנה חלשה יותר למשקיעים באותן חברות. סיכונים אלו אף מתבטאים במרווחי תשואה גבוהים מאגרות חוב קונצרניות בדירוגים מקבילים, דבר המעיד כי פרמיית הסיכון הנתפסת ע"י השחקנים בשוק עבור אותן אגרות חוב גבוהה מזו עליה מצביע הדירוג" (שם, בעמוד 3).

דומה כי העותרות אינן מסכימות עם נימוק זה בדבר הצורך בהפעלת סמכות רשות ניירות ערך, אולם טענות מסוג זה מופנות למעשה כלפי שיקול דעתה של הרשות בהפעלת הסמכות ולא מלמדות על חריגה מגבולות סמכותה.

35. אף קיים טעם רב בטענת רשות ניירות ערך כי אין כל חדש באופן שבו פירשה והפעילה את סמכותה מכוח סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות. ההוראה אינה אלא צעד נוסף באותו הכיוון שראשיתו בחוזר, והמשכו בהוראה המקורית, בתיקונים לה ובהוראה בנוסחה דהיום. כפי שנעשה עוד בהוראה המקורית, ובמידה מסוימת בחוזר

שקדם לה, הרשות זיהתה מקרים שבהם קיים סיכון אשר לא שוקף באופן מספק לטעמה. כפתרון, הטילה חובת גילוי ייחודית באמצעות חיוב הוספת סימן קריאה לשם הקרן.

36. כמו כן, איני סבור כי ניתן ללמוד אחרת מהשוואת סמכות רשות ניירות ערך לסמכות הנתונה לשר האוצר לפי חוק השקעות משותפות. לתמיכה בטענה, העותרות הפנו, בין היתר, לסעיף 59 לחוק השקעות משותפות הקובע כי "מנהל קרן לא יקנה בעד קרן שבניהולו ולא יחזיק בה, אלא ניירות ערך, ניירות ערך חוץ, אופציות, חוזים עתידיים, מטבע חוץ, מזומנים ונכס אחר שקבע שר האוצר בתקנות, והכל מהסוגים ובתנאים שקבע, דרך כלל או לסוגי קרנות"; סעיף 62(ב) לחוק השקעות משותפות המקנה לשר האוצר סמכות לקבוע, בין היתר, "תנאים לקנייתם או להחזקתם של נכסים כאמור בסעיף 59"; וסעיפים 5(א)(8) ו-5(ג) לחוק השקעות משותפות מקנים לשר האוצר סמכות לקבוע "בתקנות עניינים נוספים שייכללו בהסכם הקרן וכן מגבלות שיחולו על עניינים כאמור" לרבות ביחס למדיניות ההשקעות של הקרן ודרכי שינויה.

המשותף לסמכויות אלו שעניינן קביעת מגבלות "קשיחות" על רכישת או החזקת ניירות ערך כאלו ואחרים. אין מדובר בסמכות הדומה לסמכות האסדרתית שניתנה לרשות ניירות ערך. לטעמי, אף לא ניתן ללמוד ממנה על רצון לצמצם את סמכות הרשות:

ראשית, העותרות מבקשות למעשה לגזור גזירה שווה בין סמכות שר האוצר לקבוע מגבלות כאמור, לסמכות רשות ניירות ערך לחייב מנהל קרן בגילוי כזה או אחר. כך, בעתירה נטען שאין מדובר בהוראות "גילוי" גרידא מבחינת מהותם של דברים, שכן היא קובעת עבור הקרנות והמשקיעים מהי רמת הסיכון הנשקפת מחברות ה-BVI ואף יוצרת שינוי במהות הקרן. טיעון מסוג זה יש בו כדי לטשטש הבחנה יסודית שבבסיס הפיקוח על שוק ניירות ערך.

הטלת חובת גילוי, נרחבת ככל שתהיה, אינה שקולה לקביעת מגבלה על רכישת נייר ערך כלשהו בשל איכותו או טיבו (להרחבה, ראו: מאיר חת "הפיקוח על שוק ניירות הערך: האם די בגילוי נאות?" עלי משפט ח 29 (2010); לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך: חובת הגילוי 4-5 (2009)). יחד עם זאת, אין בכך כדי להמעיט בכוחה של חובת הגילוי, נהפוך הוא. עקרון הגילוי הנאות הוא עקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות ערך, ובכלל זה חוק ניירות הערך הישראלי (עניין ברנוביץ, בעמוד 830; להרחבה, ראו: רונן עדיני דיני ניירות ערך 38-47 (2004) (להלן: עדיני)); וכן ימין ווסרמן, בעמודים 50-23). רצוי בהחלט כי לגילוי תהיינה השלכות משמעותיות על התנהגות המשקיעים בשוק

וגורמים רלוונטיים אחרים. בכל זאת, מבחינת מידת ההתערבות בשוק ההון, הטלת חובת גילוי עודנה שונה בתכלית מהטלת מגבלה על החזקת נייר ערך כזה או אחר.

גם בענייננו, טבעי ומתבקש כי תהיינה השלכות לחובת הגילוי שמטילה ההוראה על העותרות וחברות BVI נוספות, אולם אין בכך כדי להוביל למסקנה כי יש לראות חובת גילוי זו כמגבלה על החזקת איגרות חוב של חברות ה-BVI.

שנית, קושי נוסף בטענת העותרות נובע מעיתוי חקיקת הסעיפים הרלוונטיים בחוק השקעות משותפות. סעיף 97 לא נחקק כמקשה אחת. סעיף 97(א) לחוק השקעות משותפות נכלל בחוק זה החל ממועד חקיקתו (בתור סעיף 97), ואילו בשנת 2005 הוסף סעיף 97(ב) האמור (במסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, ס"ח 830, 858 (תיקון עקיף לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994)).

לאחר מכן, בשנת 2018, תוקן סעיף 97(ב) לחוק פעם נוספת, באופן שבו נוספו לו המילים "וכדי לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה" (חוק בנק ישראל (תיקון מס' 7), התשע"ט-2018, ס"ח 58, 63 (תיקון עקיף לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994)). בדברי ההסבר לתיקון זה, נומק:

"ההתמודדות עם המשבר הפיננסי העולמי של 2008 המחישה את תפקידה של כל אחת מרשויות הפיקוח הפיננסיות בתמיכה ביציבות הפיננסית ובהבטחתה. כדי להגביר את שיתוף הפעולה בתחום היציבות הפיננסית, מוצע לתקן בתיקון עקיף חוקים שונים, ולהוסיף לרשויות הפיקוח האחראיות [...] את המטרה של תמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה" (הצעת חוק בנק ישראל (תיקון מס' 4) (הוועדה ליציבות פיננסית), התשע"ז-2017, ה"ח הממשלה 800, 809).

אל מול זאת, סמכות שר האוצר לקבוע מגבלות כאמור בסעיף 59 לחוק השקעות משותפות נכללה בו מעת חקיקתו, ותוקנה קלות בשנת 1999. למעשה, סמכות שר האוצר לקבוע אילו נכסים מנהל קרן יכול לרכוש ולהחזיק, עוגנה כבר בחוק להשקעות משותפות בנאמנות, התשכ"א-1961 (להלן: החוק הקודם) אשר הוחלף על ידי חוק השקעות משותפות. הדברים דומים ביחס לסמכות שר האוצר לפי סעיף 62(ב) לחוק השקעות משותפות. סעיף זה אמנם תוקן בשנת 1999, אולם סמכות שר האוצר עוגנה בנוסח החוק משנת 1994, ומקורה בחוק הקודם.

ניתוח זה מלמד כי סמכויות הפיקוח שניתנו לרשות ניירות ערך הורחבו באופן ניכר במרוצת השנים (ראו גם: דברי ההסבר להצעת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 5), התשנ"ח-1998, ה"ח הממשלה 544, 545-544), ואילו סמכויות שר האוצר אמנם הותאמו להתפתחויות מסוימות, אולם מקורן בחוק הקודם, משנת 1961. אין אפוא כל אינדיקציה כי המחוקק ביקש להגביל באמצעותן את סמכות הרשות. למעשה, ההפך הוא הנכון, המחוקק בחר להרחיב בהדרגה את סמכות הרשות וליצור מנגנון אסדרה מודרני התואם לתמורות הרבות שחלו בשוק ההון במרוצת השנים. לצד זאת, ממילא אין כל קושי כאמור ליישב מבחינה מהותית בין סמכויות שר האוצר לסמכויות הרשות.

37. מסקנה זו מתיישבת גם עם כך שלרשות ניירות ערך ניתנה, באופן חריג, סמכות לאסור על מנהלי קרנות לקנות ולהחזיק בעד הקרנות שבניהולם נכסים שקבע שר האוצר בתקנות לפי סעיף 59, או להתיר להם קנייה והחזקה של נכסים נוספים על אלה שנקבעו כאמור (סעיף 65א(א)(1) לחוק השקעות משותפות).

על רקע סמכותו הכללית של שר האוצר בתחום זה – שעניינה קביעת מגבלות קשיחות כאמור, בסמכות רשות ניירות ערך ליתן הוראה מסוג זה לפרק זמן מוגבל בלבד (סעיף 65א(ב) לחוק השקעות משותפות). גם זאת, רק אם מצאה כי מתקיימות נסיבות מיוחדות המצדיקות הסדרה מיידית כדי להבטיח את התנהלותם התקינה של מנהלי הקרנות או כדי להבטיח את השמירה על עניינו של ציבור המשקיעים (סעיף 65א(א) לחוק השקעות משותפות).

סמכות זו של רשות ניירות ערך עוגנה במסגרת תיקון חוק משנת 2017, על מנת לאפשר לרשות "מתן מענה מקצועי מהיר בשוק דינמי ומתפתח" (דברי ההסבר להצעת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 27) (קרנות סל), התשע"ז-2016, ה"ח הממשלה 722, 728). מסעיף 65א לחוק השקעות משותפות כלל לא ניתן ללמוד על שיש לפרש את סמכות הרשות לפי סעיף 97(ב) בצמצום; אם כבר, סעיף 65א מתיישב היטב עם המגמה שצוינה לעיל – הרחבת סמכויות הרשות. במקרה זה, לתוך תחום סמכותו של שר האוצר ממש.

38. אשר על כן, יש לדחות את הטענה כי רשות ניירות ערך חרגה מסמכותה לנוכח הסמכויות שחוק השקעות משותפות מקנה לשר האוצר.

האם ההוראה מתערבת באופן אסור בעבודתן של חברות הדירוג?

39. העותרות טענו כאמור כי רשות ניירות ערך חרגה מה"טריטוריה" שלה לא רק לתחום סמכותו של שר האוצר, אלא גם לזו של חברות הדירוג. לכך אדרש כעת.

לטענתן, הטיוטה הראשונה ביקשה לכפות עליהן דירוג נמוך בהרבה, שמשמעותו כי יש לראות באגרות החוב של העותרות כמה שמכונה "אג"ח זבל", באופן שבו הרשות שמה עצמה בנעליהן של חברות הדירוג. כן נטען, כי ההוראה בנוסחה הקיים אינה אלא "אותה גברת בשינוי אדרת", שכן משמעותה שלעניין שיעור החשיפה המותר לקרנות יש לראות באגרות החוב של חברות ה-BVI המדורגות בדירוג נמוך מ-AAil, כ"אג"ח זבל".

40. ההכרעה בטענה זו מצריכה סקירה תמציתית בדבר תפקידן של חברות הדירוג והמסגרת הנורמטיבית החלה בעניינן. חברות דירוג נועדו לגשר על פערי המידע בין הגוף מנפיק האג"ח לבין רוכש האג"ח בכל הקשור לסיכון האשראי המאפיין את המנפיק ואת הנפקותיו (John C. Coffee Jr., GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE 287-288 (2006); Yair Listokin & Benjamin Taibleson, *If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, 27 YALE J. REG. 91, 95-97 (2010)). זאת, בדרך של הספקת הערכה מדויקת ואובייקטיבית של סיכון האשראי המאפיין גוף מסוים או של הסיכון הנובע מסדרת אג"ח מסוימת, באופן אשר מצמצם את עלויות העסקה הנובעות מהיעדר ידע מספק בשוק החוב (יונתן צל "על אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח" עיוני משפט לג 327, 332 (2010) (להלן: צל); Bianca Mostacatto, *Eliminating Regulatory Reliance on Credit Ratings: Restoring the Strength of Reputational Concerns*, 24 STAN. L. & POL'Y REV. 99, 105 (2013)).

לאחר שנקבע דירוג לסדרת אג"ח מסוימת, חברות הדירוג עוקבות אחר מנפיק האג"ח והסדרה הרלוונטית ומעדכנות את הדירוג בהתאם ככל שנגזר ממנו שינוי בסיכון האשראי עד לפירעון אגרות החוב (צל, בעמוד 333; נוי המל "באתי, דירגתי, הלכתי: התנהגות חברות הדירוג בעיתות משבר ושינויים מהותיים, והאסדרה המתאימה במצבים אלו" משפטים על אתר יז 134, 138 (2021) (להלן: המל)).

41. פעילות חברות הדירוג הוסדרה בחקיקה ראשית בשנת 2014, במסגרת חוק הדירוג. הנסיבות שהובילו לחקיקתו מפורטות בדברי הסבר לחוק:

"במשבר ה'סאב-פריים' ובמשבר האשראי שבא בעקבותיו, באו לידי ביטוי כשלים בפעילותן של חברות הדירוג שהתבטאו בעיקר במגבלות מתודולוגיית הדירוג, בבעיות של ניגודי עניינים ובהעדר שקיפות בתהליך הדירוג. תרומתם של כשלים אלה לחלקן של חברות הדירוג במשבר, התעצמה עוד יותר לנוכח הסתמכות היתר של המשקיעים על תוצרי הליך הדירוג" (דברי ההסבר להצעת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ג-2013, ה"ח הממשלה 1096, 1096; להלן: דברי ההסבר לחוק הדירוג).

על רקע דברים אלו, נקבעו בחוק הדירוג הוראות ביחס לרישום חברות הדירוג (סעיפים 5-2 ו-7 לחוק); הוראות ממשל תאגידי החלות על חברות הדירוג (פרק ג' לחוק); הוסדר הליך הדירוג (פרק ד' לחוק); וכן נקבעו הוראות למניעת ניגוד עניינים והבטחת עצמאות הליך הדירוג (פרק ה' לחוק).

לצד זאת, ניתנו לרשות ניירות ערך סמכויות פיקוח ואכיפה על פעילות חברות הדירוג. בסעיף 21(א) לחוק הדירוג נקבע כי במילוי חובותיה לפי חוק זה חברת דירוג תהא נתונה לפיקוח הרשות; וסעיף 21(ב) לחוק הדירוג משלים כי לצורך פיקוח זה הרשות רשאית "ליתן הוראות הנוגעות לדרכי הפעולה והניהול של חברת דירוג ושל תאגיד בישראל שהוא גורם קשור לחברת הדירוג, כדי להבטיח את ניהולה התקין של חברת הדירוג ואת השמירה על עניינם של ציבור המשקיעים וכדי לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה".

42. בסעיף החוק העוקב, סעיף 22 לחוק הדירוג, נקבע כי "על אף האמור בחוק זה, לא תתערב הרשות בתוכן הדירוג ובשיטות ההערכה של חברות הדירוג". על סעיף זה מבקשות העותרות להסתמך בטענה כי הטלת חובת גילוי כאמור בהוראה, משמעותה התערבות בתוכן הדירוג ושיטות ההערכה של חברות הדירוג.

43. ראוי לציין, כי מתכונת הפיקוח שנקבעה ביחס לחברות הדירוג דומה לזו שעוצבה בחוק השקעות משותפות. רשות ניירות ערך אינה מקיימת פיקוח לגבי שיקולי ההשקעה ו-"[...] לא תתערב בתוכן הדירוג ובמתודולוגיה שלו, אך תידרש חשיפה של המתודולוגיות והמידע העומדים בבסיס הדירוג [...] במטרה להבטיח בקרה על אמינות הדירוג" (דברי ההסבר לחוק הדירוג, בעמוד 1097). גם כאן, עקרון הגילוי וחשיבותו – ניכר; וגם כאן, בולטת ההבחנה בין התערבות לגוף הדברים, לבין הטלת חובת גילוי או "חשיפת" מידע כזה או אחר.

44. על רקע זה מתבהר הקושי בטענה כי חיוב מנהל קרן להוסיף לשם הקרן סימן קריאה, בנסיבות מסוימות, מהווה התערבות בתוכן הדירוג ובשיטות ההערכה של חברות הדירוג. ניתן לקבל כי הטיוטה הראשונה של ההוראה עשויה הייתה לגרום לבלבול מסוים בהיבט זה, שכן היא קשרה במישרין בין דירוג האג"ח לחובה להוסיף סימן קריאה לשם הקרן (מש/2, התייחסות לסעיף 4; דברי ההסבר לטיוטה השניה, בסעיף 6). ממילא, קושי מסוים זה הוסר במסגרת הליך עיצוב ההוראה לנוכח הערות שהתקבלו, והוא אינו מתעורר בנוסח ההוראה הסופי.

בנוסחה הסופי, ההוראה אינה מתערבת בתוכן הדירוג או שיטות ההערכה של חברות הדירוג, כשם שהיא אינה קובעת כל מנגנון דירוג המחליף את חברות הדירוג. ככלל, אף לא נקבע קשר ישיר בין הדירוג שניתן על ידי חברות הדירוג לבין החובה להוסיף סימן קריאה לשם הקרן. למעשה, השימוש שנעשה כעת בדירוג אגרות החוב במסגרת ההוראה נעשה לצורך הגדרת המונח "אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה", כפי שנעשה מההוראה המקורית ועד לעת הזו; ובמסגרת החריג שנקבע לאג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל המדורגות בדירוג AAil ומעלה (או דירוג מקביל).

לא זו אף זו: עצם השימוש בדירוג אג"ח לצורך קביעת רגולציה מקובל בעולם וגם בישראל (להרחבה ראו: צל, בעמודים 334-336), וודאי שאין לראות בו כשקול להחלפת הדירוג או כהתערבות בתחומן הבלעדי של חברות הדירוג. כאמור, אף ההוראה המקורית עשתה שימוש בדירוג האג"ח ובאמצעותו קבעה את הגילוי הנדרש מצד מנהל הקרן. עד עתה, לא הועלתה כל טענה כי בכך יש כדי להתערב באופן פסול בעבודת חברות הדירוג, ולא בכדי.

45. כאן המקום להידרש, בתמצית, לטענות בדבר ההצדקה המהותית להוראה, בהינתן הדירוג שנקבע על ידי חברות הדירוג ומומחיותן בנושא. הגם שטענה זו חורגת מגדרי סוגיית סמכות רשות ניירות ערך. באופן תיאורטי, ייתכן שלו הדירוג שניתן על ידי חברות הדירוג היה משקף במדויק את רמת הסיכון הנשקפת, ולו רמת סיכון זו הייתה מוצגת באופן יעיל ובהיר למשקיעים, ניתן היה להסתפק בדירוג האג"ח של חברות הדירוג.

כדרכו של עולם, תיאוריה לחוד – ומציאות לחוד. כפי שנכתב גם בדברי ההסבר לחוק הדירוג, במהלך השנים התגלו, לא אחת, כשלים בפעילותן של חברות הדירוג (לסקירת מקרי עבר ולביקורת עדכנית, ראו: המל, בעמודים 139-144). אין באמור כדי

להטיל דופי בחברות הדירוג ודרך התנהלותן במקרה קונקרטי כזה או אחר, אלא ללמד על ההיגיון וההצדקה שבבחירת רשות ניירות ערך לפעול בהתאם לסמכותה היכן שהיא מזהה שהדבר נדרש. רגולציה, מעצם טיבה וטבעה, נועדה גם על מנת לתקן כשלי שוק (ליאור דוידאי ונעם שר "סימפוזיון: אתגרי הרגולציה במשק הישראלי – הכנס המשפטי השנתי הראשון של בית-ספר רדזינר למשפטים (מאי 2004)" משפט ועסקים ב 9, 15 (2005); יובל רויטמן "המשפט המנהלי בעידן המדינה הרגולטורית" משפט וממשל יח 219, 224 (2017) (להלן: רויטמן)).

46. בראי זאת, העובדה שבתחומן הוקנתה לחברות הדירוג עצמאות, אין משמעותה כי ניטלת מרשות ניירות ערך הסמכות לפעול לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות, או כי אין מנוס אלא להסתמך באופן מוחלט על דירוגן. הרשות אינה מנועה מלפעול היכן שהיא מזהה מעין כשל שוק המצדיק זאת, ובלבד שהיא אינה מתערבת בתוכן הדירוג ובשיטות ההערכה של חברות הדירוג. ההוראה אכן אינה מתערבת באלו, ועל כן גם בהיבט זה לא נפל פגם של חוסר סמכות.

הממשק בין ההוראה לדינים ספציפיים נוספים

47. כאמור, לטענת העותרות ישנן הוראות בחקיקה ראשית אשר נועדו להסדיר את אותם הסיכונים הקיימים בהחזקת אגרות חוב של חברות זרות. נטען, כי ההוראה מהווה "עקיפה" של הסדרים אלו שנקבעו בחקיקה ראשית וממילא לא הוסבר מדוע הסדרים אלו אינם מספקים.

48. העותרות מפנות תחילה לסעיף 39א(א) לחוק ניירות ערך המחיל, על פי התנאים הקבועים בו, הוראות חוק מסוימות על חברה שהתאגדה מחוץ לישראל ומציעה "מניות או תעודות התחייבות שלה לציבור בישראל". נוסף לכך, העותרות הפנו לחוק חדלות פירעון, ובפרט לסעיף 5 בו, שמשמעותו החלת חלק מהוראותיו, בין היתר, על חברות ה-BVI. לשיטת העותרות, הוראות אלו מהוות הסדר ממצה המשקף את האיזון שראה המחוקק לקבוע לצורך הגנה על ציבור רוכשי אגרות החוב.

49. אף בטענה זו איני מוצא ממש. דרך המלך לקביעת הסדר פיקוח היא בחקיקה ראשית. כך נעשה, על פי רוב, לכל הפחות כהסדר ראשוני. לעיתים, הסדרי פיקוח נקבעים באמצעות חקיקת משנה על בסיס ההסדר שנקבע בחקיקה ראשית (יצחק זמיר "פיקוח ציבורי על פעילות פרטית" משפט ועסקים ב 67, 102, 106 (2005)). בפועל, הפיקוח

הציבורי על פעילות פרטית נעשה לרוב על ידי רשות מנהלית באמצעות הוראות מנהל (שם, בעמוד 116). הרחיב בעניין פרופ' יואב דותן:

”הדין הוא אפוא שרשות מינהלית רשאית לקבוע הנחיות בכל מקום שבו יש לה סמכות לפעול ובכל תחום שעליו הופקדה להסדירו, גם אם בחוק המסמיך קיימת הסמכה של הרשות (או של גורם אחר כלשהו) להתקין תקנות. לא ניתן להבין את התפתחות הדין בהקשר זה אלא על רקע שיקולים המעוגנים בחיי המעשה. הנחיות הן מכשיר פעולה חיוני לרשויות המינהל. הן מתפתחות אצל רשויות המינהל באופן טבעי ואורגני אגב פעולתן, כשם שכללים כאלה מתפתחים בתוככי כל ארגון בירוקרטי גדול. בשלב מסוים החלו בתי המשפט להכיר בכך שהדרישות של מודל שלטון החוק המסורתי – שכל פעולה מינהלית תיעשה באמצעות כללים פורמליים (חקיקת משנה) – אינן מעשיות במציאות של מדינת המינהל המודרנית” (יואב דותן ביקורת שיפוטית על שיקול דעת מינהלי כרך א 575 (2022)).

50. הצורך באסדרה באמצעות הוראות מנהל גובר כאשר מדובר בשווקים דינמיים ומורכבים, כשוק ההון, שבהם אסדרה נדרשת להיות גמישה וסתגלנית (אסף אקשטיין “אינרציה אסדרתית וקבוצות אינטרס: ראיות אמפיריות מתחום האסדרה של שוק ההון” מחקרי משפט ל 635, 636 (2016)).

51. מכאן הקושי בטענות העותרות כי ההסדרים שנקבעו בחקיקה ראשית הם הסדרים ממצים. הוראות החוק שעליהן הסתמכו העותרות משתלבות עם סמכותה הפיקוחית של רשות ניירות ערך, סמכויות שר האוצר, וסמכויות רלוונטיות של גורמים נוספים. כל אלו חוברים לכדי הסדר פיקוח כולל, המורכב מרובד של חקיקה ראשית, רובד של חקיקת משנה, ורובד של הנחיות מנהל.

לא ניתן ללמוד מהוראות חוק אלו על נטילת סמכותה האסדרתית של רשות ניירות ערך בסוגיה זו, או על רצון לצמצמה; ואף אין כל סתירה ביניהן לבין ההוראה. גם אם ההוראה והוראות החוק הרלוונטיות נועדו להתמודד עם אותו הסיכון בדיוק – וספק רב אם כך – הן אינן סותרות אחת את השנייה, אלא משלימות אחת את השנייה. ודאי שלא ניתן לראות בקביעת ההוראה כ”עקיפת” רצון המחוקק כפי שבא לידי ביטוי בחקיקה ראשית.

52. הלכה למעשה, טענת העותרות מתכנסת לכך שדי בהסדרים שנקבעו בחקיקה ראשית כדי לספק הגנה ראויה למשקיעים. כפי שארחיב בהמשך, טענה זו נסתרת מהנתונים שהוצגו על ידי רשות ניירות ערך אשר הובילו לפרסום ההוראה.

האם ההוראה הוחלה באופן רטרואקטיבי?

53. נורמה משפטית רטרואקטיבית משמעותה חוק הפועל אחורה בזמן, ומשנה למפרע את הדין ששרר לפני חקיקתה או קבלתה. בשונה, נורמה משפטית היא פרוספקטיבית אם היא מוחלת לגבי פעולות או מצבים שיתקיימו בעתיד; ואילו נורמה משפטית חלה באופן אקטיבי אם היא חלה על מצב דברים המתקיים ביום כניסתה לתוקף (יניב רוזנאי "רטרואקטיביות – יותר מאשר 'רק עניין של זמן'!" משפט ועסקים ט 395, 402-403 (2008)). הגדרות אלו יפות הן לחקיקה ראשית, הן לחקיקת משנה, הן להוראות מינהל (יצחק זמיר הסמכות המינהלית כרך ב – ההליך המינהלי 1337-1339 (2011) (להלן: זמיר)).

54. נקל לראות אפוא כי לפנינו הוראה המוחלת ביחס לעותרות, לכל היותר, באופן אקטיבי. ההוראה אינה משנה את הדין למפרע, אלא מחייבת את מנהלי הקרנות, מכאן והלאה ובכפוף להוראות המעבר, להוסיף בנסיבות מסוימות סימן קריאה לשם הקרן.

ההוראה אמנם משנה את המסגרת האסדרתית שחלה על איגרות החוב של העותרות, אולם עסקינן במצב שבו פעילות העותרות נתונה לפיקוח משפטי מתמשך, ולא באקט משפטי אשר תם ונשלם עם הנפקת איגרות החוב של העותרות. פרשנותן של העותרות שלפיה מטעמי "רטרואקטיביות" רשות ניירות ערך אינה מוסמכת ליתן הוראות אסדרתיות בעניינן של חברות שכבר נסחרות – חסרת היגיון; תשחק עד דק את אפקטיביות הפיקוח של הרשות; ואף אינה עולה בקנה אחד עם ההבחנות המקובלות בפסיקה ובספרות המשפטית ביחס לתחולת נורמה משפטית.

ב. טענות בדבר הליך עיצוב ופרסום ההוראה

55. כאמור, במישור תקינות ההליך, טענו העותרות להפרת חובת ההיוועצות, ל"אי תיאום רגולטורי" וכן לכך שטרם פרסום ההוראה לא גובשה תשתית ראייתית מתאימה.

נקודת המוצא לבחינת טענות מסוג זה היא שרשות ניירות ערך, ככל רשות מנהלית, כפופה לעקרונות המשפט המנהלי. אלו מחייבים אותה לקיים הליך תקין

ולהפעיל את סמכותה באופן שעולה בקנה אחד עם עקרונות אלו (אקשטיין, בעמוד 220).

56. אדרש אפוא לטענות העותרות בדבר חובת היועצות עם שר האוצר או רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן: רשות שוק ההון), ובדבר חוסר תיאום רגולטורי בין הרשויות.

בנסיבות שלפנינו, טענות אלו מלכתחילה מוקשות. הן אינן מתבססות על חובה שקבועה במפורש בדין (השוו, בין היתר, לסעיף 71 לחוק שירות מידע פיננסי, התשפ"ב-2021), אלא על היקשים ורציונאליים. כלל לא נטען כי הליך פרסום ההוראה לא תואם לנהלי רשות ניירות ערך הרלוונטיים. על הליך פרסום ההוראה עמדתי בהרחבה לעיל, בתמצית – להוראה קדמו שתי טיוטות, כאשר בעקבות כל אחת מהטיוטות בוצעו שינויים מהותיים בהוראה לאור ההערות שהתקבלו. טיב ההערות, ההתייחסות להן ויישומן, מלמדים כי הרשות לא פעלה לקבלת הערות רק על מנת לצאת ידי חובה.

57. אשר לטענות על "אי-תיאום רגולטורי". גם בהיבט זה, רשות ניירות ערך הציגה הסבר מניח את הדעת שלפיו ענפי החיסכון לטווח ארוך קופות גמל, קרנות הפנסיה וכיו"ב, המפוקחים על ידי רשות שוק ההון, שונים באופן מהותי מענף קרנות הנאמנות. בהתאם, חלה עליהם רגולציה שונה, שמשמעותה כי ההוראה אינה רלוונטית לענפי החיסכון לטווח ארוך ואין כל פגם בכך שלא הוחלה הוראה דומה על ידי רשות שוק ההון.

זאת ועוד, טענות העותרות באשר לצורך בתיאום עם שר האוצר נסמכות במידה רבה על טענותיהן הקודמות במישור הסמכות, אשר נדחו. כפי שראינו – סמכות שר האוצר לחוד, וסמכות רשות ניירות ערך לחוד. אין כל סתירה בנסיבות ענייננו. עוד אני מוצא טעם בטענת הרשות כי לו היה סבור גורם רלוונטי כלשהו, ובכלל זה רגולטור אחר, כי קיים קושי כזה או אחר בנוסח ההוראה ובהשפעתה על תחומו שלו, לא היה נוצר את לשונו במהלך הליך עיצוב ההוראה הממושך.

58. מכאן לטענות העותרות ביחס לתשתית העובדתית שעל בסיסה התקבלה החלטת רשות ניירות ערך. עקרון בסיסי הוא כי חובתה של רשות מנהלית לערוך בירור עובדתי ולבסס את החלטותיה על תשתית עובדתית רלוונטית ומספקת (בג"ץ 7841/19 ארגון עמק שווה נ' ממשלת ישראל, פסקה 23 לחוות דעתי (15.5.2022)).

רשות ניירות ערך מחויבת לתמוך את החלטותיה בתשתית של עובדות המבוססות על ראיות מספיקות, ובהעדר תשתית שכזו, החלטתה עלולה אף להיפסל. בבסיס חובה זו שתי תכליות עיקריות: ראשונה, שיפור רציונליות רשויות המנהל הציבורי ואיכות ההחלטה המנהלית; שניה, מניעת קבלת החלטה על יסוד לחצים פסולים. בהקשר הרגולטורי, חובה זו משרתת תכלית נוספת – מניעת השפעה פסולה של בעלי עניין (רויטמן, בעמוד 256).

59. בענייננו, מתשובת רשות ניירות ערך, כמו גם מדברי ההסבר לטיוטה השניה ודברי ההסבר להוראה, ניתן ללמוד כי בבסיס החלטת הרשות לפרסם את ההוראה ניצבת תשתית ראייתית איתנה, המגובה בנתונים למכביר.

רשות ניירות ערך עמדה על שורת סיכונים פוטנציאליים הנובעים מהמאפיינים הייחודיים של חברות ה-BVI, ובכלל זה: אי-הכרת והבנת הפעילות בחו"ל לעומק; קושי בבחינת פעילות ונכסי התאגיד; קשיי תמחור וניתוח היבטים פיננסיים בפעילות החברה; קשיי תקשורת; סיכון מוגבר לליקויים בדוחות הכספיים; סיכון מוגבר של אי-עמידה בחובות גילוי למשקיעים ובכללי ממשל תאגידי; כיסוי תקשורתי מוגבל ואינטרס מופחת לשמירה על מוניטין; וכן קשיי אכיפה וניהול הליכים משפטיים. הוסבר, כי סיכונים אלו באים לידי ביטוי גם בתשואות אגרות החוב של חברות ה-BVI, אשר לאורך שנים מרביתן נסחרות במרווחי תשואה גבוהים משמעותית ממקבילותיהן המקומיות.

לצד סיכונים פוטנציאליים אלו, הוצגו נתונים שלפיהם מתוך סך החברות שניירות הערך שלהן נסחרו בבורסה בין השנים 2017-2021, חברות נטולות זיקה לישראל היו כ-5.8 אחוז במוצע מסך החברות. אולם, סך התיקונים שנדרשו בדוחות הכספיים בחברות אלו היו כ-20.4 אחוז מסך התיקונים כאמור בחברות הנסחרות, וסך הסדרי החוב בחברות אלו היו כ-25 אחוז מסך הסדרי החוב בחברות שהנפיקו איגרות חוב לציבור. יתרה מזאת, סך הליכי האכיפה, בירורים או חקירות שנפתחו נגד חברות נטולות זיקה לישראל היו כ-10 אחוז מסך ההליכים מסוג זה שנפתחו נגד החברות הנסחרות.

מסקנת רשות ניירות ערך הייתה כי נתונים אלו מצביעים באופן מובהק על ליקויים רבים יותר בקיום החובות החלות על חברות נטולות זיקה לישראל כתאגידים מדווחים, ומדגישים את הבעייתיות הנלווית להשקעה בהן במישור ההגנה הנדרשת למשקיעים. מסקנה זו מבוססת על נתונים ועל ניתוח מקיף של הסיכונים על בסיס

מומחיות הרשות. מדובר בתשתית ראייתית מספקת וראויה. אין היא מגלה עילה להתערבות שיפוטית – רחוק מכך.

60. לעותרות טענה נוספת, ספציפית יותר, כי אין בנמצא תשתית ראייתית מספקת לצורך קביעה כי דינן של איגרות החוב של חברות ה-BVI כדין "אג"ח זבל". הקושי בטענה זו נעוץ בהנחת היסוד אשר בבסיסה – כי ההוראה אכן קובעת שיש לראות באיגרות חוב של חברות BVI כ"אג"ח זבל".

לאמיתו של דבר, ההוראה אינה קובעת דירוג חלופי לאגרות החוב של חברות נטולות זיקה לישראל, אלא מכלילה אותן ב"סל" הסיכונים המצדיקים גילוי ייחודי באמצעות סימן קריאה בשם הקרן. סיכון אחד הוא זה שבהחזקת אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה – "אג"ח זבל"; סיכון נוסף הוא הגלום בהפסדים לקרן כתוצאה מאירוע חדלות פירעון של תאגיד בנקאי שבו מוחזקים מזומנים ופקדונות של הקרן. מכאן שהתשתית העובדתית הנדרשת אינה כזו המלמדת על דמיון בין אגרות חוב של חברות BVI דווקא ל"אג"ח זבל", אלא כזו המלמדת על כך שקיים סיכון אשר מצדיק גילוי ייחודי כאמור. תשתית שכזו אכן הוצגה.

ג. טענות לגוף ההוראה

61. משער עתה נבחנו הטענות ביחס למישור הסמכות ומישור ההליך, יש להידרש לטענות ביחס לגוף ההוראה. לעניין זה נטען כי ההוראה מפלה באופן פסול את העותרות; בלתי מידתית ובלתי סבירה; ואף כי טענות רשות ניירות ערך כלפי חברות ה-BVI "שגויות לגופן".

62. טרם אבחן טיעונים אלו, יש לעמוד על ההלכות שנקבעו ביחס למידת התערבותו של בית משפט זה בהחלטות דומות. בפסיקה הובהר, כי בית משפט זה אינו משמש ערכאה המחליטה במקומה של הרשות בעניינים מקצועיים שבתחום סמכותה; אינו בוחן את תבונתה או יעילותה של ההחלטה; וכי לא ימיר את שיקול דעתה של הרשות בשיקול דעתו שלו. גם אם בית המשפט סבור כי היה מחליט אחרת לו היה בנעלי הרשות, לא יתערב בהחלטתה כל עוד לא נפל בה פגם במישור החוקיות המקים עילה להתערבות במעשה המינהלי (בג"ץ 6274/11 דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ נ' שר האוצר, פסקה 11 (26.11.2012)).

יתרה מזאת, כאשר מדובר בשאלה מקצועית רגולטורית הכרוכה בשיקולים מקצועיים מובהקים ששקילתם מצריכה מומחיות מיוחדת – מתחם שיקול הדעת המוקנה לרשות הוא רחב ביותר (ע"מ 4099/20 מועצה מקומית זכרון יעקב נ' ראש אגף איכות אוויר, פסקה 43 (7.10.2021)). ביחס לרשות ניירות ערך ומתחם הסבירות הרחב המוקנה לה, קבע הנשיא מ' שמגר: "מיתחם הסבירות של הרשות ייקבע בהתחשב בכך שהיא גוף מקצועי, האמון על ביצוע תפקידיו" (עניין ברנוביץ, בעמוד 837).

63. תחילה לטענות העותרות להפליה פסולה. טענות אלו נסתרות כבר מן התשתית העובדתית שבבסיס ההוראה, אשר עליה עמדתי לעיל. תשתית עובדתית זו מלמדת על הבחנה רלוונטית בין חברות ה-BVI לחברות "ישראליות" ומצדיקה יחס רגולטורי שונה. אף קשה לדרוש דין אחד לחברות ה-BVI ולחברות אשר התאגדו בישראל, שכן חברות ה-BVI אינן נתונות לאותו משטר פיקוח של חברות המאוגדות בישראל וככלל, אף אינן מפותחות על ידי גורם זר. השונות הרלוונטית שבין המקרים ברורה, ומכאן שניתן בהחלט להצדיק יחס שונה מצד רשות ניירות ערך כלפי חברות ה-BVI.

זאת ועוד, ההשוואה אותה עורכות העותרות בין חברות המאוגדות בישראל המחזיקות בנכסים "מסוכנים" לבין חברות ה-BVI, אינה מדויקת. לא על בסיס הסיכון שבהחזקת הנכסים עצמם – לרוב נדל"ן בצפון אמריקה – ראתה רשות ניירות ערך לקבוע את ההוראה, אלא על בסיס הסיכון הנובע, בין היתר, ממקום התאגדות חברות ה-BVI; אופן החזקת הנכסים; והמסגרת המשפטית הנגזרת מכך.

64. יש לציין, כי בעתירה הוגדרו העותרות וחברות דומות כ"חברות האג"ח האמריקאיות" אולם הגדרה זו אינה מדויקת. נכון יותר להגדירן כאמור כ"חברות BVI". לשיטת רשות ניירות ערך, בחירתן להתאגד ב-BVI נעשתה, ככל הנראה, משיקולי מס. עוד עמדה הרשות על יתרונות נוספים מבחינת חברות להתאגדות ב-BVI כחיסיון יחסי על פרטי החברה והעדר נוקשות לגבי כללי ממשל תאגידי.

כמו כן, לפי מודל ההנפקות של חברות ה-BVI החברה מוקמת לראשונה לצורך הנפקת החוב ומאוגדת ב-BVI כחברה פרטית. עם ההנפקה מעביר בעל השליטה את זכויותיו בחברות אמריקאיות המחזיקות בשרשור בנדל"ן בארה"ב, כאשר לעיתים מדובר רק בפלח מנכסיו אשר אוגדו לצורך ההנפקה. עוד תואר בתגובת רשות ניירות ערך, והעותרות לא חלקו על כך, כי בדרך כלל קיימות תניות חוזיות בהסכמי המימון של הנכסים ומול השותפים בחברות המוחזקות בשרשור ביחס להעברת הזכויות, ולפיכך נדרשת הסכמת המממנים או השותפים להעברת הזכויות בנכסים. תמורת ההנפקה

מועברת לחברת ה-BVI רק לאחר שמתקבלים האישורים המשפטיים להעברת הזכויות ומתקבל דיווח על השלמת העברת הזכויות.

65. ככלל, למקום ההתאגדות של החברה השפעות רבות ומגוונות. ההשפעה הרבה שיש למקום ההתאגדות על החברה עשויות ליצור תחרות בין מדינות וטריטוריות שונות על חברות באופן שעלול להביא ליצירתם של offshore havens: מקומות המושכים חברות, בין היתר, באמצעות הצעת חקיקה נוחה אשר עשויה להשתנות בתדירות גבוהה נוכח בקשות מצד המגזר הפרטי; הגבלת היכולת של משקיעים לקבל סעד נגד חברות במקרה של פגיעה; שיקולי מס; והתאמת מאפייני בתי המשפט, למשל באמצעות הגבלת שקיפות ההחלטות השיפוטיות המתקבלות בהם (William J. Moon, *Delaware's New*) William L. Cary, *Federalism ; Competition*, 114 NW. U. L. REV. 1403 (2020) (and *Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974)).

66. גם בענייננו, יש להניח כי טעמיהן של העותרות וחברות דומות להתאגד ב-BVI – עמן, וכי בחירתן זו נושאת עמה עבורן יתרונות המצדיקים אותה. יתרונות עבור חברות ה-BVI, עלולים להתברר כחסרון, או יותר נכון כסיכון נוסף, עבור המשקיעים. כך עולה גם מהתשתית הראייתית שהוצגה על ידי רשות ניירות ערך.

ניתן אף לחשוב על שורת סיכונים משפטיים אשר מגבירים סיכון זה, בפרט לאור מבנה ההחזקה בחברות הנכס. כך למשל, גם אם חברות ה-BVI עצמן מנועות מלפתוח בהליכי חדלות פירעון במדינה זרה, מה על החברות המחזיקות ישירות בנכס? מה על החברות המחזיקות בנכסים בשרשור? האם ה"שותפים" בכל אחת מחברות אלו, ככל שקיימים, נטלו על עצמם התחייבות דומה? מה המשמעות ההסכמית של פתיחת הליכי חדלות פירעון בעניינה של חברת ה-BVI בישראל במישור היחסים שבין השותפים השונים בחברות הנכס והחברות המחזיקות בחברות הנכס בשרשור? מה המשמעות המשפטית של פתיחת הליך חדלות פירעון כלפי חברות הנכס או חברות אחרות שבהן מחזיקה חברת ה-BVI על ידי נושה? הצדדים לא הרחיבו בסוגיות אלו, ולכן אמנע מלקבוע מסמרות. די לי בכך שקיימת שונות רלוונטית, ולו בהיבטים אלו, כדי להצדיק יחס רגולטורי שונה ולשלול טענה להפליה פסולה.

67. אשר לסבירות ומידתיות ההוראה והתנהלות רשות ניירות ערך – במקרים מסוג זה, ניצבת משוכה גבוהה בפני הטוען כי הרשות פעלה בחוסר סבירות קיצונית. כאמור,

עסקינן בסוגיה המחייבת מומחיות רבה, הנתונה בידי הרשות, ומכאן שמתחייב ריסון משמעותי בהפעלת ביקורת שיפוטית לגופם של דברים.

68. ההוראה בנוסחה הסופית משקפת איזון עדין. לצד הכלל, המחייב הוספת סימן קריאה (!) בנסיבות המנויות בהוראה, נקבעו בה מספר חריגים – מקום בו זכו איגרות החוב לדירוג גבוה במיוחד; ומקום בו המנהל הכללי של החברה או יו"ר פעיל שלה הוא תושב ישראל ומרבית חברי הדירקטוריון של תושבי ישראל. חריגים אלו עולים בקנה אחד עם תכלית ההוראה והסיכונים שהוצגו בעמדת רשות ניירות ערך, אשר הובילה לפרסום ההוראה.

69. מלבד זאת, מידתיות וסבירות ההוראה עולה גם מהוראת המעבר הממושכת שנקבעה (סעיף 4 להוראה). אף היא, תוצר של ההליך המדורג שבו עוצבה ההוראה.

ככלל, מועד תחילתו של מעשה מנהלי נתון לשיקול הדעת של הרשות, אשר רשאית להחליט אם ההחלטה הרלוונטית תחול באופן מידי, או במועד מאוחר יותר (זמיר, בעמוד 1339). על אופן הפעלת שיקול דעת זה נקבע זה מכבר:

"[...] מקובל עלינו, שבכל מקרה, בו מונהג שינוי בחקיקה, מן הראוי לתת את הדעת למצב הקיים ערב תחילתו של החיקוק כדי למנוע פגיעה בלתי נחוצה ובלתי מוצדקת באלה שנהגו לפני תחילתו של החיקוק בדרך שהייתה אז מותרת, ואשר צריכים עתה להתאים את עצמם להסדרים החוקיים החדשים, אך יש נסיבות, בהן מן הנמנע לקבוע תקופות מעבר, יהיה זה בשל אופיו הפיסקאלי החיוני של השינוי, המחייב הסדרים מעתה ואילך שאינם ניתנים עוד לדחייה, או יהיה זה בשל החשש לנזק מהותי, כגון במקרה שלפנינו, בו קיים, לפי חוות-דעת מוסמכת אשר המשיבים רשאים היו לסמוך עליה, החשש כי ייגרם נזק ניכר לציבור, כולו או מקצתו" (בג"ץ 396/82 ה.ש.י. - המגדר תעשיות פלדה בע"מ נ' שר התעשייה והמסחר, פ"ד לז(1) 44, 51 (1982); ראו גם: בג"ץ 2832/96 בנאי נ' המועצה הארצית של לשכת עורכי הדין, פ"ד נ(2) 582, 599 (1996)).

70. בענייננו, נקבע כי "תחילת תיקון הוראה זו לעניין אג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל – שישה חודשים מיום פרסומו באתר הרשות. על אף האמור, ביחס להשקעה בחוב של חברות נטולות זיקה לישראל אשר אגרות חוב שלהן רשומות למסחר בישראל ערב פרסום התיקון, תחילת תיקון ההוראה תהיה שלוש שנים מיום פרסומה." הוראת מעבר זו קובעת פרק זמן משמעותי לצורך היערכות, תוך שהיא מבדילה בין העותרות

וחברות אחרות אשר אגרות החוב שלהן רשומות כבר למסחר בישראל – לבין חברות שטרם נרשמו למסחר בישראל. לא הוצג לפנינו הסבר של ממש מדוע אין מדובר בפרק זמן מספק.

71. מידתיות וסבירות ההוראה ניכרת גם ממהותה – לא הוטל איסור על החזקת אגרות חוב של חברות BVI. אף לא נקבעה מגבלה נוספת עליהן להנפקת אגרות החוב. ענייננו בדרישת גילוי בלבד.

בחירת רשות ניירות ערך להחיל את ההוראה באופן גורף בעניינן של חברות נטולות זיקה לישראל, ולא לעשות כן במסגרת בחינה קונקרטית של כל חברה וחברה, מצויה בליבת שיקול הדעת הרגולטורי שלה. היא מערבת היבטים מובהקים של מומחיות, כמו גם שיקולי עלות-תועלת. אל לנו להיכנס לנעלי הרשות ולערוך במקומה איזון זה. די לנו בכך שהחלטת הרשות אינה בלתי-מידתית, כשם שהיא אינה בלתי-סבירה באופן קיצוני.

72. אף לא נפל כל פגם של חוסר סבירות בשל שינוי מדיניות רשות ניירות ערך: ראשית, ספק אם ניתן לראות בהוראה כשינוי מדיניות כה חד, כנטען על ידי העותרות. זאת, בין היתר בשים לב ל"ריכוך" ההוראה משלב הטיוטה הראשונה ועד לנוסחה הסופי ובראי הוראת המעבר הממושכת אשר נקבעה; שנית, במקרים מסוג זה, הרשות ממילא אינה כבולה למדיניות שבה נקטה עד כה. נהפוך הוא, מצופה ממנה לעשות שימוש בסמכויותיה על מנת להגיב להתפתחויות בשוק ההון; שלישית, אף לא הובא לפנינו מצג קונקרטי וממשי של הרשות אשר היא כביכול פועלת כעת בניגוד לו.

73. משכך, גם פגם לגוף ההוראה או במישור שיקול הדעת של רשות ניירות ערך – לא נמצא.

סוף דבר

74. ניתן להבין במידה מסוימת את עמדת העותרות. לתפיסתן, הן אשר נושאות במחיר בגין חטאיהם של אחרים, שכן בשל התנהלותן של חברות אחרות ראתה רשות ניירות ערך "להדק" את הרגולציה גם בעניינן. אף אם אכן כך, לנגד עיני הרשות שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. הרשות פעלה בהתאם לסמכותה; לא הוצג פגם בשיקול דעתה, לא כל שכן פגם המצדיק התערבות; ולא נמצא פגם אחר בהוראה או בהליך פרסומה.

75. אציע אפוא לחבריי כי נדחה את העתירה וכי העותרות יישאו בהוצאות המשיבה בסכום כולל של 50,000 ש"ח.

ש ו פ ט

השופט י' כשר:

אני מסכים.

1. אציין, עם זאת, כי הטרידה אותי לא מעט טענתן של העותרות בדבר התשתית העובדתית עליה נסמכה רשות ניירות ערך (להלן: הרשות), בעת שהוציאה תחת ידה את ההוראה נושא העתירה (להלן: ההוראה).

2. להשקפתי, בפן המעשי ובהקשר דנן, חובת הסימון הקבועה בהוראה אכן, כנטען על ידי העותרות, מתייגת את אגרות החוב שמנפיקות העותרות "בשורה אחת עם אג"ח זבל" (סעיף 10 לעתירה). כמו כן, והגם שמסכים אני עם חברי, השופט י' אלרון, כי אין בהוראה כל איסור או הגבלה על רכישת האג"ח המונפק על ידי העותרות, עדיין נראה כי, בפועל, ההוראה עשויה/עלולה לגרום לחלק מהקרנות להגביל את עצמן ברכישת אגרות חוב שמנפיקות העותרות.

3. התשתית העובדתית עליה נסמכת הרשות, עליה עמד חברי בפסק דינו, יש בה כדי ללמד, לכאורה, כי הסיכון הקשור באגרות החוב המונפקות על ידי "חברות BVI" (כפי שהגדיר אותן חברי) עולה באופן משמעותי על הממוצע. יחד עם זאת לא ברור אם יש בתשתית העובדתית הנ"ל כדי לבסס את הכללתן של אגרות החוב הנ"ל בקבוצה אחת עם "אג"ח זבל".

4. ברם, חובת הגילוי הנוגעת לסימון בסימן קריאה (!) אינה כוללת תתי קבוצות (או שיש חובה לסימון שכזה או שלא, אין מספר סוגים של סימון כאמור) וברי כי הרשות אינה מחויבת לשנות מצב זה. משכך, סמכותה הרחבה של הרשות, כגוף רגולטורי מקצועי מובהק, כוללת לדעתי גם את הסמכות שבשיקול דעת להסתפק בתשתית

העובדתית המעידה על קיומו של הסיכון העודף, אף אם אינה מלמדת בהכרח שהסיכון זהה לסיכון האופייני ל- "אג"ח זבל", כדי לחייב בחובת הסימון כקבוע בהוראה.

ש ו פ ט

השופט ח' כבוב:

1. מצטרף אני בהסכמה לחוות דעתו המקיפה של חברי השופט י' אלרון, אליה הצטרף גם חברי השופט י' כשר – הן בתוצאתה, הן בנימוקיה. לצד זאת, מצאתי להוסיף מספר מילים על הסוגיות החשובות הניצבות במוקד העתירה דנא, ומתעוררות אגב הדיון בעניין שלפנינו.

2. כאמור, במרכזה של העתירה נדונה הוראת רשות ניירות ערך (להלן גם: הרשות) משנת 2010, המחייבת מנהל קרן נאמנות, בתנאים מסוימים, להוסיף סימן פיסוק מסוג סימן קריאה לשם הקרן. תחולתה של הוראה זו הורחבה מספר פעמים במהלך השנים, במצבים בהם סברה הרשות שיש לשקף סיכונים בהשקעה באמצעות הסימון האמור. בתוך כך, נקבע בהוראה מיום 07.11.2021, כי השקעה של קרן נאמנות באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל, תחייב אף היא, בכפוף לתנאים הקבועים בה, הוספת סימן קריאה לשם הקרן. הוראה זו, שהיא מושא העתירה, מכונה "הוראה למנהלי הקרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה, לאג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, ותאגיד בנקאי אצלו מוחזקים מזומנים ופיקדונות של הקרן (נוסח חדש – 2021)" (להלן: ההוראה).

טענתן של העותרות היא כי בהוראה נפלו פגמים רבים – המחייבים את ביטולה. הרשות מנגד טוענת, כי ההוראה היא צעד מתחייב והכרחי – וזאת, על בסיס מומחיותה, ניסיונה ואירועי העבר. בלב העתירה ניצבת סוגיית היקף סמכות רשות ניירות ערך אל מול סמכויות שר האוצר, חברות הדירוג וגורמים רלבנטיים נוספים; כמו גם מידת הביקורת השיפוטית של בית משפט זה על החלטות הרשות – ובהתייחס לכך תוספנה הערותי אלה.

3. חוות דעתו המקיפה של חברי השופט י' אלרון נחלקת, אם כן, לשלושה רבדים: הרובד הראשון, הוא במישור סמכותה של רשות ניירות ערך למתן ההוראה כאמור. בתוך כך, הועלו, ונדחו, טענות העותרות אשר לגבולותיה של סמכות הרשות אל מול שר האוצר, בהתאם לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: חוק השקעות משותפות), ובהתאם לנימוק בדבר קוהרנטיות הדינים אל מול ההוראה; נדחו טענות העותרות בנוגע לסמכות רשות ניירות ערך אל מול סמכותן של חברות דירוג האשראי, בהתאם לחוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014; ונדחו גם טענות במישור היחסים שבין ההוראה לבין הוראות חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018. הרובד השני הוא במישור הליך עיצובה ופרסומה של ההוראה, והרובד השלישי הוא במישור גוף ההוראה ותוכנה.

4. כאמור, גם אני סבור כי דין העתירה להידחות – בכל אחד משלושת מישוריה, על יסוד הנימוקים אשר פורטו בחוות דעתו של חברי, אך זאת לצד מספר מילים.

נקודת המוצא לדיון שלפנינו מעוגנת בסעיף 2 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות ערך). על-פי סעיף זה, תפקידה של הרשות הוא "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך". לצורך כך, ניתנו לרשות סמכויות שונות כגון פיקוח, בקרה, דרישת מידע ומסמכים, נקיטת הליכים משפטיים, מעצר, תפיסת נכסים ועוד. סמכויות אלו אף מקימות לרשות, בחלק מן המקרים, חובה כלפי ציבור המשקיעים – לזהות פעילות הטעונה פיקוח, ולפעול לאסדרתה.

הסימון המתחייב מכוח ההוראה מושא העתירה שלפנינו הוא באמצעות סימן אזהרה כלפי ציבור המשקיעים. תפקידו לאותת למשקיע הסביר על אודות הסיכון היחסי הנשקף מהשקעה באפיק מסוים אל מול בחירה באפיק חלופי לו. בכל הנוגע לחברות BVI, למשל, מניחה הרשות כי מדובר בחברות שהיקף המידע לגביהן מצומצם יותר ונגיש פחות – ועניין זה, כשלעצמו, משפיע מטבע הדברים על אפקטיביות הפיקוח, כמו גם על היקפו ועומקו. מאפיינים אלו, מקימים לעמדת הרשות אותות אזהרה שאל לו למשקיע הסביר לעצום עיניו אל מולן. וראו בעניין זה את האמור בדברי ההסבר לתיקון ההוראה:

"סיכונים אלה כוללים אי הכרה והבנה מספקת של הרגולציה הזרה; קשיי תקשורת בין הנהלת החברה, שמושבה בחו"ל, למשקיעים הישראליים ולרשות; סיכון מוגבר לליקויים בדוחות הכספיים אשר בא לידי ביטוי בהיקף גדול יותר של תיקונים לדוחות הכספיים ביחס ליתר החברות הבורסאיות; סיכון מוגבר לאי עמידה בחובות גילוי למשקיעים ובכללי ממשל תאגידי, אשר

נלמד מהניסיון המצטבר של סגל הרשות בעניין, וכולל מספר מקרים בהם הופרו חובות אלו אשר התבטאו, בין היתר, בכך שמספר הליכי האכיפה בהם נקטה הרשות נגד חברות ללא זיקה לישראל הנו גדול ביחס לחברות אחרות; קשיים באומדן שווי נכסים שנערך על ידי מעריכי שווי זרים ולפי שיעורי תשואה נמוכים מאלה הנהוגים בישראל; קושי בבחינת פעילות ונכסי התאגיד – בשל מיקום נכסיו מחוץ לישראל; כיסוי תקשורתי מוגבל ואינטרס מופחת לשמירה על מוניטין; קשיי אכיפה וניהול הליכים משפטיים; ולבסוף – קשיי תמחור וניתוח היבטים פיננסיים בפעילות החברה – המתבטאים כאמור גם במרווחי תשואה גבוהים מאגרות חוב קונצרניות בדירוגים מקבילים. סיכונים אלו עשויים להיות רלוונטיים גם בתאגידים אשר התאגדו בישראל אך פועלים בחו"ל, אולם הסיכון העודף בחברות נגזר מקיומם המצטבר של הקשיים האפשריים המאפיינים ככלל חברות שהן מקום ההתאגדות, הן עיקר הבעלות והניהול שלהן הוא מחוץ לישראל. כאשר מתקיימים מאפיינים אלו ומונפקות אגרות חוב לציבור רק בישראל, הנסחרות אך ורק בישראל, מתקיים מצב דברים חריג בו אף אין פיקוח בידי גורם זר" (דברי ההסבר להוראה, בעמוד 4, מיום 07.01.2021).

הסבת תשומת ליבו של המשקיע לכך, היא בסמכותה – והיא אף מחובתה – של רשות ניירות ערך. הרשות, ולא אף גורם חלופי אחר שהועלה על-ידי העותרות, היא-היא 'סוכן השטח' של ציבור המשקיעים. היא נוכחת וחיה את עולם המסחר השוטף, והיא משמשת מאסדר ייעודי לצורך הגשמתן של תכליות היסוד הניצבות בבסיס דיני ניירות ערך. למעשה, תפקידה של הרשות כרגולטור הוא לצמצם את הסיכונים להם חשופים משקיעים פרטיים בשוק ההון, ולהגן עליהם באמצעות אסדרת השוק (ראו: ע"א 2906/01 עיריית חיפה נ' מנורה חברה לביטוח בע"מ, פסקה 23 (25.05.2006)) – וכך השתכנעתי כי מבקשת הרשות לעשות גם בעניין שלפנינו.

5. ודוק, רשות ניירות ערך היא רשות מאסדרת. על תפקידו וחיבתו של המאסדר, עמדתי בהרחבה לא פעם. בתוך כך, הדגשתי את יכולתו של המאסדר לראות את האינטרס הציבורי הרחב, ואת התמונה המלאה של התחום המצוי תחת פיקוחו. כך גם הודגשה על-ידי העובדה, כי המאסדר משמש כנאמן הציבור, ולנגד עיניו עומד, ככלל, האינטרס הציבורי וטובת השוק המפוקח בכללותו (ראו, גם: חאלד כבוב, רעות אברהם-גדליה ונדב קליין "המאסדר כידידו של בית המשפט" (טרם פורסם), צפוי לראות אור במהלך 2023)). על מאפייניהן הייחודיים של רשויות מאסדרות, עליהן נמנית גם רשות ניירות ערך, עמד השופט ד' מינץ בדנ"א 4960/18 זליגמן נ' הפניקס חברה לביטוח בע"מ, פסקאות

8-7 לחוות דעתו (04.07.2021) (להלן: עניין זליגמן), שם קבע, בין היתר, את הדברים הבאים:

"אחד המאפיינים המרכזיים של המדינה המודרנית הוא האסדרה. אסדרה באה לידי ביטוי בשלוש פעולות שלטוניות עיקריות: יצירת כללים, פיקוח עליהם ואכיפתם או ביצועם (בג"ץ 8205/17 פרטנר תקשורת בע"מ נ' שר התקשורת, פסקה 33 (22.5.2018); איילת הוכן, אלון חספר ודן לרגמן "מדברים על רגולציה: על המושג 'רגולציה' ומקומו במשפט הישראלי" מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות 47, 60 (ישי בלנק, דוד לוי-פאור ורועי קרייטנר עורכים, 2016)). האסדרה בישראל מקיפה וכוללת תחומים בעלי מורכבות רבה. מרכיב עיקרי בהליך האסדרה הוא מומחיותו של המאסדר בתחומו, והשאלות המונחות לפתחו כרוכות מטבען בשיקולים מקצועיים מובהקים ששקילתם מצריכה מומחיות מיוחדת וביצוע איזונים מורכבים (ראו: בג"ץ 6274/11 דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ נ' שר האוצר, פסקה 11 (26.11.2012))" (ההדגשה הוספה – ח.כ.).

6. כן יפים לעניין זה דברי השופטת ע' ברון בע"א 6187/15 פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ במעמדה כנאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ" נ' צולר (28.5.2018) (להלן: עניין פסגות):

"על פי ההגדרות המקובלות, רגולציה (regulation), או: 'אסדרה' היא מערכת כללים מחייבים, שגלווה לה גורם שאמון על הפיקוח לציות לאותם כללים ולאכיפתם. לפיכך תפקידו של הרגולטור נחלק לשניים. האחד – הסדרת נורמות שתכליתן קביעת מדיניות וכללי התנהגות בתחום פעילות מסוים (לרוב ביחס להתנהלות הגופים הפרטיים שפועלים באותו ענף). השני – פיקוח והפעלת מערך בקרה מנהלי על הציות לאותן נורמות רגולטוריות, ואכיפה של הנורמות במקרים של הפרות... הרגולטור איננו המנהל של החברות הפרטיות שנמצאות תחת פיקוחו – הוא מהווה עין פקוחה, שכבת הגנה חיצונית אפשר לומר, על ההתנהלות של אותם גופים" (פסקה 37) (ההדגשה הוספה – ח.כ.).

7. זו היא פריזמת ההתבוננות דרכה ראוי ונכון לפרש הוראות היוצאות תחת ידה של רשות ניירות ערך – ועל יסוד כך מתחייבת, לטעמי, המסקנה, לפיה אין מקום להתערב בתוכנה של ההוראה בעניין שלפנינו. ודוק, כאמור, רשות ניירות ערך היא הגורם המוסמך ובעל הניסיון המקצועי בכל הנוגע לאסדרתו של שוק ההון בישראל. מקצועיותה, בקיאותה וחיבורה עם השטח; ידיעתה בנוגע למגבלת המשאבים המובנית שלה; וכן היכרותה עם היקף פעילותם של הגופים המפוקחים, ומידת האפקטיביות של קביעת

הוראה כזו או אחרת – כל אלה, נותנים בידה יתרון משמעותי באסדרתו המיטבית של השוק.

זאת ועוד, ריכוז התפקידים שהופקדו בידה על-ידי המחוקק, לרבות סמכויותיה המעין חקיקתיות, סמכויות האכיפה והתפקידים המעין שיפוטיים שהוקנו לה – מחייבים אותה, באופן רציף ויומיומי, בקביעת, יישום ופירוש ההנחיות המכוונות את התנהגות השוק. מכוח מומחיות זו, ניכרת גם יכולתה לגבש פתרונות יצירתיים וגמישים במבט צופה פני עתיד (וראו גם: עניין זליגמן, פסקה 4 לחוות דעתו של השופט ד' מין; ע"א 6313/19 רשות ניירות ערך נ' רותם שמואל, פסקה 8 לחוות דעתו של השופט ד' מין (11.04.2022) (להלן: עניין שמואל)).

החלטת הרשות לקביעת ההוראה בעניינו כ"צעד מתחייב על בסיס מומחיותה, ניסיונה ואירועי העבר" – מושתתת על כל אלה, ואיני סבור כי יש מקום להתערב בכך.

8. ועוד, בבואנו לבחון פעולה של רשות לפיקוח ולאסדרת שוק, מראש (ex ante), עלינו לשוות לנגד עינינו גם את ההשלכות אשר עשויות להיות באי-אסדרה, מצב אשר חושף את הרשות לחבות בגין נזקים שעלולים להיגרם בשל אי-הפיקוח כאמור, בדיעבד (ex ante). כפי שהודגש בעניין וייס בהקשר זה, הטלת אחריות יתר על גופי הפיקוח עלולה להביא לעיוות שיקול הדעת של הרשות, כך שיינתן משקל רב מדי לאחריות הנזיקית שבה הרשות עלולה לשאת, ומשקל מועט מידי לתועלת החברתית של פעילויותיה (שם, בעמ' 181) – ומצב זה אינו רצוי.

9. אכן, הפסיקה הכירה בכך כי בבואו של בית המשפט להטיל אחריות נזיקית על המדינה בגין רשלנות לכאורה בהפעלת סמכויות שלטוניות כדוגמת פיקוח ואכיפה, נדרש הוא לנקוט במשנה זהירות (עניין וייס, בעמ' 189). אחד החששות העולים במקרה זה הוא כי המדינה עלולה להפוך "למעין 'מבטח על' של כל הפעילות במשק בכל תחומי החיים שלגביה יש למדינה סמכויות פיקוח, רישוי והסדרה" (כלשון השופט י' עמית בע"א 7008/09 עבד אל רחים נ' עבד אל קאדר, פסקה 45 (07.09.2010) (להלן: עניין עבד אל רחים)). אך זהירות נדרשת זו כשלעצמה, אין בה די. שכן ביטולה של ההוראה עלולה "למשוך" לכיוון ההופכי ולהגדיל את חשיפת הרשות לאחריות המשפטית. כלומר, ביטול ההוראה בעניין שלפנינו עלול להעמיד את הקופה הציבורית כרשת ביטחון לכיסוי הפסדיהם של משקיעים אשר יבחרו להשקיע את כספם בהשקעות מסוכנות מעין אלו, לצורך השאת רווחים מיטבית (ראו: ע"א 2394/18 פלוניס נ' משטרת ישראל, חוות דעתו

של השופט ע' גרוסקופף (10.04.2019); ואילו הותרת ההוראה על כנה, נועדה למנוע זאת, לכתחילה.

10. כך גם לגופה של ההוראה, סבורני כי יש בה כדי להלום את עקרון הגילוי הנאות, המהווה עקרון יסודי בדיני ניירות ערך. כידוע, שוק ההון נשען על זרימה בלתי פוסקת של מידע, שמשמש בסיס מבחינת ציבור בעלי המניות לביצוע עסקות – ולא לשווא מתואר המידע בתור "סם החיים הזורם ללא הרף בעורקיו של שוק ניירות הערך" (יוסף גרוס וניצה מימון-שעשוע "הנעה בתרמית לביצוע עסקה בניירות ערך" הפרקליט מד 181, 191 (התשנ"ט)). התפישה הניצבת בבסיס כך, היא שרק גילוי נאות יאפשר למשקיעים להחליט באופן רציונאלי מה יעשו, ובה בעת ירתיע בעלי כוח או מקורבים מהתנהלות פסולה, בשל הפיקוח על פעילותם. משכך, מושכלות היסוד הן כי עקרון הגילוי הוא תנאי הכרחי לקיומו של שוק הון תקין, אמין יעיל ומשוכלל (ראו למשל: ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פסקה 60 (2.6.2005); מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 32-33 (2006)).

11. לצד האמור, אדגיש, ברי כי אין להסיק מדבריי שיש לשאוף לגילוי עד בלי די. שהרי לא בכדי ספוג חוק ניירות ערך כולו בדרישת המהותיות, מתוך תפישה כי ויסותו של הגילוי חשוב לא פחות. ודוק, מחד גיסא, המטרה היא להבטיח שמידע בעל חשיבות להשקעתם לא יעלם מעיני המשקיעים; מאידך גיסא, ישנה שאיפה שמידע חסר חשיבות למשקיעים דווקא כן יעלם מעיניהם, על-מנת למנוע הצפה של השוק במידע מיותר, לצד רצון למנוע עומס על התאגיד (ע"פ 4675/97 דחוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337, פס' 15 לחוות דעתו של השופט מ' חשין (1999); לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך – חובת הגילוי 177 (2009)). אולם, לגופו של עניין – איני מוצא בהוראה כפוגמת בשטף המידע, באופן המערער את איזונו בשוק ומטהו לכיוון שעולה על מידת המידע הנדרשת.

12. ויוטעם, כי בחברות ציבוריות מקבל כל האמור משנה תוקף. שכן, ככל שגדל פיזור ההחזקות בקרב הציבור, כך, ביחס ישיר, נחלשת עוצמת הפיקוח של בעלי המניות עצמם – ומצטמצמת מידת מעורבותם בנעשה בחברה. זאת, באופן המעצים את חשיבות הפיקוח של המאסדר. האדישות הרציונלית שמאפיינת את בעלי המניות, מטבעה, מובילה לא אחת – למעורבות דלה מצדם. שהרי שיעור ההחזקה הנמוך של כל משקיע מעקר את יכולתו להשפיע באופן ממשי על קבלת ההחלטות בחברה, וכך הופך את השקעת המשאבים הכרוכה במעורבות פעילה בחברה, ללא כדאית עבורו. דברים אלו נכונים גם ביחס למוטיבציה לברר, להשקיע ולדלות מידע על אודות החברה ועסקיה. בהתייחס לחברות המאוגדות במדינות זרות, כפי שבעניינו, מועצמים קשיים וכשלים אלו. לפיכך,

מתן אות האזהרה בדמות סימן קריאה לגבי חברות אלו, מהווה במובן זה את האיזון הראוי אותו מצאה הרשות בעניינן של חברות BVI, על מאפייניהן ואפיוניהן הייחודיים.

13. כפי שנקבע על-ידי השופט א' ריבלין בהקשר אחר, פיקוחה של המדינה נועד לשמור גם – ואולי בעיקר – על אותם משקיעים אשר "מפקירים עצמם" לביצוע השקעה כזו או אחרת, מבלי להקדים לכך די בדיקות ובירורים. משקיעים אלו נסמכים על ההנחה כי הרשות פוקחת עיניה כדי להבטיח שהדברים הנגלים לעיניהם הם דברים כהווייתם (ע"א 8526/96 מדינת ישראל נ' פלוני, פסקה 33 (18.11.2004) (להלן: עניין פלוני); וראו ת"א 11283-09-16 שמואל רותם נ' רשות ניירות ערך, פסקה 27 (24.06.2019)). דברים אלו יפים גם בכל הנוגע לבחירת אפיק השקעה כזה או אחר – כאשר סמכויות הפיקוח הנתונות לרשות נועדו להגן, גם, על ציבור המשקיעים ה"בלתי מתוחכמים" אשר אינם עורכים בדיקות עומק בטרם השקעת כספם (ראו בהקשר זה, גם: בג"ץ 1715/97 לשכת מנהל ההשקעות נ' שר האוצר פ"ד נא(4) 367 (1997)). אין לחדד בחשיבות האמור, שעה שנהוג לראות ברוכש ניירות הערך הטיפוסי כרוכש פסיבי, שממעט לקרוא לעומק את הדיווחים שהמנפיק מפרסם ושמסתמך על מנגנוני השוק (ראו למשל: שרון חנס ואלון קלמנט "חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בגין הטעיה בניירות-ערך" עיוני משפט לה 639, 670 (2013)).

14. חזרה לענייננו. תכלית ההוראה שיצאה תחת ידה של הרשות היא לאפשר לציבור המשקיעים לבחור באפיק השקעה מסוג זה "בעיניים פקוחות", תוך מודעות לסיכונים הכרוכים בכך – שיזהר לו המשקיע ובל "יניח מעותיו על קרן הצבי". בעת קביעת ההוראה כאמור, הובאו במכלול שיקולי הרשות גם שיקולי מדיניות רחבים – וביניהם: אופי הפעילות בשוק ההון, הכולל מטבעו סיכונים; חשש מהרתעת יתר; חשש משליחת מסר נורמטיבי בעייתי כלפי משקיעים; ומניעת גלגול נזקי המשקיעים לכתפי הכלל. שיקולים אלו מתחייבים נוכח תפקידה הציבורי של הרשות, ושעה שזו הייתה מסקנתה בנדון – איני סבור כי יש להתערב בכך.

15. בשולי הדברים אתייחס לטענת העותרות אשר לתפקידן של חברות הדירוג, וביחס לגבולות פעולתה של הרשות אל מול גבולות פעילותן של החברות הללו. בקצירת האומר יוער כי תכליתו של דירוג אגרות החוב, היא הערכת סיכויי פירעון האגרות במועד פירעונן הנקוב באגרות, לתועלתם של מחזיקי האגרות או המתעניינים ברכישת אגרות אלו. מטבע הדברים, הערכה כזו מחייבת התייחסות לגורמים רבים, בהם: מצב השוק הרלבנטי בתקופה הרלבנטית, הערכת פעילות מנפיקת האגרות ונכסיה וסיכוייה להצליח בעסקיה ולצבור בקופתה כספים או להעמיד מקורות מימון שיאפשרו לה לפרוע את החוב

לבעלי האגרות בהגיע עת הפירעון (בש"א (ת"א) 23686/08 TMI LIMITED נ' מעלות (28.12.2008)). אולם, אין בסמכותן של חברות דירוג האשראי כאמור כדי לגרוע מסמכותה של רשות ניירות ערך, בראי מכלול הנימוקים עליהם עמדתי בהרחבה לעיל. כאמור, בשונה מחברות דרוג האשראי, הרשות היא הגורם המאסדר – ומכוח היותה כזו, עומדים לנגד עיניה שיקולים רחבים יותר, אשר ראוי ונכון שהם אלו שיכוונו בסופו של יום את שוק ההון בישראל.

16. מכל אלה, כפי שנאמר, מצאתי להצטרף לחוות דעתם של חבריי – ולקבוע כי יש לדחות את העתירה שלפנינו, תוך חיוב העותרות בהוצאות, כאמור בחוות דעתו של השופט י' אלרון.

ש ו פ ט

הוחלט כאמור בפסק דינו של השופט י' אלרון.

ניתן היום, י"ג בניסן התשפ"ג (4.4.2023).

ש ו פ ט

ש ו פ ט

ש ו פ ט