

אחריותם האזרחית של חתמים בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור

נעם שר*

המאמר עוסק בשאלה אם ראוי להטיל על חתמים בהנפקה ראשונה של ניירות-ערך לציבור אחריות משפטית-אזרחית לנזק שנגרם למשקיעים בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה. הדיון נערך לפי שיטת הניתוח הכלכלי של דיני הנויקין. בהתאם לכך נבחנת ההשפעה של הטלת האחריות על השגת המטרות של הכוונת התנהגות ושל פיזור נזק בהיבטים של יעילות וחלוקת רווחה. זאת, בהתבסס על שני מודלים המדמים את התהליך של קבלת ההחלטות על-ידי מנהל קונסורציום החתמים: מודל המתאר את התהליך של קבלת ההחלטות בדבר איכותן של בדיקות הנאותות (Due Diligence) של מנהל הקונסורציום; ומודל מימוני המתאר את דרך קביעת מחירם של ניירות-ערך המונפקים בשיטה של בניית ספר-הזמנות (Bookbuilding Method). התזה העיקרית במאמר היא שהתנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום יוצרת עלויות כבדות בפועלתו של מנגנון ההקצאה של ניירות-הערך, וכי תופעה זו יש בה כדי להצדיק את הטלת האחריות.

במודל הראשון מתוארת בעיה של סיכון מוסרי (Moral Hazard) בתהליך קבלת ההחלטות, שאינה נפתרת במלואה על-ידי כוחות השוק. במודל השני מנהל הקונסורציום קובע את שיעור ההקצאה למשקיעים קבועים מיוחדים, למשקיעים קבועים שאינם מיוחדים וליתר המשקיעים, וכן את מחיר ההנפקה, באופן שמשא את תועלתו. בשיווי-משקל הוא מצליח לגרום לכך שרק חלק מהמשקיעים

* מרצה, בית ספר רדוינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה. המאמר מבוסס על עבודת דוקטורט שנעשתה באוניברסיטת תל-אביב. המחבר מבקש להודות למנחת העבודה ד"ר אירית הביב-סגל על עזרתה הרבה ועל תמיכתה. תודתי נתונה גם לפרופ' אוריאל פרוקצ'יה, למשתתפי הסמינרים המחלקתיים של בית ספר רדוינר למשפטים במרכז הבינתחומי הרצליה ושל הפקולטה למשפטים באוניברסיטת בר-אילן, ולקוראים נוספים של גרסות שונות של העבודה על הערותיהם המועילות. עוד אבקש להודות למערכת משפט ועסקים - ליאור דוידאי, ארו שחם, אריאל דינוביצקי, רועי שפירא ותומר גינזברג - על עבודתם המדויקת והנאמנה.

הקבועים עושים הערכת שווי לניירות-הערך המוצעים, במידה המאפשרת השגת יעילות בבניית עקומת הביקוש של השוק.

במודל הראשון תפקידו של הדין הוא לסייע בפתרון בעיית הסיכון המוסרי. במודל השני הדין מסייע בפעולתו של מנגנון ההקצאה על-ידי השוק בכך שהוא מאפשר למנהל הקונסורציום לרכז את בדיקות הנאותות אצלו, וליצור מנגנון שאוכף עריכת בדיקות ברמה המיטבית על-ידי המשקיעים השונים. הדין מסייע גם למשקיעים הקבועים להעביר ביקושים ריאליים לניירות-הערך. בדרך זו מושג שיווי-משקל שבו מתקיים מחיר המשקף את מלוא שוויים המוערך של ניירות-הערך המוצעים (בהפחתה מכוונת, המתבטאת בתת-מחור (Underpricing)). היסכון נוסף בעלויות שהדין מאפשר הוא הקטנת העלויות העקיפות של תופעת התת-מחור. גם בשוק שלאחר ההנפקה מנהל הקונסורציום פועל באופן אסטרטגי כדי להשיא את רווחיו באופנים שונים, ביניהם שימוש באופציית הקצאת-היתר ב"הנפקות חמות" (Hot Issues) והקצאת ניירות-ערך למשקיעים ארעיים (Flippers). נראה שלדין יש השפעה ממתנת על השלכות התנהגותו של מנהל הקונסורציום. זאת, מאחר שהוא מקטין כנראה את שיעור התת-מחור המיטבי בשיווי-משקל. יתרון נוסף נובע מכך שהטלת האחריות על מנהל הקונסורציום מחזקת את כוחו באכיפת מנגנוני פיקוח יעילים על מנהלי החברה. טיעונים נוספים להצדקתה של הטלת האחריות הם, בין היתר, השפעתה החיובית על הפחתת העלויות של מנגנון פיזור הסיכון בשוק הראשוני. לסיכום, המסקנה משילוב השיקולים היא שהטלת האחריות צפויה להשיא את הרווחה הכלכלית.

מבוא

פרק א: שאלת הכוונת ההתנהגות

1. שאלת הכוונת ההתנהגות – היבטי יעילות
 - (א) מודל של סיכון מוסרי (Moral Hazard)
 - (ב) מודל של תת-מחור (Underpricing)
 - (ג) השפעת הדין על התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה
 - (ד) הפיקוח על מנהלי החברה
 - (ה) שיקולי יעילות אחרים
2. שאלת הכוונת ההתנהגות – היבטים של חלוקת רווחה
 - (א) חלוקת הרווחה בין החברה, מנהלי החברה והחתמים
 - (ב) חלוקת הרווחה בין המשקיעים לסוגיהם לבין המתווכים הפיננסיים השונים
3. שאלת הכוונת ההתנהגות – סיכום: היבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה

- פרק ב: שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח
1. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – היבטי יעילות
 - (א) פיזור הנזק וביטוח בשוק הראשוני – תיאור עובדתי
 - (ב) תוספת היעילות מפיזור הנזק באמצעות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום
 - (ג) הפחתת היעילות מפיזור הנזק באמצעות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום
 - (ד) "הסיכון בהנפקות הינו סיכון ספציפי ולכן המשקיעים יפזרו אותו בצורה הטובה ביותר" – בחינת הטיעון
 2. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – היבטים של חלוקת רווחה
 - (א) חלוקת הרווחה בין החברה, מנהלי החברה והחתמים
 - (ב) חלוקת הרווחה בין המשקיעים לסוגיהם לבין המתווכים הפיננסיים השונים
 3. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – סיכום: היבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה
- פרק ג: השפעות ההדדיות של ההסדר בתחום הכוונת ההתנהגות ושל ההסדר בתחום פיזור הנזק וביטוח
- פרק ד: המודל הניזקי – סיכום

מבוא

לפי הדין הנוהג בארצות־הברית ובישראל, על חתמים בהנפקה של ניירות־ערך לציבור מוטלת אחריות משפטית־אזרחית לנזק שנגרם למשקיעים בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה.¹ סטנדרט האחריות שמוטל על חתמים לפי דינים אלה הוא רשלנות,

1 בארצות־הברית, סעיף 11 ל־The Securities Act of 1933 (15 U.S.C. §77k (1933)) הינו הסעיף הפופולרי לתביעות נגד חתמים. הסעיף מטיל אחריות אזרחית על החותמים על מסמכי הרישום, על המנפיקה, על הדירקטורים שלה, על המומחים שחתמו על חוות־דעת שצורפו לתשקיף ההנפקה ועל החתמים. על־פי סעיף 11(a) לחוק, האחריות מוטלת "in case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading" (להלן: פרט מטעה). בישראל מוטלת אחריות דומה, בשינויים מסוימים, על

ונטל ההוכחה עליהם, קרי, עליהם יוטל להראות כי הפרטים המטעים בתשקיף נכללו בו לא בשל רשלנותם. הנושא המרכזי של המאמר הוא מציאת תשובות לשאלה אם לפי גישת הניתוח הכלכלי של המשפט בכלל והניתוח הכלכלי של דיני הנזיקין בפרט ראוי להטיל אחריות זו בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור (IPOs) על מנהל ראשי של קונסורציום חתמים ועל יתר החתמים.

בסוף שנת 2001, לאחר עשור של צמיחה בשוקי ההון בעולם, הגיע מספר החברות שהיו רשומות למסחר בבורסות שחברות ב־World Federation of Exchanges (FIBV) ל־35,001, לעומת 25,980 עשר שנים קודם לכן. בשנת 2001 גייסו חברות מקומיות בהנפקות ראשונות לציבור בבורסות אלה יותר מ־118 מיליארד דולר (במחירי 2001). זאת, לאחר שיא של כ־364 מיליארד דולר בשנת 2000 (במחירי 2001).² בשנים 1980–2001 הגיע מספר החברות שהנפיקו לראשונה ניירות-ערך לציבור בארצות-הברית לבדה ל־6,249. מספר זה משקף ממוצע של יותר מהנפקה אחת של חברה חדשה בכל יום מסחר. היקף גיוס ההון מן הציבור בארצות-הברית (ב־IPOs) הגיע בתקופה זו לכ־488 מיליארד דולר (במחירי 2001), שהינם בממוצע כ־78 מיליון דולר לכל הנפקה.³

בישראל היקף הפעילות בשוק הראשוני הינו קטן בהרבה. בשנים 1990–2001 חל גידול ניכר בהיקף הפעילות בשוק זה. מספר החברות שניירות-ערך שלהן נסחרים בבורסה גדל מ־271 בסוף שנת 1990 ל־615 בסוף שנת 2001.⁴ בשנים אלה גייס המגזר העסקי בשוק ההון – באמצעות מניות, ניירות-ערך המירים ואגרות-חוב (בכל סוגי ההנפקות) – סכום כולל של כ־61.5 מיליארד ש"ח (במחירי 2001). יחד עם הפרטות הממשלה, הגיע סכום הגיוס (בכל סוגי ההנפקות) לכ־79 מיליארד ש"ח (במחירי 2001).⁵ להנפקת ניירות-ערך לציבור בשוק ההון יש תפקיד כלכלי רבי-חשיבות, בהיותה אמצעי מרכזי לגיוס הון על-ידי חברות לצורך השקעה שמאפשרת צמיחה כלכלית, מחד גיסא, ומכשיר מרכזי לחיסכון על-ידי הפרטים, מאידך גיסא. לייעילות פעולתו של שוק ההון – הן של השוק הראשוני, שבו נעשית הנפקת ניירות-הערך, והן של השוק המשני, שבו מתנהל המסחר בהם – יש חשיבות מכרעת לצורך השגת הקצאה יעילה של המקורות בכלכלה המודרנית.

אותם נתבעים פוטנציאליים. זאת, מכוח סעיפים 1 (הגדרת "פרט מטעה"), 22, ו־31–34 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541 (להלן: חוק ניירות-ערך).

2 ראו: World Federation of Exchanges Annual Report (2001) 111–112, available at <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=252> (6.4.2005).

3 ראו פתיחת המאמר: Jay R. Ritter & Ivo Welch "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations" 57 J. of Fin. (2002) 1795.

4 "סיכום פעילות שנתית" החודש בבורסה (1990); "סיכום פעילות שנתית" החודש בבורסה (2001). רוב ההנפקות החדשות נערכו בשנים 1991–1994.

5 שאול ברונפלד, קובי אברמוב "עשור הזהב של שוק המניות: הישגים והחמצות" רבעון לבנקאות 37 (תשס"א) 26–42. נגיש גם ב־<http://www.tase.co.il/portal/pdf/pdf-m/> 58787.pdf (13.3.2005).

חלק ניכר מן הפעילות בשוק ההון נעשה באמצעות מתווכים פיננסיים. בשוק ההנפקות פועלים בין היתר חתמים, שתפקידם המסורתי הוא להפיץ את ניירות-הערך המוצעים ולהעניק מעין ביטוח להנפקה. זאת, באמצעות התחייבות לרכוש את ניירות-הערך המוצעים אם הציבור לא ירכוש אותם (על-פי השיטה שהייתה מקובלת באנגליה ובישראל) או לרכוש את ניירות-הערך מידי המנפיק לצורך הפצתם לציבור (על-פי השיטה המקובלת בארצות-הברית). בדרך-כלל החתמים פועלים בהנפקות במסגרת קבוצה - קונסורציום שמחלק בין חבריו את התחייבותם האמורה להפיץ את ניירות-הערך ולשמש מעין מְבַטְחִים של ההנפקה.⁶

החברה המנפיקה מתקשרת לרוב לפני ההנפקה עם חתם שמקבל את התפקיד של ניהול ההנפקה. ניהול ההנפקה בשוקי ההון המורכבים דורש מערכת ארגונית קבועה, מומחיות וידע. חתם זה - בדרך-כלל בנק השקעות או בית-השקעות גדול - מכונה "חתם מוביל" או "מנהל קונסורציום חתמים". במסגרת ניהול ההנפקה מנהל הקונסורציום עוסק, בין היתר, ביעוץ לחברה המנפיקה בכל הקשור להנפקה; במתן שירותים של בנק השקעות, לרבות ליווי ניהולי ופיננסי לפעילות המסחרית של החברה; בסיוע בהכנת התשקיף; בעריכת בדיקות הנאותות (Due Diligence) ובהערכת שוויים של ניירות-הערך הנמכרים; בקביעת מבנה ההנפקה ותנאיה; וביצירה של מערכי החיתום וההפצה של ניירות-הערך, וניהולם. המחקר מתמקד בשאלת היעילות של הטלת אחריות משפטית-אזרחית על מנהל הקונסורציום, שבשל תפקידו המרכזי בהנפקה יש לו יכולת להשפיע על מבנה ההנפקה ועל תנאיה, ובכלל זה על מחירם של ניירות-הערך המוצעים, וכן על אופן הגילוי לציבור של המידע הרלוונטי לו לצורך קבלת ההחלטה להשקיע.⁷ לאחריות המשפטית-האזרחית (וגם הפלילית) שהדין מטיל על חתמים בשל קיום פרטים מטעים בתשקיף ייתכנו השפעות מרחיקות-לכת על הפעילות בשוקי ההון. בין היתר, העמלות שהחתמים גובים בגין השתתפותם בהנפקה יהיו מן הסתם גבוהות יותר במקרה של הטלת אחריות עליהם. הבדלים אלה עלולים להסתכם בעלות של כמה מיליארדי דולרים בכל שנה בשוקי ההון השונים בעולם. כתוצאה מהטלת האחריות, לפחות באופן תיאורטי, יעילות גיוס ההון עלולה להיפגע, היקף הגיוס עלול לקטון, ובמנגנון הקצאת המקורות על-ידי שוקי ההון עלולים להיווצר עיוותים. בארצות-הברית מתרחש לאחרונה תהליך נרחב של בחינה מחדש של ההסדרים

6 המונח "חיתום" שאול מתחום הביטוח. במונחי עולם הביטוח, חיתום (Underwriting) הוא הצטרפות - באמצעות חתימה על פוליסת הביטוח - להתחייבות ביטוחית של קונסורציום של מבטחים.

7 מנהל הקונסורציום שנבחר על-ידי החברה מצרף אליו לעיתים מנהלי קונסורציום נוספים, שמקבלים עליהם תפקידים מרכזיים במנגנון ההפצה (מבלי להשתתף בניהול ההנפקה ובעריכת בדיקות הנאותות). במקרה זה הוא מכונה "מנהל ראשי של קונסורציום חתמים". לעיתים, בעיקר בהנפקות גדולות מאוד, החברה המנפיקה מתקשרת מראש עם קבוצה של חתמים שיובילו את ההנפקה במשותף.

המשפטיים בשוק ההון. בתחום הגילוי הנאות פרסמה ה־SEC (The Securities and Exchange Commission), בשנת 1998, את תוכניתה לרפורמה מקיפה, שמטרתה הגמשת הכללים בתחום זה ועידוד הנפקות לציבור.⁸ רפורמות נוספות נערכות מכוח Sarbanes-Oxley Act of 2002⁹ ובעקבות החקירות בנוגע להטיית דיווחים של אנליסטים ובנוגע להקצאת ניירות־ערך למקורבים, בעיקר ב"הנפקות חמות" (Hot Issues), שנערכו בגל הנפקות ההיי־טק שהתרחש משנת 1999 ועד מרס 2001. על־אף השינויים הנרחבים שרפורמות אלה מביאות עימן, הן אינן כוללות ויתור בתחום של הטלת אחריות על חתמים.

בישראל נערכו רפורמות בתחום הגילוי הנאות¹⁰ ובתחום החיתום.¹¹ עיקריהן של

8 ראו: 200, 202, 210, 17 CFR (30.7.1998) "The Regulation of Securities Offerings" 40632 & IC- 7606A, 34 240, 249 [Release Nos. 33 230, 232, 239 228 23519A] available at <http://www.sec.gov/rules/proposed/proposedarchive/proposed1998.shtml> (17.3.2005). בין עיקרי ההצעה: הגמשת הכללים המגבילים את התקשורת בין מנפיקים לבין משקיעים פוטנציאליים עובר להנפקה לציבור; ומתן אפשרות להכנת מצגות כתובות מסוגים שונים למשקיעים פוטנציאליים לאחר הגשת מסמכי הרישום. התוכנית עוסקת, בין היתר, בכללים שיש להחיל על חתמים בהנפקות שייעשו בצורה מהירה לפי ההצעה - "The Role of Underwriters" (Ch. IX: "The Role of Underwriters"), *ibid*, at pp. 197–211.

9 ראו: Pub. L. No. 107–204, 116 Stat. 745 (HR 3763).

10 רפורמה זו גובשה בדין וחשבון הועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו (יושב־ראש - פרופ' אמיר ברנע, רשות ניירות ערך, אדר תשס"א, מרס 2001) נגיש גם ב־http://www.isa.gov.il/download/pirsum/a88_barnea.pdf (17.3.2005). דו"ח ועדת ברנע אומץ בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד־2004, ס"ח 1946. קדם להצעת־החוק תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ב־2002. במקביל להפצת תזכיר־החוק, אישרה רשות ניירות ערך תקנות ליישום כללי הגילוי שעליהם המליצה ועדת ברנע.

11 רפורמה זו אומצה לאחרונה בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 25) (חיתום), התשס"ד־2004, ס"ח 1955 (להלן: חוק החיתום), שנחקק ביום 2.8.2004. קדמה לחוק הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 25) (חיתום), התשס"ד־2004 ה"ח 111. בין עיקרי הרפורמה: (1) אימוץ שיטה המאפשרת למנהל קונסורציום החתמים, בהנפקות גדולות המובטחות במלואן בחיתום, להקצות למשקיעים שאותם יבחר את ניירות־הערך המוצעים (כמו בשיטה הרווחת בארצות־הברית). זאת, בניגוד לחובה שהייתה קיימת קודם לחוק החיתום למכור ניירות־ערך בדרך ובתנאים השווים לכל. מחיר המכירה יהיה אחיד לכל הרוכשים, כנהוג בארצות־הברית. בהנפקות קטנות נותרה בעינה השיטה המחייבת מכרו. (2) התרת שיווק ניירות־ערך לפי טיוטת תשקיף קודם לקבלת היתר לפרסום התשקיף מרשות ניירות ערך (כפי שנהוג בארצות־הברית).

מרכיב הרפורמה, לפיו תותר הנפקה בשיטה לא־אחידה (כמו השיטה הרווחת בארצות־הברית), אומץ במסגרת חוק החיתום, סעיף 8 (הוספת סעיף 17ג' לחוק ניירות־ערך). אולם,

רפורמות אלה שאולים ממבנה הפעילות בשוק ההון בארצות-הברית ומן הדין הנוהג שם.¹² יודגש כי גם הרפורמות שנעשו בדין בישראל אינן כוללות ויתור בתחום של הטלת אחריות על חתמים.

בניגוד לגישה המעוגנת בדין בארצות-הברית וברפורמות המוצעות בו בנוגע למשטר האחריות המשפטית שמוחל על חתמים או שראוי להחיל עליהם, הכתיבה המדעית הקיימת מציבה סימני-שאלה באשר למידת יעילותו של משטר זה.¹³

התזה העיקרית במאמר היא שבמבנה הקיים של שוקי ההון, התנהגותו האסטרטגית של המנהל הראשי של קונסורציום החתמים יוצרת עלויות כבדות בפעולתו של מנגנון ההקצאה של ניירות-הערך בשוק הראשוני, וכי תופעה זו יש בה כדי להצדיק הטלת

התקנות המחילות את השיטה הלא-אחידה [הצעת תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור והוראת שעה), התשס"ד-2004] נגיש גם ב-<http://www.isa.gov.il/> download/hokim/a245_underwriting.reg_.pdf (28.7.05) טרם אושרו על-ידי שר האוצר ועל-ידי וועדת הכספים של הכנסת. לכן, למעשה, עד לקבלת האישור לא ניתן יהיה להנפיק ניירות-ערך בשיטה לא-אחידה. על-פי הצעת התקנות, תוקפה של האפשרות להנפיק בשיטה לא-אחידה יהיה לחמש שנים (כדי לבחון את הצלחת השיטה החדשה).

הרפורמה גובשה בתזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 22), התשס"א-2001, שפורסם ביוני 2001. לתזכיר-החוק קדם מצע לדיון בנושא שפרסמה רשות ניירות ערך בשנת 1997 - איריס ציבולסקי-חביליו ורון עמיחי רפורמה בחיתום: הצעה לשינויים בשיטת החיתום בישראל - מצע לדיון (רשות ניירות ערך, 1997) נגיש גם ב-<http://www.isa.gov.il/> download/pirsum/a63_Hitum.pdf (17.3.2005). תחילתו של הדיון ברפורמה בתחום החיתום במחקרו של פרופ' מאיר חת "חיתום ניירות-ערך בישראל - המצב הקיים והמלצות לתיקונים" (נייר-עבודה פנימי, רשות ניירות ערך, 1990). המחקר עסק בנושאים שונים בתחום החיתום, לרבות הצורך לאמץ בישראל מנגנון של רישום מדף, אחריות חתמים ונהלים של בדיקות הנאותות. חלק מן ההמלצות - שעסקו בתנאי הכשירות של חתמים, בקביעת תנאי הון עצמי מינימלי וביטוח אחריות מקצועית, בהגשת דו"חות על פעילות החיתום ובהגבלות בנוגע לניגוד עניינים בין חתמים בהנפקת ניירות-ערך לציבור לבין מי שרכש באמצעותם ניירות-ערך בהנפקה - עוגנו בכמה שינויים בסעיף 56(ג) לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 1, ובתקנות מכוחו.

12 רפורמה נוספת ששאובה משיטת המסחר בניירות-ערך הנהוגה בארצות-הברית מוצעת על-ידי ועדה שמונתה על-ידי רשות ניירות ערך לבחון את האפשרות להוסיף עושי-שוק בישראל. רפורמה אחרת, שאובה אף היא משוק ההון בארצות-הברית, עוסקת באפשרות לפרסם תשקיפי מדף בישראל.

13 לפירוש ראו להלן בסעיף א(א)1. לצד השאלה המרכזית הנידונה במאמר זה - אם ראוי להטיל אחריות אזרחית על מנהל ראשי של קונסורציום חתמים ועל יתר החתמים, בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור (IPOs), בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה - עולה השאלה מהו סטנדרט האחריות הראוי. שאלה אחרונה זו הינה מחוץ למסגרת המאמר. למאמר מקיף בתחום אחריותם של שומרי-שער, העוסק בין היתר בשאלה האחרונה, ראו: Assaf Hamdani "Gatekeeper Liability" 77 S. Cal. L. Rev. (2003) 53.

אחריות משפטית-אזרחית על מנהל הקונסורציום ועל חתמים מן השורה, בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור, בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה.

מחקרים קודמים שעסקו בשאלת הטלת האחריות לא התמקדו בהתנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום, אלא התבססו על תיאורים אחרים של פעולת השוקים והשחקנים הפועלים בהם לשם בחינת העלויות הכרוכות בפעולתו של מנגנון ההקצאה של ניירות-הערך בשוק הראשוני. (חלקם הצדיקו את הטלת האחריות על מנהל הקונסורציום ועל חתמים מן השורה, וחלקם הסיקו כי הטלת האחריות אינה מוצדקת). מודל אחד שיוצג מראה כי לדין שמטיל אחריות על חתמים יש תפקיד מרכזי בפתרון בעיה של פעולה נסתרת (Hidden Action) של מנהל הקונסורציום, שרמת המאמץ שהשקיע בעריכת בדיקות הנאותות אינה מתגלה בשוק שלאחר ההנפקה ללא עזרתו של הדין. מודל שני שיוצג מראה כי מנהל הקונסורציום פועל באופן אסטרטגי בקביעת מחיר ההנפקה ובהקצאה למשקיעים, וכי לדין יש תפקיד מרכזי בהקטנת העלויות של מנגנון ההנפקה. טיעונים נוספים להצדקתה של הטלת האחריות מתבססים, בין היתר, על בחינת ההשלכות של הטלת האחריות על פיזור הנוק וביטוח הסיכון של הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה. מסקנות המאמר הן כי הדין המטיל אחריות על מנהל הקונסורציום מביא לידי כך שהאחרון יפנים את הסיכון ויבטח אותו בצורה המיטבית, שכן לביטוח הסיכון באמצעות מנהל הקונסורציום יש יתרונות רבים.

החלוקה לשני מודלים אפשרה, בכל מודל, התמקדות בחלק אחר של תהליכי ההנפקה, וביסוס התזה בנוגע לכל אחד מהתהליכים המרכזיים המהווים את מנגנון ההקצאה, אשר למנהל הקונסורציום יש בהם תפקיד מרכזי:

המודל הראשון¹⁴ מתייחס, באופן כולל, לתהליך בחירתו של מנהל הקונסורציום, להכנת טיוטת התשקיף על-ידי החברה, לעריכת בדיקות הנאותות על-ידי מנהל קונסורציום החתמים ולביצוע ההנפקה. מודל זה מציג את אסטרטגיות הפעולה של השחקנים המרכזיים כיוצרות בעיות מורכבות של פעולה נסתרת, שאינן נפתרות באופן מלא באמצעות מנגנוני השוק.

חלקה הראשון של התזה המוצגת במאמר עוסק בכך שהמבנה הקיים של שוקי ההון יוצר בעיה של פעולה נסתרת של מנהלי החברה ושל המנהל הראשי של קונסורציום החתמים, שגוררת היווצרות בעיה של סיכון מוסרי (Moral Hazard). זאת, להבדיל מההצגה המקובלת של הבעיה בכתיבה המדעית כבעיה של קריסת תמריצי גילוי (Adverse Selection). יצוין כי במצבים רבים הבעיות של קריסת תמריצים ושל סיכון מוסרי הינן בעיות מעורבות. במאמר הנוכחי הטענה היא כי ניתן להציג את הבעיה הקיימת בשוק הראשוני גם כבעיה של סיכון מוסרי, במקביל להצגתה כבעיה של קריסת תמריצי גילוי. המודל נותן תשובה לשתי שאלות מרכזיות: הראשונה, מדוע השכרת שירותי המוניטין של מנהל הקונסורציום אין בה כדי לפתור את בעיית המידע הלא-סימטרי; והשנייה, כיצד הדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום פותר את הבעיה.

14 שמוצג להלן בסעיף 10א.

התשובה לשאלה הראשונה היא שללא הדין המטיל אחריות על מנהל הקונסורציום, המשקיעים אינם יודעים מהי רמת המאמץ שהשקיע מנהל הקונסורציום בעריכת בדיקות הנאותות. במסגרת המודל חשוב במיוחד תפקיד המוניטין של מנהל הקונסורציום, שאותו הוא משכיר לחברה כדי לנסות להתגבר על חוסר האמון של המשקיעים, הנובע מחוסר יכולתם לפקח על פעולתו. מנהל הקונסורציום תלוי במוניטין שלו לצורך קיום עסקיו והשכרת שירותיו בעתיד. אילו היה ניתן לשכנע את המשקיעים כי המוניטין שלו יפגע אם לא יפעל ברמת המאמץ המיטבית, הם היו מאמינים כי הוא פועל ברמת מאמץ זו. אולם מאחר שהמשקיעים אינם יודעים מהי הסיבה להשתנות של מחיר המניה, אין כל סיבה להאמין כי המוניטין של מנהל הקונסורציום ישתנה בהתאם לרמת המאמץ שהשקיע. לכן אי אפשר לשכנע את המשקיעים כי למנהל הקונסורציום כדאי תמיד לפעול ברמת המאמץ המיטבית. זוהי בעיה של סיכון מוסרי של מנהל הקונסורציום, שמתבטאת בכך שייתכנו בשוק כמה שיווי-משקל אפשריים.

התשובה לשאלה השנייה (כיצד הדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום פותר את הבעיה) היא שהדין הקובע כי מנהל הקונסורציום חייב לפעול ברמת המאמץ המיטבית יכול לסייע בקבלת שיווי-משקל חדש יעיל יותר, בכך שהוא יוצר מוסכמה חברתית (Convention) באשר לאסטרטגיה שמנהל הקונסורציום בוחר. לאחרון אין תמריץ לרמות את המשקיעים, והוא מעדיף את שיווי-המשקל שבו הוא פועל ברמת המאמץ המיטבית והמשקיעים מאמינים לו. הבעיה היא שהוא אינו יכול לשכנע אותם שמבין שיווי-המשקל האפשריים, יתקיים דווקא זה שבו הוא פועל ברמת המאמץ המיטבית והם מאמינים לו. אולם בהינתן שקיימת מוסכמה חברתית באשר לאסטרטגיה שהוא נוקט, יש בכך סיוע ניכר להעדפת דרך משחק שתוביל לשיווי-המשקל הרצוי ולהצבעה על שיווי-המשקל הרצוי כעל זה שיתקיים בפועל.

אחת המסקנות הנוספות הנובעות מן המודל היא שכאשר מוטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, קל יותר וזול בהרבה לשכנע את מנהלי החברה לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות. הסיבה לכך היא שהדין גורם לכך שמנהל הקונסורציום יעדיף לנקוט אסטרטגיה של השקעת מאמץ מיטבי בבדיקות הנאותות. לכן נקיטת אסטרטגיה של גילוי לא-נאות על-ידי המנהלים נעשית לא-כדאית.

המודל השני¹⁵ מתמקד בתהליך התמחור של הנפקה ראשונה ובאופן הקצאתם של ניירות-הערך למשקיעים. במודל זה, לפעולותיו האסטרטגיות של מנהל הקונסורציום יש תפקיד מרכזי בקביעת יעילות פעולתו של מנגנון ההקצאה. הטענה היא כי גם בתוך התהליך שיוצר את המפגש בין היצע ניירות-הערך של החברות לבין הביקוש להם על-ידי המשקיעים, למנהל הקונסורציום יש תפקיד מרכזי היוצר עלויות שיש בהן כדי להצדיק את הטלת האחריות עליו. התיאור במחקרים קודמים אינו מתמקד בפעולותיהם האסטרטגיות של השחקנים המרכזיים, ואינו בוחן את מכלול ההיבטים של היעילות וחלוקת הרווחה. נוסף על כך, מחקרים אלה עוסקים בתפקידם של החתמים בגישור על פערי מידע בשוק

15 שמוצג להלן בסעיף 10(ב).

הראשוני, תוך שהם מתמקדים באופן שבו המידע זורם מהחברה למשקיעים. המודל השני שמוצג במאמר זה מדמה את תהליך קבלת ההחלטות על-ידי מנהל הקונסורציום, החברה והמשקיעים לסוגיהם, תוך הרחבת הדיון כך שיתחשב בעובדה שתהליך ההנפקה הינו מורכב יותר. ראשית, לחתמים יש תפקידים נוספים בהנפקה – שיווק והפצה, מעין ביטוח ותמיכה במחיר בשוק שלאחר ההנפקה – שמשפיעים אף הם על אופן פעולתם של החתמים.¹⁶ שנית, תהליך ההנפקה כולל זרימת מידע מהחברה למנהל הקונסורציום ולמשקיעים, אך גם מהמשקיעים למנהל הקונסורציום ולחברה.

המודל שיוצג מתבסס על שיטה אחת של מכירת ניירות-ערך בשוק הראשוני. בשווקים הראשוניים בעולם נוהגות שתי קבוצות עיקריות של מנגנונים למכירת ניירות-ערך. הקבוצה הראשונה היא הנפקות שקיימים בהן כללים של שוויוניות, בדרגה מסוימת, ביחס לקבלת ההזמנות מהציבור ולחלוקתן בין המזמינים.¹⁷ בקבוצה זו ניתן לכלול גם את שיטת המכרו. הקבוצה השנייה כוללת למעשה מנגנון או שיטת פעולה מסוג אחד, המעניקים למנהל הקונסורציום שיקול-דעת (שכפוף לכללים שונים הקבועים בדין ובנוהג) בבחירת המשקיעים שישתתפו בהנפקה. השיטה מכונה בניית ספר-הזמנות (Bookbuilding Method),¹⁸ והמודל שיוצג כאן מתבסס עליה.

16 Gilson & Kraakman הציעו כי לחתם יש שלושה תפקידים מרכזיים: האחד, תיווך בהליכי הפצתם של ניירות-הערך; השני, נטילת הסיכון הכרוך בכך; והשלישי, גישור על פערי המידע הקיימים בשוק הראשוני בין מוכרי ניירות-הערך לבין ציבור הרוכשים. ראו: Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 549, 613–621 (Part IV, Sec. A: "The Role of the Investment Banker").

17 לתיאור השיטות השונות במסגרת קבוצה זו והשלכותיהן, ראו, למשל: Bhagwan Chowdhry & Ann E. Sherman "International Differences in Oversubscription and Underpricing in Initial Public Offerings" 2 *J. of Corp. Fin.* (1996) 359; Bhagwan Chowdhry & Ann E. Sherman "The Winner's Curse and International Methods of Allocating Initial Public Offerings" 4 *Pacific-Basin Finance J.* (1996) 15; Lawrence M. Benveniste & Walid Y. Busaba "Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs" 32 *J. of Financial & Quantitative Analysis* (1997) 383.

18 לתיאור השיטה והשלכותיה ראו: Lawrence M. Benveniste & Paul A. Spindt "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues" 24 *J. of Financial Econ.* (1989) 343; Benveniste & Busaba, *ibid*; Francesca Cornelli & David Goldreich "Bookbuilding and Strategic Allocation" 56 *J. of Fin.* (2001) 2337; Hsuan-Chi Chen & Jay R. Ritter "The Seven Percent Solution" 55 *J. of Fin.* (2000) 1105; Ann E. Sherman & Sheridan Titman "Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information" 65 *J. of Financial Econ.* (2002) 3.

רוב ההנפקות הראשונות בארצות-הברית נעשות בשיטה של בניית ספר-הזמנות, ובשוקי ההנפקות בעולם ניכרת מגמה של הגברת השימוש בה.¹⁹ בישראל, במסגרת הרפורמה בתחום החיתום,²⁰ יהיה אפשר להפעיל את השיטה בהנפקות גדולות שיובטחו במלואן בחיתום. זאת, בניגוד לחובה שהייתה קיימת עד לחוק החיתום למכור ניירות-ערך בדרך ובתנאים השווים לכל. בהנפקות קטנות נותרה בעינה השיטה המחייבת מכרו. המודל נותן תשובה לשתי שאלות מרכזיות: הראשונה, כיצד התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום משפיעה על קביעת מחיר ההנפקה ועל הקצאת ניירות-הערך למשקיעים? והשנייה, כיצד הדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום משפיע על מנגנון זה? בתשובה לשאלה הראשונה, המודל המוצג כולל תיאור חדש של הדרך שבה נקבע שיווי-משקל בשוק בהתאם לשינויים השונים במבנה השוק ובאופן פעולתו. בשיווי-משקל רק חלק מהמשקיעים הקבועים עושים הערכת שווי לניירות-הערך המוצעים, במידה המאפשרת השגת יעילות בבניית עקומת הביקוש של השוק. בשיווי-משקל פעולתו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום משיגה יעילות מספקת בבנייה מדויקת של עקומת הביקוש, מצד אחד, ומונעת יצירת עלויות גבוהות מדי של בדיקה ואימות של המידע על-ידי המשקיעים הקבועים, מן הצד האחר. יכולתו של מנהל הקונסורציום ליצור שיווי-משקל יעיל תלויה ביכולתו לתגמל את המשקיעים הקבועים באמצעות תת-תמחור והקצאה בשיעור גבוה יחסית. זאת, תוך יצירת שוני בין התגמול הניתן למשקיעים קבועים שעושים בהנפקה מסוימת את הערכת השווי ומעבירים את נתוני המחיר לחברה לבין התגמול הניתן לאלה שאינם עושים כך.

בתשובה לשאלה השנייה וכיצד הדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום משפיע על מנגנון ההקצאה, תוצאות הדיון מצביעות על כך שהטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יכולה להגדיל את יעילות פעולתו של מנגנון ההקצאה בשיטה של בניית ספר-הזמנות. בהינתן הכלל המשפטי שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום, המשקיעים הקבועים יכולים להסתמך על מצגי החברה המועברים אליהם במסגרת ה-Road Show,²¹ ולהקטין את העלויות של החזקת מערכת הבדיקה ואת העלויות של אימות המידע.

19 לתיאור המגמה העולמית של הגברת השימוש בשיטה של בניית ספר-הזמנות, להשוואה בין שיטה זו לבין שיטות שקיימים בהן כללים של שוויוניות מסוימת ביחס לקבלת הזמנות מהציבור ולחלוקתן בין המזמינים, כגון שיטת המחיר הקבוע (Fixed Price Method), ולבחינת יתרונותיה של השיטה הראשונה, ראו, למשל: Tim Loughran, Jay R. Ritter & Kristian Rydqvist "Initial Public Offering: International Insights" 2 *Pacific-Basin Finance J.* (1994) 165; Ann E. Sherman "Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions with Endogenous Entry" (Working Paper, December 2004) available at <http://www.ssrn.com/abstract=276124> (6.4.2005); Benveniste & Busaba, *ibid*.

20 חלקה של הרפורמה העוסק בעניין זה כלול בחוק החיתום, לעיל הערה 11.
21 ה-Road Show הוא כינויו של מסע השיווק שנערך לאחר שהוגשה טיוטת התשקיף הראשונה ל-SEC, ואשר במסגרתו נציגי המנהל הראשי של הקונסורציום ומנהלים בכירים

אחת המסקנות הנוספות הנובעות מן המודל היא שכאשר מוטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, יתאימו המשקיעים הקבועים את ביקושיהם לרמת הוודאות הגבוהה יותר שקיימת כאשר הכלל המשפטי חל. לכן מנהל הקונסורציום, שיוצר באמצעות חיוץ (אקסטרפולציה) את עקומת הביקוש של השוק (דהיינו, יוצר את עקומת הביקוש של השוק באמצעות תחזית המסתמכת על נתוני הביקוש של המשקיעים הקבועים), יוכל להגיע בחישוביו לרמה גבוהה יותר של ביקושים. זאת, הן בשל עליית הביקוש של המשקיעים המיודעים והן בשל העובדה שמקדמי החיוץ (המכפילים במעבר מעקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים לעקומת הביקוש המוערכת של השוק) יהיו גבוהים יותר. כל אלה גורמים לשינוי משקל שבו מושג באופן שיטתי מחיר גבוה יותר בעבור ניירות-הערך המוצעים. מחיר זה משקף בצורה מדויקת יותר את מלוא שוויים המוערך של ניירות-הערך אלה, ובכך מושגת הקטנה של הפסדי היעילות במנגנון ההקצאה של ניירות-הערך בשוק הראשוני.

באשר למטרת הדין לכוון את התנהגותו של מנהל הקונסורציום, היבט יעילות נוסף שנובע מהטלת האחריות הוא חיוץ כוחו של האחרון באכיפת מנגנוני פיקוח יעילים על מנהלי החברה. בהיבט של חלוקת הרווחה, אם מקבלים את המודלים ואת מסקנות הניתוח המוצגים במאמר זה, סביר להניח כי החברה, מנהל הקונסורציום והמשקיעים לסוגיהם נהנים, כל אחד ואחד מהם, מחלק מתוספת היעילות הנובעת מהטלת האחריות על מנהל הקונסורציום.

בהתייחס למטרת הדין בתחום פיזור הנוק וביטוח, הדין יתמקד בשאלה, שטרם נותחה

של החברה המנפיקה מציגים את נתוני החברה לפני משקיעים פוטנציאליים ואנליסטים, ומקבלים מהם הזמנות לא-פורמליות לרכישת ניירות-הערך המוצעים בהנפקה. שיטה זו של זרימה דו-סטריית של מידע הנחוץ לצורך ביצוע ההנפקה – מצד אחד, מידע בדבר החברה הנחוץ למשקיעים לצורך קבלת ההחלטה להשקיע, ומן הצד האחר, מידע הנחוץ למנהל הקונסורציום לצורך תמחור ההנפקה – הינה שיטה נפוצה בעולם. בישראל, עובר לרפורמה בתחום החיתום (ראו לעיל בהערה 11), קיבל מנהל הקונסורציום במסגרת ה-Road Show אינדיקציות למחיר מן המשקיעים הפוטנציאליים, ולא הזמנות לא-פורמליות. זאת, כדי שיוכל לכאורה לעמוד בהגבלה שהייתה קבועה בעבר בסעיף 15 לחוק ניירות-הערך, לעיל הערה 1, שלפיה "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו". על-פי חוק החיתום (לעיל הערה 11), שנחקק ביום 2.8.2004, ניתן לשווק ניירות-הערך בישראל על-פי טיוטת תשקיף שהוגשה לרשות ניירות ערך אשר עומדת בתנאים הקבועים בחוק (אם כי, כמו בארצות-הברית, מכירת ניירות-הערך המוצעים תיעשה רק על-פי התשקיף הסופי שהרשות התירה את פרסומו; ראו סעיפים 15(א) ו-15(ב) לחוק ניירות-הערך, שם). לכן, עתה ניתן לשווק ניירות-הערך בישראל לפי השיטה הנהוגה בארצות-הברית ובעולם, שבה מנהל הקונסורציום מקבל הזמנות לא-פורמליות לניירות-הערך המוצעים, ומתאפשרת זרימה דו-סטריית יעילה יותר של מידע. יחד עם זאת, הנפקה בשיטה לא אחידה (כמו השיטה הרווחת הארצות-הברית), תוכל להתבצע בישראל רק לאחר השלמת הליכי החקיקה (לעיל הערה 11).

בכתיבה המדעית, אם הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יכולה להניב תוספת יעילות בפעולת המערך של פיזור הסיכון בשוק. הניתוח יצביע על כך שבשוק יש עלויות המחייבות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום. בין היתר, לדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום יש יתרונות בשל היותו "המבטח הזול ביותר", במיוחד בפיזור סיכונים שיטתיים. נראה כי המצב העובדתי הוא שסיכונים שיטתיים וסיכונים ספציפיים בתשקיפי ההנפקה אינם ניתנים להפרדה מלאה. במצב־דברים זה, רק למנהל הקונסורציום יש הידע המקצועי, המידע ויתרונות הגודל הדרושים על־מנת לעשות את ההפרדה בצורה יעילה ולפזר את הסיכונים באופן מיטבי. נוסף על כך, הטלת האחריות תסייע בפתירת בעיות של תת־ביטוח ועלויות גבוהות של פיזור הנזק וביטוח באופן הסכמי, תאפשר להשתמש בכיסו העמוק של מנהל הקונסורציום לצורך פיזור הסיכונים, וכן תאפשר לנצל את יתרונות השימוש בקונסורציום של חתמים.

לאחר הדיון המשלים בהיבטים של חלוקת הרווחה הקשורים להטלת האחריות על מנהל הקונסורציום בתחום של פיזור הסיכון וביטוח, לאחר הדיון בשילוב של שיקולי היעילות וחלוקת הרווחה בהקשר של הטלת האחריות באותו תחום, ולאחר הדיון במתח הקיים בין השגת המטרה של הכוונת התנהגות לבין השגת המטרה של פיזור הנזק, מסקנתי היא כי הטלת האחריות הינה מודל פעולה ראוי שכן היא מיטיבה להפחית את עלויות פעולותיו האסטרטגיות של מנהל הקונסורציום, וצפויה להשיא את הרווחה הכלכלית.

מתודולוגיית המחקר כוללת את שיטת הניתוח הכלכלי של דיני הנזיקין. השימוש בגישה זו מתבסס על תפיסת הימצאותם של פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה כאירוע נזיקי, "תאונה". זאת, מאחר שמבנה העלויות של עסקה הינו מרכיב מרכזי באפיון שיטת הניתוח, ולהערכתו, סוג העלויות של עסקת ההנפקה מתאים לשיטה זו (שיטת הניתוח הכלכלי של דיני הנזיקין). כמו במקרה הנפוץ של עלויות של אירוע נזיקי, מדובר בעלויות הנלוות לפעילות בעלת ערך (עסקת ההנפקה), כאשר קיים סיכון שיתרחש אירוע (הימצאות פרטים מטעים בתשקיף), כתוצאה צפויה או בלתי־צפויה, שיגרם נזק לצדדים ויפחית את תועלתם מהפעילות. נוסף על כך, את הדיון במסגרת דיני הנזיקין, להבדיל מהדיון במסגרת דיני החוזים למשל, מייחדת העובדה שלצדדים לאותה פעילות אין אפשרות לקיים משא־ומתן לפני קרות האירוע או שהעלויות הכרוכות בכך גבוהות יחסית. כאן המשקיעים הפוטנציאליים הינם רבים, ואינם מוכרים ברובם לחברות המנפיקות ולמתווכים הפיננסיים. עלויות איתורם של המשקיעים לפני ההנפקה הינן גבוהות, דהיינו, אם החברה והחתמים מעוניינים לקיים דו־שיח עם המשקיעים לפני רישומם בספר־ההזמנות, אזי עלותה של פעילות זו תהיה גבוהה מאוד. זאת ועוד, עלויות המיקוח עם המשקיעים גבוהות. גם בהנחה שניתן לאתר מראש כמות גדולה יחסית של משקיעים ולשכנעם לשוחח עם החברה והחתמים, עלויות התיאום ביניהם יהיו גבוהות מאוד. גורם עלות מרכזי נוסף נובע מהצורך להתחשב גם ברוכשי ניירות־ערך פוטנציאליים בשוק המשני. הוספת תניות המתייחסות אל המכירה למשקיעים עלולה לפגוע בסחירותם של ניירות־הערך או להביא לידי הפחתה של מחיר ניירות־הערך בהנפקה. בהתאם לשיטת הניתוח, נערך במאמר דיון נפרד בשיקולים השונים הנובעים מן

המטרות המרכזיות של דיני הנזיקין – הכוונת ההתנהגות ופיזור הנזק – תוך הבחנה בין שיקולים של יעילות לבין שיקולים של חלוקת רווחה.

מבנה המאמר הוא כדלקמן: בפרק א אבחן את שאלת הכוונת ההתנהגות של מנהל הקונסורציום. ראשית (בסעיף 1), אציג את שני המודלים החדשים ואת השלכותיהם בתחום של היבטי היעילות של שאלת הכוונת ההתנהגות. שנית (בסעיף 2), אדון בהיבטים של חלוקת הרווחה הנובעים מהניתוח שיוצג. נראה כי כאן יכולה לצמוח לכל השחקנים תועלת כתוצאה מהטלת אחריות על החתמים. לבסוף (בסעיף 3) אדון בשילוב של שיקולי היעילות וחלוקת הרווחה. בפרק ב יידונו היבטים שונים של השגת המטרה של פיזור הנזק שעלול להיגרם כתוצאה מהימצאות פרטים מטעים בהנפקה ראשונה לציבור. ראשית (בסעיף 1), אתאר את אופן פיזור הנזק ואת מערך הביטוח בשוק הראשוני (בהסתמך על המודלים שיוצגו במאמר). לאחר-מכן אדון בשאלה אם הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יכולה להניב תוספת יעילות בפעולת המערך של פיזור הסיכון בשוק. בסעיף זה יובאו הצדקות להטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, שמתבססות על כך שבשוק יש עלויות המחייבות הטלת אחריות על האחרון. שנית (בסעיף 2), אדון בהיבטים של חלוקת הרווחה של הטלת האחריות על מנהל הקונסורציום בתחום של פיזור הסיכון וביטוח, ושלישית (בסעיף 3), אדון בשילוב של שיקולי היעילות וחלוקת הרווחה של הטלת האחריות באותו תחום. בפרק ג אדון במתח הקיים במקרה הנידון בין השגת המטרה של הכוונת התנהגות לבין השגת המטרה של פיזור הנזק. בפרק ד אסכם את תוצאות הדיון.

פרק א: שאלת הכוונת ההתנהגות

1. שאלת הכוונת ההתנהגות – היבטי יעילות

(א) מודל של סיכון מוסרי (Moral Hazard)

(1) סקירת עבודות אחרות שנעשו בנושא של הטלת אחריות על חתמים

מתודיקת הוויכוח בנושא חובות הגילוי המנדטוריות ואכיפתן שואבת את השראתה מהדיון בשאלת הפיקוח על מנהלי החברה.²² התיאור הנפוץ ביותר של עלויות המנגנון של הקצאת

22 ראו: James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort *Securities Regulation – Cases and Materials* (New York, 1997) 43–44; John C. Coffee "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 717. בשני החיבורים המחברים מפנים לאותם מאמרים בסיסיים

ניירות-הערך מתבסס על עלויות הנובעות מאי-סימטרייה במידע בין מנהלי החברה לבין ציבור המשקיעים. Easterbrook & Fischel,²³ שביקרו את הטיעון המקובל המחייב הטלת חובות גילוי מנדטוריות, הציגו את התיאור המקובל בתחום זה, שלפיו שוק ההון יוצר בעיה אינהרנטית של מידע לא-סימטרי, המתמצית באי-יכולתם של המשקיעים לזהות את סוג החברה שניירות-הערך שלה נמכרים בשוק, דהיינו, אם היא חברה איכותית או חברה לא-איכותית. הבעיה שנוצרת בשוק כזה, כפי שמתארים אותו Easterbrook & Fischel, היא בעיה של קריסת תמריצי גילוי (Adverse Selection).²⁴

בכתיבה המדעית על חובות הגילוי המנדטוריות ואכיפתן ניתן לזהות גישות שונות. מצד אחד, קיימת גישה שלפיה אין זה ראוי לקיים משטר של חובות גילוי מנדטוריות.²⁵ גישה זו מתבססת על הטענה כי מנגנוני השוק יפעלו בצורה מיטבית ללא התערבות הדין או על טענה בדבר עלויות ספציפיות שונות שהדין עלול ליצור.²⁶ מן הצד האחר, היו

מהווים מקור השראה לדיון בנושא הפיקוח על מנהלי החברה: האחד - Michael C. Jensen & William H. Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" 3 *J. Fin. Econ.* (1976) 305; והאחר - Stephen A. Ross "Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory" in *Issues in Financial Regulation* (New York, F.R. Edwards ed., 1979) 177.

23 ראו: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 669; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge & London, 1991) 276-314 (Ch. 11: "Mandatory Disclosure").

24 לדיון מתחום תורת המשחקים בבעיה של קריסת תמריצי גילוי, ראו: David M. Kreps *A Course in Microeconomic Theory* (New York & others, 1990) 625-660 (Ch. 17: "Adverse Selection and Market Signaling"); Eric Rasmusen *Games and Information - An Introduction to Game Theory* (Malden & Oxford, 2nd ed., 1994) 223-248 (Ch. 9: "Adverse Selection"); Ian Molho *Game Theory - Lying and Cheating in Markets and Organizations* (Malden & Oxford, 1997) 17 ("Adverse Selection: The Market for Lemons").

25 כך, Easterbrook & Fischel סבורים כי בעולם שקיימים בו חוקים נגד הטעיה, שיטת הגילוי צריכה להיות מבוססת על גילוי עצמי של החברות המנפיקות. Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, *supra* note 23, at pp. 276-314. לטיעון המדגיש את הגילוי העצמי כשיטה היעילה היחידה, ראו: Douglas W. Diamond "Optimal Release of Information by Firms" 40 *J. of Fin.* (1985) 1071; Jonathan R. Macey "Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty" 15 *Cardozo L. Rev.* (1994) 909; D. Marcel Kahan "Games, Lies, and Securities Fraud" 67 *N.Y.U. L. Rev.* (1992) 750.

26 ראו, למשל: Roberta Romano "Empowering Investors: A Market Approach to

שמצאו הצדקות שונות להטלתן של חובות אלה.²⁷ במחקרים אלה (הן במחקרים השוללים את הטלתן של חובות גילוי מנדטוריות והן באלה המצדיקים את הטלתן) תיאור השוק הינו דומה בדרך-כלל, ומבוסס על כך שבשוק קיימים פערי מידע המתבטאים באי-יכולתם של המשקיעים לזהות את סוג החברה שניירות-הערך שלה נמכרים בשוק.

המתודיקה של הכתיבה המדעית בנושא של הטלת אחריות על חתמים נגזרת מזו המשמשת לטיפול בנושא של הטלת חובות גילוי מנדטוריות ואכיפתן. זאת, מעצם היות הנושא הראשון תת-חום של הנושא האחרון. כאמור, הכתיבה בנושא של הטלת אחריות על חתמים מציגה בדרך-כלל את הבעיה הקיימת בשוק כבעיה של קריסת תמריצי גילוי,

Securities Regulation" 107 *Yale L. J.* (1998) 2359, 2368; Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman "The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law" 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* (1996) 207; Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation" 71 *S. Cal. L. Rev.* (1998) 903; Merritt B. Fox "Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 1335; Alan R. Palmiter "Toward Disclosure Choice in Securities Offerings" *Colum. Bus. L. Rev.* (1999) 1; Stephen J. Choi "Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal" 88 *Cal. L. Rev.* (1999) 279; Stephen J. Choi "Law, Finance, and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets" 80 *Texas L. Rev.* (2002) 1657; Paul G. Mahoney "The Allocation of Government Authority: The Exchange as Regulator" 83 *Va. L. Rev.* (1997) 1453

27 ההצדקות להטלת חובות גילוי מנדטוריות הינן רבות. אפילו Easterbrook & Fischel, שתמכו בביטול המשטר של כללי הגילוי המנדטוריים, מצאו סיבות כאלה. לדעתם, חובות הגילוי יכולות לפתור בעיות של תת-גילוי, שעלולות להיווצר בשל שלוש סיבות: (1) המידע שהפירמה מוסרת משרת גם פירמות אחרות וכן משקיעים השוקלים להשקיע בפירמות אחרות; (2) העדר אפשרות לגבות מחיר בעבור ייצור של מידע השוואתי; (3) העדר תמריץ לפירמות ליצור את פורמט הגילוי הוול ביותר. ראו: Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, *supra* note 23, at pp. 290–292, 300–302.

להצדקת השיטה של הטלת חובות גילוי מנדטוריות, ראו, למשל: Coffee, *supra* note 22; Joel Seligman "The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System" 9 *J. of Corp. L.* (1983) 1; Paul G. Mahoney "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems" 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995) 1047; Edward B. Rock "Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure" 23 *Cardozo L. Rev.* (2002) 675

להצגה של הגישות השונות ושל העלות והתועלת הטמונים בשיטה המטילה חובות גילוי מנדטוריות, ראו גם: Fox, *supra* note 25; Merritt B. Fox "Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom" 95 *Mich. L. Rev.* (1997) 2498.

הנגרמת בשל קושי לזהות את סוג החברה המנפיקה. לדעתי, כפי שיוסבר להלן, ניתן להציג את הבעיה הבסיסית הקיימת בשוק גם כבעיה של פעולות נסתרות (Hidden Actions), שגורמת לבעיה של סיכון מוסרי (Moral Hazard). יצוין כי התפיסה בעבודה זו אינה חורגת מן ההבנה הבסיסית בתחום, שלפיה החתמים, עורכי־הדין ורואי־החשבון הפועלים במסגרת ההנפקות מתפקדים, בין היתר, כשומרי־שער (Gatekeepers), ומגשרים על פערי מידע בשוק ההנפקות, תוך בחינת המידע ואימותו, בדומה לתיאורם של Gilson & Kraakman.²⁸ מחקרים נוספים בתחום שהתמקדו בשאלה של הטלת אחריות על חתמים, ואשר הסתמכו על תיאור זה, נערכו על־ידי Kraakman,²⁹ Coffee,³⁰ Choi³¹ ו־Partnoy.³² מחקרים אחרים, אף שלא ציינו זאת במפורש, הציגו הבנה בסיסית דומה או התייחסו לתפקידיהם האחרים של החתמים.³³

כאמור, בניגוד לגישה המעוגנת בדין בארצות־הברית וברפורמות המוצעות בו בנוגע למשטר האחריות המשפטית שמוחל על חתמים או שראוי להחיל עליהם, הכתיבה המדעית הקיימת מציבה סימני־שאלה באשר למידת יעילותו של אותו משטר. מצד אחד, רבים – כגון Fox,³⁴ חברת ה־SEC, Thomas,³⁵ Kraakman³⁶ ו־Coffee³⁷ – מצאו תועלת רבה בהטלת אחריות משפטית על חתמים, מסיבות שונות, ביניהן ההשפעה החיובית של החתמים, כמתווכים בעלי־שם, על דיוק התמחור של ניירות־הערך ועל התנהגות ההנהלות של החברות המנפיקות, ותרומתם למניעת כניסה לשוק ההון של חברות מאיכות נמוכה המציגות את עצמן כחברות מאיכות גבוהה ומטעות על־ידי כך את המשקיעים. מן הצד

28 ראו: Gilson & Kraakman, *supra* note 16, at pp. 613–621 (Part IV, Sec. A: "The Role of the Investment Banker")

29 ראו: Reinier H. Kraakman "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy" 2 *J. of L. Econ. & Org.* (1986) 53

30 ראו: John C. Coffee "Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration" 52 *Wash. & Lee L. Rev.* (1995) 1143

31 ראו: Stephen J. Choi "Market Lessons for Gatekeepers" 92 *Nw. U. L. Rev.* (1998) 916

32 ראו: Frank Partnoy "Barbarians at the Gatekeepers? A Proposal for a Modified Strict Liability Regime" 79 *Wash. U. L. Q.* (2001) 491

33 למחקרים שהתייחסו לתפקידם המעין־ביטוחי של החתמים ראו להלן הערות 137 ו־138 והטקסט הנלווה אליהן, וכן: Michael P. Dooley "The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issue Market" 58 *Va. L. Rev.* (1972) 776 של החתמים בתחום הביטוח ופיזור הנוק יידון להלן בפרק ב.

34 ראו: Merritt B. Fox "Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 1005

35 ראו: Sec. Act Rel. 6499, 48 Fed. Reg. 52889 (1983)

36 ראו: Kraakman, *supra* note 29

37 ראו: Coffee, *supra* note 30

האחר, נשמעו טיעונים שלפיהם אין זה יעיל להטיל אחריות על חתמים. כך, Choi³⁸ תיאר את השוק הראשוני כשוק שיש בו חברות מאיכות גבוהה וחברות מאיכות נמוכה, מתווכים פיננסיים ומשקיעים לא-מיוודעים. בשלב הראשון, שלב ההשקעה, החברות בוחרות אם להיות חברות מאיכות גבוהה או נמוכה. תוצאת בחירה זו היא יחס מסוים בין מספר החברות מאיכות גבוהה שפועלות בשוק לבין מספר החברות מאיכות נמוכה. בשלב השני, שלב ההנפקה, יש בשוק כמות קבועה של חברות משני הסוגים, והחברות מציגות את עצמן כבעלות איכות גבוהה או נמוכה לשם מכירת ניירות-ערך שלהן. מאחר שהמשקיעים אינם יודעים להבחין בין חברות מאיכות גבוהה לחברות מאיכות נמוכה, מתקבל בשוק שיווי-משקל שבו בשלב השני כל החברות מציגות את עצמן כחברות מאיכות גבוהה והמשקיעים מגיבים במתן ערך נמוך לניירות-הערך, ואילו בשלב הראשון החברות מחליטות להיות חברות מאיכות נמוכה.

בשוק זה תפקיד המתווכים הפיננסיים הוא לאמת את איכותה של החברה. ככל שאיכות האימות גבוהה יותר כן גדל התמריץ של חברות להשקיע באיכות גבוהה יותר. מאידך גיסא, רמת אימות גבוהה יותר מחייבת הוצאות גבוהות יותר (עמלות גבוהות יותר למתווכים).

רמת הדיוק של האימות תלויה בשיעור הטעויות בהערכתם של המתווכים הפיננסיים וביחס בין מספר החברות מאיכות גבוהה לבין מספר החברות מאיכות נמוכה. הערכת המשקיעים לגבי רמת הדיוק קובעת גם את האופן שבו יתמחרו את ניירות-הערך בהנפקה. בשלב ההשקעה יתאימו החברות את שיעור השקעתן באיכות גבוהה לרמת הדיוק של האימות ולעלות האימות: הן יגבירו את שיעור ההשקעה באיכות גבוהה אם רמת הזיהוי המבדיל (Screening) של חברות מאיכות גבוהה תהיה גבוהה יותר, אך מאידך גיסא, הן יתחשבו בעלות הזיהוי, שמשפיעה על תמריצי ההשקעה באיכות. בשיווי-משקל ישיא מנגנון השוק את הרווחה החברתית על-ידי שקלול של התועלת מהשקעה בחברות באיכות גבוהה יותר ושל עלות העמלות של המתווכים הפיננסיים, ויקבע את רמת הזיהוי המבדיל בין שני סוגי החברות.

Choi טען כי התערבות בשוק באמצעות הטלת אחריות על המתווכים הפיננסיים עלולה להיות לא-יעילה, ולהטיל עלויות גבוהות על פעולת שוק ההנפקות.³⁹ לדעתו, היתרון של מניעת כניסה של חברות מטעות באיכות נמוכה עלול להיות קטן מהחסרונות, ביניהם עלויות של הגנה מיותרת שתוטל על כלל המשתתפים בשוק כאשר השוק כבר מספק הגנה יעילה – למשל, בעצם יכולתם של המשקיעים לזהות את איכות המוצר. הממשלה עלולה להתערב גם בקביעת רמת הדיוק של האימות ובקביעת עלויות הבדיקה של המתווכים הפיננסיים, וההגבלות שתטיל עלולות להיות לא-יעילות ולפגוע בתמריצי הבדיקה או לגרום ליציאה של חלק מהמתווכים מהשוק, בהתאמה. כן עלולה להיפגע

38 ראו: Choi, *supra* note 31.

39 ראו: *Ibid*, at pp. 946–949.

התפתחות דינמית של מנגנוני שוק שעשויים להתמודד ביעילות עם הטעיה. נוסף על כך עלול להיווצר גל של תביעות לא־מוצדקות שמטרתן לסחוט את המתווכים הפיננסיים, דבר שעלול להוביל ליציאת חלק מהם מהשוק ולכן להגברת הריכוזיות בו. Choi הציע⁴⁰ לא להטיל אחריות משפטית מסורתית על המתווכים הפיננסיים, אלא לאמץ במקומה, בין היתר, שיטה של אחריות מותאמת (Self-Tailored Liability), כלומר, לאפשר לחתמים לבחור את החובות שיחולו עליהם מבין כמה חלופות, לרבות את תקופת החלות של ההתחייבויות החוזיות שלהם כלפי המשקיעים.

Partnoy טען⁴¹ כי עלויות התביעות נגד חתמים הינן גבוהות מאוד (גם ex ante), וכי במקרים רבים החתמים נכשלים בבדיקה. Partnoy הצביע על כך שחתמים, אשר פועלים כשומרי־שער, עלולים להעדיף את סיכון שמם הטוב למען השגת רווחים גבוהים יותר בטווח הקצר. הפתרון שהדין קובע, אשר מעניק לחתמים את הגנת בדיקות הנאותות, יוצר עלויות גבוהות הנובעות מחוסר ודאות של הדין ומעלויות משפט גבוהות. נוסף על כך, לדעתו, הפתרונות שהדין קובע מעניקים לחתמים זכויות קנייניות עודפות. זכויות אלה נוצרות בשל הריכוזיות שהדין כופה על החתמים, שכן עלויות המשפט גורמות לכך שרק החתמים הגדולים יכולים לקיים פעילות בשוק.

לרגולציה שמטילה אחריות על חתמים יש גם השפעות עקיפות. עם המרכזיות שביניהן ניתן למנות שתיים: ראשית, העלויות הגבוהות הכרוכות בהטלת אחריות על חתמים עלולות להניע אותם להעדיף גיוס הון בהנפקות פרטיות; שנית, בהטלת אחריות על חתמים יש משום הענקה עקיפה של זכויות קניין עודפות בדין לחתמים, בתחומים שאינם נוגעים ישירות בהנפקה לציבור. בעניין *Smith v. Van Gorkom*,⁴² למשל, קבע בית־המשפט כי הדירקטורים היו יכולים לצאת ידי חובתם כלפי החברה אילו פנו לבנק השקעות לצורך קבלת חוות־דעת בדבר הגינות העסקה שהחברה עמדה לבצע. מאחר שמנהלי חברות הינם בדרך־כלל שונאי סיכון, סביר כי ייטו להשקעת־יתר באיכותה של חוות־הדעת. כך גם בנוגע לאיכות החתמים. מכאן, ששוק החיתום ייהפך לשוק שבו "המנצח זוכה בכל". לכן, בשוק כזה, הבנקים להשקעות הגדולים יכולים לדרוש ולקבל עמלות גבוהות יותר מאלה שיכלו לקבל ללא הרגולציה.

בין התבססותו של הדין על מנגנון השם הטוב של החתם לבין הענקת הזכויות העודפות לחתמים קיים קשר הדוק. הפתרון שהדין מציב הוא שיוצר את העלויות הנוספות הנובעות מהקניית זכויות הקניין לחתמים. לכן, לדעת Partnoy, מכל הסיבות האלה (חוסר הוודאות, עלויות המשפט והעלויות הנובעות מזכויות הקניין העודפות), רצוי למצוא פתרון אחר שאינו מתבסס על מנגנון שמם הטוב של החתמים. Partnoy הציע⁴³ כי משטר

40 ראו: *Ibid*, at pp. 949–966.

41 ראו: Partnoy, *supra* note 32, at pp. 517–528.

42 ראו: *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). הדוגמה מוזכרת אצל: Partnoy,

ibid, at p. 523

43 ראו: Partnoy, *ibid*, at pp. 540–546.

האחריות שיחול על חתמים יהיה אחריות מוחלטת עם אפשרות של שינוי. הכלל הוא שהחתמים יהיו חייבים לשלם פיצויים בגין כל נזק שלגביו ייקבע - בפסק־דין או בפשרה - כי על החברה המנפיקה לפצות את המשקיעים בגינו. החתמים יהיו רשאים לשנות את הכלל על־ידי הסכמה עם החברה על הגבלת אחוזי ההשתתפות שלהם באחריותה (עד לשיעור מינימלי מסוים שייקבע בחוק - למשל, שיעור העמלות שייגבו או שיעור קבוע שבין 1% ל־5%). זאת, בתנאי שהשינוי יצוין בתשקיף ההנפקה.

מחקרים נוספים עסקו באופן פעולתם של שומרי־שער בשוק הראשוני, ובשאלת הטלת אחריות משפטית עליהם. חלקם הצביעו על הצורך לצמצם את ההתערבות המשפטית בתחום זה,⁴⁴ וחלקם גרסו כי הטלת האחריות נחוצה מסיבות שונות.⁴⁵

חשיבות תפקידו של המוניטין של מנהל הקונסורציום במנגנון ההנפקה הינה ברורה, ונתמכת בממצאים אמפיריים. ממצאים אלה מצביעים על הקשר בין המוניטין של המנהל הראשי של הקונסורציום לבין התייחסותם של השחקנים בשוק ההון לתוצאותיהן של הנפקות ראשונות. בין היתר, Nanda & Yun מצאו⁴⁶ כי תת־מחור (Underpricing) משמעותי של הנפקות ראשונות, עד לשיעור מסוים, גורר אחריו עלייה משמעותית בערך השוק של המנהל הראשי של קונסורציום החתמים. לא נמצאה השפעה דומה לגבי ערך השוק של חתמים מן השורה או של מנהלים אחרים של הקונסורציום. כמו־כן נמצא כי תת־מחור גבוה מערך מסוים גורר עלייה קטנה יותר בערך השוק של המנהל הראשי.

44 Donald C. Langevoort "Information Technology and the Structure of Securities Regulation" 98 *Harv. L. Rev.* (1985) 747; Donald C. Langevoort "Markets and Information Gathering in an Electronic Age: Securities Regulation in the 21st Century: Toward More Effective Risk Disclosure for Technology-Enhanced Investing" 75 *Wash. U. L. Q.* (1997) 753; Donald C. Langevoort "Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment" 63 *L. & Contemporary Problems* (2000) 45; Howell E. Jackson "Reflections on Kaye, Scholer: Enlisting Lawyers to Improve the Regulating of Financial Institutions" 66 *S. Cal. L. Rev.* (1993) 1019; Howell E. Jackson "The Expanding Obligations of Financial Holding Companies" 107 *Harv. L. Rev.* (1994) 507; Victor P. Goldberg "Accountable Accountants: Is Third-Party Liability Necessary?" 17 *J. Legal Stud.* (1988) 295

45 John C. Coffee "The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting" (Working Paper, 2001) available at <http://ssrn.com/abstract=270944> (4.6.2005); John C. Coffee "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reform" 84 *B.U. L. Rev.* (2004) 301

46 Vikram Nanda & Youngkeol Yun "Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value" 6 *J. of Financial Intermediation* (1997) 39

ירידה בערך השוק של המנהל הראשי נמצאה במקרה שבו ההנפקות תומחרו בערך גבוה מדי.

מחקר חשוב על האופן שבו נעשות הערכות שווי של ניירות-ערך המונפקים על-ידי בנקים להשקעות נערך לאחרונה על-ידי Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht.⁴⁷ הללו מצאו, בהסתמך על נתוני הבורסה בבריטל (ה-BXS) בשנים 1993-2000, כי ההערכות שמנהלי קונסורציום החתמים מפרסמים עובר להנפקות ראשונות מתבססות, בכל הנפקה, על מגוון של שיטות להערכת שווי. חלק מהערכות אלה הינן מדויקות (לדוגמה, השיטה המתבססת על תזרים המזומנים נטו הצפוי), ובחלקן יש הטיה שיטתית. ממצא זה מרמז שמנהלי הקונסורציום מטים במתכוון את מחיר ההנפקה, או לפחות שהתת-תמחור מתרחש חרף העובדה שמנהל הקונסורציום יודע את המחיר הצפוי בשוק שלאחר ההנפקה. תוצאות אלה תומכות בגישה שמייחסת חשיבות להתנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום בכל שלבי ההנפקה.

(2) הצגת המודל - מבנה המשחק, השחקנים ואסטרטגיות הפעולה שלהם

במודל שאציג אין חברות מאיכות שונה, אלא תיאור ניירות-הערך המוצעים על-ידי החברה המנפיקה יכול להיות מטעה ברמות שונות. המשקיעים, שמעריכים כי כל חברה עלולה למסור מידע לא-נאות בהתפלגות מסוימת של רמות הטעיה, משקללים מידע זה במחיר שיש לשלם לדעתם על ניירות-הערך המוצעים. כתוצאה מכך, המחיר בשיווי-המשקל בשוק ההון יהיה נמוך מן המחיר שהיה מתקבל אילו היה בידי הצדדים מידע מלא (או אילו יכלה החברה, ללא הוצאות עסקה משמעותיות, לשכנע את המשקיעים כי סיפקה להם גילוי נאות).

במודל שיוצג להלן אציג את השוני באופן הניתוח של מבנה השוק הראשוני ושל דרך פעולתו ובמסקנות הנובעות ממנו, יחסית למודלים שהוצגו לעיל, כאשר השחקנים המרכזיים בשוק פועלים באופן אסטרטגי. במודל זה החברות המנפיקות יכולות לבחור כיצד לתאר את עצמן; מנהל קונסורציום החתמים יכול לבחור את רמת המאמץ שישקיע בעריכת בדיקות הנאותות; והמשקיעים יכולים לבחור את מידת האמון שהם רוחשים כלפי המצגים של החברה המנפיקה ושל מנהל הקונסורציום באותה הנפקה, ולהתאים את ביקושיהם לניירות-הערך המוצעים במסגרתה לרמה זו של אמון.

אחד המרכיבים המרכזיים של המודל כאן הוא תפיסת אסטרטגיות הפעולה של החברות המנפיקות, של מנהלי קונסורציום החתמים ושל המשקיעים כמתבססות על פעולות נסתרות של המשתתפים. תפיסה זו מביאה בחשבון שאופי פעולותיהם של המשתתפים בשוק הראשוני אינו מתגלה בדרך-כלל במהלך המסחר בניירות-הערך של החברה בשוק המשני. יתרה מזו, גם כאשר מוגשת תביעה נגד משתתפים שונים בתהליך

47 ראו: Marc Deloof, Wouter De Maeseneire & Koen Inghelbrecht "The Valuation of IPOs by Investment Banks and the Stock Market: Empirical Evidence" (Working Paper, 2002) available at <http://ssrn.com/abstract=298602> (6.4.2005).

ההקצאה, אי-הוודאות באשר לדרך פעולתם בתהליך אינה קטנה בחלק מן המקרים - למשל, בשל השגת פשרה בשלב מוקדם של ההליך המשפטי. מרכיב מרכזי נוסף של המודל הוא תרגום בעיית הפעולות הנסותרות של המשתתפים לבעיות של סיכון מוסרי, כפי שמקובל בספרות של תורת המשחקים.⁴⁸ על-פי ההסבר שניתן בספרות, יש לדעתי הצדקה להצגת הבעיה בשוק הראשוני גם כבעיה של סיכון מוסרי. (במצבים רבים הבעיות של קריסת תמריצי גילוי ושל סיכון מוסרי הינן בעיות מעורבות. במאמר זה, כאמור, הטענה היא כי ניתן להציג את הבעיה הקיימת בשוק הראשוני גם כבעיה של סיכון מוסרי, במקביל להצגתה כבעיה של קריסת תמריצי גילוי.) Kreps מסביר את ההבחנה בין הבעיות כך:⁴⁹

"i. Moral Hazard... where one party to a transaction may undertake certain action that (a) affects the other party's valuation of the transaction but that (b) the second party cannot monitor/enforce perfectly; ii. Adverse Selection... where one party to a transaction knows things pertaining to the transaction that are relevant to but unknown by the second party."

להערכתי, הבעיה הקיימת בשוק הראשוני עונה על מרכיבי בעיית הסיכון המוסרי בתיאורו של Kreps, שכן המאפיין המרכזי של הבעיה בשוק הראשוני הוא חוסר היכולת לפקח על פעולותיו של מנהל הקונסורציום.

הסבר אחר ניתן על-ידי Myerson:⁵⁰ "The need to give players an incentive to report information honestly can be called *adverse selection*. The need to give players an incentive to implement recommended actions can be called *moral hazard*." הבעיה שקיימת בשוק הראשוני עונה גם על תיאור זה של בעיית הסיכון המוסרי. הבחנה אחרת היא שסיכון מוסרי עוסק בפעולות נסותרות לאחר ההתקשרות החוזית, ואילו קריסת תמריצי גילוי עוסקת בפעולות נסותרות לפני ההתקשרות החוזית. הניתוח שערכתי מתבסס על הגדרה של העסקה הנידונה המכילה את כל מנגנון ההקצאה של

48 אם כי לא כל פעולה נסותרת הינה בעיה של סיכון מוסרי, ולהפך. לדיון מתחום תורת המשחקים בבעיית הפעולה הנסותרת ככזו היוצרת בעיה של סיכון מוסרי, ראו: Kreps, *supra* note 24, at pp. 577-624 (Ch. 16: "Moral Hazard and Incentives"); Rasmusen, *supra* note 24, at pp. 163-222 (Ch. 7: "Moral Hazard: Hidden Actions" and Ch. 8: "Topics in Moral Hazard"); Molho, *supra* note 24, at pp. 60-184 (Part 3: "Moral Hazard").

49 ראו: Kreps, *ibid*, at p. 577.

50 ראו: Roger B. Myerson *Game Theory – Analysis of Conflict* (Cambridge, 1991) 263.

ניירות-הערך בשוק הראשוני. דהיינו, העסקה מתחילה בהתקשרות הראשונית בין מנהל הקונסורציום לבין החברה המנפיקה, בדרך-כלל על-סמך מכתב-כוונות (Letter of Intent) שהוא מעביר לחברה ובו מפורטים תנאי ההנפקה הבסיסיים. מנגנון זה משמש מעין חוזה קבוע שהתניות בו הן נוהג שאין לסטות ממנו.

לדעתי, ניתן לראות את ההתקשרות הסופית, על-סמך תשקיף ההנפקה, כחלק מן המנגנון שכל המשתתפים פועלים במסגרתו. מרכיביה המרכזיים של ההתקשרות כבר נקבעו קודם לכן, לפני שהחל תהליך ההנפקה, וכל המשתתפים פועלים על-פיהם אף שלא נכרת חוזה פורמלי: בין המשתתפים בשוק הראשוני יש הבנות בעלות משקל רב, שוות-ערך במשקלן לתניות חוזיות. המשקיעים הקבועים שמעבירים למנהל הקונסורציום את נתוני הביקוש עושים כן על-סמך מצגיו של מנהל הקונסורציום המועברים אליהם במסגרת ה-Road Show. הנוהג בשוק אינו מאפשר להם להשתמש מן ההזמנה שהעבירו. למעשה, ה"חוזה" נכרת עם בחירת מנהל הקונסורציום על-ידי החברה המנפיקה, והמשקיעים הקבועים קשורים אליו אף שלא חתמו על כל מסמך שהוא.

(i) השחקנים

לצורך הדיון אניח כי האינטרסים של בעלי השליטה ומנהלי החברה זהים לאלה של החברה. עוד אניח כי ההסדר המשפטי אוסף חובות גילוי מנדטוריות על המנהלים אך אינו מטיל אחריות על החתמים. שלושה שחקנים משתתפים בתהליך ההנפקה:

השחקן הראשון הוא החברה המנפיקה. בסעיף זה אניח כי החברה מבקשת למכור כמות מוגדרת של ניירות-ערך, למשל מניות, במחיר הגבוה ביותר שהיא יכולה לקבל, על-מנת להשיא את רווחיה מהעסקה. החברה ניטרלית לסיכון.⁵¹ החברה מעבירה למשקיעים את המידע על המוצר שהיא מוכרת, באמצעות תשקיף הנפקה המופץ לציבור.

המחיר הריאלי של מניות החברה (S_i) נקבע לפי שני פרמטרים: הראשון, תוחלת התשואה שצפויה למשקיע (\bar{S}_i), שהינה פונקציה של התפלגות סיכויי ההצלחה של החברה ומדיניות חלוקת הדיבידנד שלה; והשני, שונות התשואה (σ_i^2) (ההנחה היא כי ניירות-

הערך מתפלגים בהתפלגות ידועה, למשל התפלגות נורמלית) - $(S_i \sim N(\bar{S}_i, \sigma_i^2))$.

לדעתי, ההנחה כי החברה מנסה לקבל בעבור ניירות-הערך המוצעים את המחיר האפשרי הגבוה ביותר תואמת את המציאות, שבה חברות מנסות, הן בשלב ההתקשרות

51 במודל הנוכחי השחקנים - החברה המנפיקה, המשקיעים ומנהל הקונסורציום - הינם ניטרליים לסיכון: שחקן הינו שונא סיכון אם תועלתו מסכום בטוח מסוים גבוהה מתוחלת התועלות שלו מהימור שבתוחלת נותן אותו סכום; שחקן הינו ניטרלי לסיכון אם תועלתו מסכום בטוח מסוים זהה לתוחלת התועלות שלו מהימור שבתוחלת נותן אותו סכום. חברה גדולה, דוגמת מנהל הקונסורציום או חברה מנפיקה גדולה, נוטה להיות ניטרלית לסיכון; ואילו משקיעים קטנים וחסרי הון נוטים להיות שונאי סיכון. עם זאת, לצורכי המודל, ניתן להניח כי כל השחקנים ניטרליים לסיכון, שכן הסיכון אינו משפיע על תוצאות המודל.

הראשונה עם מנהל הקונסורציום והן בהליכי ההנפקה, להעלות את מחיר ניירות-הערך המוצעים.⁵² החברה שוכרת שירותי הפצה ורכישת סיכון ממנהל קונסורציום שהיא סבורה כי ישיא את התועלת שהיא תפיק מפעילותה בשוק ההון בטווח הקצר ובטווח הארוך. אניח כאן שמתחם הפעולה של מנהל הקונסורציום בקביעת מחיר ההנפקה לציבור הינו רחב דיו ומעניק לו גמישות רבה (למרות הבטחתו הלא-פורמלית במכתב-הכוונות). עוד אניח, לצורך ההתמקדות בסעיף זה בפערי המידע בין החברה ומנהל קונסורציום החתמים לבין המשקיעים, כי אין פערי מידע וניגודי עניינים בין החברה לבין מנהל הקונסורציום בקביעת מחיר ההנפקה. לאחר שהחברה המנפיקה בוחרת את מנהל הקונסורציום, מתחיל תהליך ההנפקה.

השחקן השני הוא מנהל קונסורציום החתמים. הלה נמצא במצב שבו שכירת השירותים שהוא מעניק – שירותים של הפצה ושל הקטנת הסיכון הכרוך במכירת ניירות-הערך – כוללת גם את שכירת המוניטין שלו. הסיבה לכך היא שהוא אינו יכול להפריד את המוניטין מהשירותים האחרים שהוא מספק. ציבור המשקיעים יודע כי מנהל הקונסורציום אוסף את המידע שדרוש לו לשם עריכת העסקה ובוחר אותו, תוך השאת ההפרש בין התועלת הצומחת לו מאיסוף המידע ומהערכתו לבין עלויות האיסוף וההערכה. ברור לציבור כי במסגרת זו מנהל הקונסורציום עורך בדיקה מקיפה של המידע הרלוונטי לצורך הערכת שווי העסקה. המידע בדבר ערכם של ניירות-הערך והסיכון הגלום בהם הוא המידע שחשוב למנהל הקונסורציום לצורך הערכת שווי העסקה וקביעת תנאיה השונים. אם מנהל הקונסורציום יטעה בהערכה, למשל ייחס לניירות-הערך שווי רב מדי, הוא עלול למצוא את עצמו במצב שבו ההנפקה אינה נמכרת והחתמים נותרים עם ניירות-הערך שרכשו במחיר גבוה מבלי שהם יכולים למוכרם ללא הפסדים. במקרה זה, כאשר יתברר כי מחיר ניירות-הערך יורד (כתוצאה מעיבוד המידע על-ידי השוק המשני), ייפגע המוניטין של מנהל הקונסורציום. המוניטין שלו ייפגע גם במקרה שבו חלה ירידה במחיר ניירות-הערך עקב התגלות פרט מטעה בתשקיף. נוסף על כך, הציבור אינו יודע להבחין בין המוניטין של מנהל הקונסורציום בהקשר של איסוף המידע הרלוונטי לבין המוניטין שלו בהקשר של יכולת הערכה מדויקת של המידע.

52 לדעתי, בסבך האינטרסים של השחקנים השונים הפועלים בשוק ההון, אין זה סביר כי החברה המנפיקה תאות על ערכה באמצעות הורדת מחיר בהנפקה הראשונה (דהיינו, באמצעות תת-מחור). זאת, משלוש סיבות: (1) במצב-הדברים המורכב בשוק הראשוני המשקיעים אינם יודעים לזהות כי ניתן איתות כלשהו. (2) לחברה יש אינטרסים משמעותיים במכירת ניירות-הערך במחיר הגבוה האפשרי – התמורה תשמש את החברה לצמיחה, ובעלי המניות הקיימים מעוניינים למכור את חלקם ביוקר. (3) התשלום באמצעות איתות מסוג זה הינו גבוה מאוד – ערך החברה יתגלה ממילא בקרוב, עם תחילת המסחר בשוק המשני, ולכן רובה המכריע של התועלת מהאיתות צריכה להינתן לחברה כבר בהנפקה הראשונה. לעומת זה, קיימים מנגנונים זולים בהרבה (כגון שימוש במוניטין של החתמים ורואה-החשבון) למתן איתות אמין על ערכה של החברה.

החתמים יודעים כי יכולתם להתקשר בעתיד עם חברות תלויה בהצלחותיהם הקודמות. המוניטין שלהם רגיש מאוד לאי-הצלחה במכירת ההנפקה ולטעויות באיסוף המידע ובהערכתו. עיקר רצונם של החתמים, נוסף על סגירת העסקה (שתצמיח להם רווחים), הוא לבנות מוניטין טוב ככל האפשר. אניח כאן שהחתמים פועלים כמתווך אובייקטיבי: מצד אחד, הם רוצים להעלות את קרנם בעיני חברות, ומן הצד האחר, הם מבקשים לשפר את המוניטין שלהם בקרב המשקיעים. חשוב להדגיש שקיים מתאם רב בין המוניטין של החתמים בקרב החברות לבין המוניטין שלהם בקרב המשקיעים. יצוין כי אף אם המתאם אינו מלא, אין סיבה להניח שהחתם מעדיף צד זה או אחר. במודל המוצע, החתמים בוחרים את המחיר שבו יוצעו ניירות-הערך לציבור. בחירתם נעשית על-סמך הנתונים שמסרה להם החברה, כפי שנבדקו על-ידיהם, ועל-סמך ההערכות שקיבלו מן המשקיעים, בתגובה על טיוטת התשקיף שהועברה אליהם, לגבי המחיר הריאלי של ניירות-הערך. מנהל הקונסורציום יעריך על-פי נתונים אלה את המחיר הריאלי הצפוי. השחקן השלישי הוא המשקיעים. למשקיעים יש מידע (חלקי) וזה בדבר התפלגות ערך החברה, והוא נובע בעיקר מהמידע (החלקי) שמצוי בתשקיף. המשקיעים בוחרים אם לקבל את מצגה של החברה המנפיקה כמות שהוא ולהאמין כי החברה מסרה את כל המידע הרלוונטי באופן אמין. על-סמך נתונים אלה, המשקיעים קובעים את הערכתם בדבר המחיר הריאלי של ניירות-הערך (S_1). גם המשקיעים ניטרליים לסיכון. בחירתם של המשקיעים (אם להאמין כי החברה המנפיקה מסרה את כל המידע הרלוונטי באופן אמין) תלויה בשמה הטוב של החברה ובשמו הטוב של מנהל קונסורציום החתמים. המשקיעים אינם יודעים להבחין אם המידע נמסר לחתמים, נבדק על-ידיהם, הוערך באופן מקצועי והוצג כראוי בטיוטת תשקיף ההנפקה.

(ii) הפעולות שכל אחד מהצדדים יכול לנקוט

אפשרויות הפעולה של החברה המנפיקה הן גילוי נאות של כל המידע בתשקיף ומסירת כל המידע הרלוונטי הנוסף לחתם (מידע סודי, תוכניות-חומש, הערכת פרויקטים וכדומה) (להלן: גילוי נאות) או העלמת מידע ומסירת מידע הכולל פרטים מטעים. החברה עורכת את טיוטת התשקיף ומעבירה אותה לבדיקת מנהל הקונסורציום בצירוף המידע הגולמי ששימש לעריכתה. מנהל הקונסורציום בודק את המידע שקיבל ומעריך אותו. בשל השפעות של פרסום המידע על צדדים שלישיים, המידע שנמסר לחתם כולל גם מידע גולמי שלא ניתן לו ביטוי בתשקיף.

מנהל הקונסורציום, שאינו יודע באיזו פעולה בחרה החברה, בוחר את רמת המאמץ שישקיע בעריכת בדיקות הנאותות. רמת המאמץ שבוחר ידועה לו ולחברה, אך אינה ידועה למשקיע. אם מנהל הקונסורציום בוחר ברמת מאמץ נמוכה (a_1), הוא אינו מאתר גילוי לא-נאות⁵³. אם הוא בוחר ברמת המאמץ המיטבית (a_2), הוא מאתר גילוי לא-נאות ומתקן

53 ההנחה כאן היא שהחברה אינה בוחרת באי-גילוי ברמה שנתפסת על-ידי המשקיעים ומנהל הקונסורציום כתרמית חמורה, פעולה שמחייבת ניתוק של הקשר עם החברה. היה אפשר

אותו. מנהל קונסורציום שפועל ברמת מאמץ גבוהה יותר מן המיטבית (a_3) משיג אותה אפקטיביות של הבדיקה כמו ברמת המאמץ הקודמת. עלויות ההשתתפות בהנפקה לגבי מנהל הקונסורציום כוללות, בין היתר, את העלויות של בדיקות הנאותות, שעומדות ביחס ישר למאמץ שהשקיע; הפסדים אפשריים מרכישת ניירות-ערך (במקרה שלא כל ניירות-הערך נמכרים); את העלויות הוויסות של השוק שלאחר ההנפקה, שתלויות במידת ההצלחה של ההנפקה; וכן את עלויות ההפצה של ניירות-הערך.

המשקיעים, שאינם יודעים איזו פעולה נקטה החברה ובאיזו רמת מאמץ פעל מנהל הקונסורציום, בוחרים אם להאמין למצגיה של החברה שכוללים בתשקיף (אשר מפורסם ללא מחירי ניירות-הערך) או לא להאמין להם.⁵⁴

מנהל הקונסורציום מרכז את נתוני הביקוש של המשקיעים, ואינו יודע אם האחרונים בחרו להאמין לחברה או לא להאמין לה. במקרה שהוא בוחר ברמת המאמץ הנמוכה, הוא אינו יודע אם החברה בחרה בגילוי נאות או בגילוי לא-נאות. בהתאם למידע שבידו, מנהל הקונסורציום בוחר, כמתווך אובייקטיבי חסר הטיות, את המחיר שבו יוצעו ניירות-הערך לציבור, והציבור רוכש את ניירות-הערך. המחיר שבו מוצעים ניירות-הערך משקף את נתוני ההיצע והביקוש, כפי שלמד אותם מנהל הקונסורציום. למשקיע, שאינו יודע איזו פעולה נקטה החברה ובאיזו רמת מאמץ פעל מנהל הקונסורציום, יש אמונה מוקדמת לגבי השאלה כיצד מנהל הקונסורציום פועל. אמונה זו של המשקיע תלויה במוניטין של מנהל הקונסורציום. מוניטין זה תלוי ברשימת הצלחותיו וכשלונותיו של מנהל הקונסורציום בעבר. הצלחה פירושה שבהנפקות קודמות בשוק הראשוני הצליח מנהל הקונסורציום לגרום לכך שמחיר ההנפקה ישקף גילוי נאות של החברות המנפיקות, הן בתשקיף ההנפקה והן של מידע סודי שנמסר לו.

למשקיע יש אמונה לגבי התנהגותו של מנהל הקונסורציום, שתלויה במוניטין שהלה צבר לעצמו עד כה (M_0). המשקיע סבור כי קיימת הסתברות מסוימת שמנהל הקונסורציום יקפיד לערוך את בדיקות הנאותות ברמת המאמץ המיטבית. אניה כי הסתברות זו שווה לגודל המוניטין של מנהל הקונסורציום ($p(a_2)=M_0$). המשקיע מאמין שקיימת גם הסתברות מסוימת שמנהל הקונסורציום יפעל ברמת המאמץ הנמוכה. מאחר שהוא אינו מאמין שמנהל הקונסורציום יפעל ברמת מאמץ גבוהה מהמיטבית, מתקבל שהסתברות (בעיני המשקיע) שמנהל הקונסורציום יפעל ברמת המאמץ הנמוכה היא:

$$p(a_1)=1-p(a_2)-p(a_3)=1-M_0$$

להרחיב את המודל כך שהחברה יכולה לנקוט גם פעולה כזו (אי-גילוי חמור). במקרה כזה היה מנהל הקונסורציום מגיב בניתוק הקשר עם החברה בשל החשש שהדבר יתגלה למשקיעים ויוביל לכשלון ההנפקה (וגם לפגיעה קשה במוניטין שלו עצמו), ולכן החברה אינה נוקטת פעולה כזו.

54 בפרק זה הנחת כי ההנפקה הינה הנפקה ראשונה של החברה (IPO) ולכן החברה טרם צברה מוניטין משלה שיכול להשפיע באופן משמעותי על אמונתו של המשקיע.

(iii) קבוצת התשלומים

התועלת העיקרית לחברה היא ערכם של ניירות-הערך שהיא מצליחה למכור. רווחי המשקיעים תלויים בשינוי ערכם של ניירות-הערך שקנו כתוצאה ממידע חדש על ערכם האמיתי. התועלת העיקרית של מנהל הקונסורציום צומחת לו מעלייה במוניטין ($M_0 < M_1$). המוניטין משתנה בהתאם להערכת המשקיעים אם הצליח או נכשל, עובדה שהאחרונים אינם יודעים בדרך-כלל לזהות בוודאות. המשקיעים מבססים את הערכתם זו על המידע שנאסף אצלם עובר להנפקה, לרבות אופן פעולתם בהנפקה (מאמינים או לא מאמינים); על המידע בנוגע להתנהגות של החברה ומנהל הקונסורציום, שנאסף בשוק שלאחר ההנפקה (ממצאים המבססים אינדיקציה לגבי הפעולות הנסחרות שלהם); ועל המידע שבידם בדבר התנהגותם של ניירות-הערך באותו שוק (S_1): אם מתגלה מידע שמוכיח בוודאות כי היה פרט מטעה בתשקיף ומנהל הקונסורציום היה אמור לגלותו – המוניטין של האחרון נפגע בוודאות; אם מתגלה מידע שמחשיד את החברה באי-גילוי ואת מנהל הקונסורציום באי-נקיטה של רמת הפעולה המיטבית, אזי המשקיעים יבחנו את ההתנהגות של מחירי ניירות-הערך – ככל שתהיה ירידה חדה יותר במחיר (לא-שיטתית), ייטו המשקיעים להניח בוודאות רבה יותר כי היא קשורה לאי-גילוי;⁵⁵ אם מתגלה מידע מחשיד כאמור, מחירי ניירות-הערך ירדו יותר אם המשקיעים האמינו למצגים של החברה והחתמים. אם המשקיעים לא האמינו למצגים של החברה והחתמים, ירידת הביקושים מובילה למחירים נמוכים יותר בשווי-משקל. (מחיר שיווי-המשקל כולל את ציפיית המשקיעים כי המחיר אינו משקף את כל המידע הרלוונטי.) בהתאם, השינוי במוניטין של מנהל הקונסורציום כתוצאה מההנפקה נקבע סופית רק בתום תקופה מסוימת לאחריה, לאחר שנאסף ועובד המידע בדבר התנהגותם של החברה ומנהל הקונסורציום בהנפקה ובדבר ההתנהגות של מחירי ניירות-הערך בשוק שלאחר ההנפקה. אחד המרכיבים החשובים במודל הוא שכאשר השחקנים השונים מחליטים על אופן פעולתם בהנפקה, הם אינם יודעים כיצד ישתנה המוניטין של מנהל הקונסורציום. השתנות המוניטין תלויה בפעולותיהם של כל השחקנים, בהשתנות של מחירי ניירות-הערך בשוק שלאחר ההנפקה וכן ביכולתם של השחקנים השונים לזהות את פעולתם של האחרים. רווחיהם של החברה והמשקיעים והמוניטין של החתם (M_1) תלויים באסטרטגיה שנקט כל אחד מהצדדים, כמתואר להלן.

ראשית, אבחן את המצבים שבהם החברה בוחרת לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות. במצב זה, אם מנהל הקונסורציום בוחר ברמת המאמץ המיטבית (או ברמה גבוהה יותר)

55 ההנחה היא שהחברה מעוניינת בדרך-כלל לכלול בתשקיף מידע חיובי שמטרתו להשיא את ערכם של ניירות-הערך שהיא מנפיקה. במקרה שבו יתגלה כי בתשקיף יש פרט מטעה, עלייה במחירי ניירות-הערך תתרחש לעיתים נדירות בלבד. זאת, בין היתר, בשל כך שגילוי העובדה שהמנהלים הסתירו מידע חיובי הינו למעשה גילוי של מידע שלילי על הנהלת החברה, ואיתות לכך שיתכן כי ניירות-הערך של החברה נפלו קורבן למניפולציה בניירות-ערך.

והמשקיע מאמין למצגי החברה, אזי הן החברה והן המשקיעים מרוויחים מההנפקה. תוצאה זו משקפת את הרווחים הנורמליים שיפיקו החברות (יצרניות ניירות-הערך) והמשקיעים (צרכני ניירות-הערך) בשוק תחרותי עם מידע מלא. במקרה זה מנהל הקונסורציום מעריך כי תוחלת השינוי במוניטין שלו הינה בגודלה המרבי. זאת, מן הטעם שהסתברות לכך שיימצא ממצא ודאי שהחברה נקטה גילוי לא-נאות או שמנהל הקונסורציום פעל ברמת המאמץ הנמוכה היא 0, והסתברות לכך שהמשקיע יפרש ירידת מחירים בשוק שלאחר ההנפקה, או ממצאים מחשידים לגבי התנהגותם של החברה ומנהל הקונסורציום, כגילוי לא-נאות הינה נמוכה מאוד.

אם באותן פעולות של החברה והמשקיעים (גילוי נאות ומתן אמון, בהתאמה) מנהל הקונסורציום פועל ברמת המאמץ הנמוכה, אזי התוצאות מבחינת החברה והמשקיעים אינן משתנות. לעומת זה, המוניטין של מנהל הקונסורציום עלול להיפגע. אומנם תוחלת השינוי במוניטין הינה ברמה שקרובה לגודלה המרבי, אולם במקרה זה ההסתברות לכך שיימצאו ממצאים מחשידים לגבי הינה גבוהה יותר מאשר במקרה הקודם. במקרה זה קיימת הסתברות גבוהה יותר לכך שירידת מחירים תפורש על-ידי המשקיעים כעדות לכך שמנהל הקונסורציום נקט אסטרטגיה (שאותה אכן נקט בפועל) של בחירת רמת המאמץ הנמוכה. (זאת, בתנאי שממצאים אלה יתגלו - ברמת ודאות מסוימת - בד בבד עם ירידת המחירים.)

אם נניח כעת שהחברה בוחרת בגילוי נאות, שמנהל הקונסורציום בוחר ברמת המאמץ המיטבית (או ברמה גבוהה יותר) ושהמשקיע אינו מאמין למצגי החברה, אזי רווחי החברה קטנים מאוד (ניתן להניח שהם 0) ורווחי המשקיע קטנים (נניח שהם חצי מהרווחים הנורמליים). תוצאה זו משקפת את הפגיעה המהותית בחברה כתוצאה מהירידה בביקוש. המשקיעים לא יפסידו בהכרח מירידת הביקוש בשלב הראשון, ובשוק שלאחר ההנפקה הביקוש עשוי לעלות במידה מסוימת כתוצאה מגילוי פרטים המצביעים על כך שבוודאות מסוימת ערך החברה צריך להיות גבוה יותר. מאידך גיסא, כאשר החברה מדווחת פרטים שונים במהלך המסחר, השוק שאינו מאמין למצגי ההנהלה אינו נותן ערך מלא למצגים חיוביים, ולעומת זה מפחית את ערך החברה ביותר מן הדרוש במקרה של מצגים שליליים. כתוצאה מכך הביקוש בשוק שלאחר ההנפקה נוטה לרדת, ובסך-הכל ההנחה היא שרווחי המשקיעים קטנים. גם במקרה זה מנהל הקונסורציום מעריך כי תוחלת השינוי במוניטין שלו אינה בגודלה המרבי. זאת, מן הטעם שקיימת הסתברות מסוימת לכך שירידת מחירים תפורש על-ידי המשקיעים כעדות לכך שמנהל הקונסורציום נקט אסטרטגיה (שאותה לא נקט בפועל) של בחירת רמת המאמץ הנמוכה.

אם באותן פעולות של החברה והמשקיעים (גילוי נאות ואי-מתן אמון, בהתאמה) מנהל הקונסורציום פועל ברמת המאמץ הנמוכה, אזי התוצאות מבחינת החברה והמשקיעים אינן משתנות, אולם המוניטין של מנהל הקונסורציום עלול להיפגע יותר מאשר במקרה הקודם, שכן ההסתברות לכך שיימצאו ממצאים מחשידים לגבי הינה גבוהה יותר. שנית, אבחן את המצבים שבהם החברה בוחרת לנקוט אסטרטגיה של גילוי לא-נאות. במצב זה, אם מנהל הקונסורציום בוחר ברמת המאמץ המיטבית (או ברמה גבוהה יותר)

והמשקיע מאמין למצגי החברה, אזי הן החברה והן המשקיעים מרוויחים מההנפקה (רווחים נורמליים). מנהל הקונסורציום מעריך במצב זה כי תוחלת השינוי במוניטין שלו קרובה לגודלה המרבי, אך בפועל היא קטנה ממנה, שכן קיימת הסתברות לא־מבוטלת שיימצאו ממצאים מחשידים לגבי החברה. לכן קיימת הסתברות גבוהה יותר שירידת מחירים תפורש על־ידי המשקיעים כעדות לכך שמנהל הקונסורציום בחר באסטרטגיה של רמת מאמץ נמוכה (בניגוד לאסטרטגיה שנקט בפועל).

אם באותן פעולות של החברה והמשקיעים (גילוי לא־נאות ומתן אמון, בהתאמה) מנהל הקונסורציום פועל ברמת המאמץ הנמוכה, אזי התוצאות מבחינת החברה והמשקיעים משתנות. המשקיעים מוכנים לשלם מחיר גבוה מהמחיר הריאלי של ניירות־הערך, וסופגים הפסדים גדולים כתוצאה מירידת המחיר בשלב שבו מתבררת הטעות. החברה מרוויחה מעבר לרווחיה הנורמליים כתוצאה מהטעות של המשקיעים בנוגע לערכה. מנהל הקונסורציום סבור כי תוחלת השינוי במוניטין שלו הינה ברמתה הנמוכה ביותר. אכן, במקרה זה ההסתברות לכך שיימצאו ממצאים מחשידים לגבי הינה הגבוהה ביותר (הן ממצאים ישירים כי פעל ברמת המאמץ הנמוכה, והן הערכה של המשקיע כי נהג כך בהסתמך על ממצאים לגבי התנהגות החברה). במקרה זה קיימת ההסתברות הגבוהה ביותר לירידת מחירים, שכן החברה נמכרה במחירים גבוהים מערכה הריאלי, וכן ההסתברות הגבוהה ביותר לכך שירידת מחירים תפורש על־ידי המשקיע כעדות לכך שמנהל הקונסורציום נקט אסטרטגיה (שאותה אכן נקט בפועל) של בחירת רמת המאמץ הנמוכה.

אם נניח כעת שהחברה בוחרת בגילוי לא־נאות, שמנהל הקונסורציום בוחר ברמת המאמץ המיטבית (או ברמה גבוהה יותר) ושהמשקיע אינו מאמין למצגי החברה, אזי התוצאות מנקודת־מבטם של החברה והמשקיעים דומות לאלה שהתקבלו במצב המקביל שבו החברה בוחרת בגילוי נאות (ומנהל הקונסורציום והמשקיע בוחרים אותן פעולות שבתרו כאן). במקרה זה רווחי החברה קטנים מאוד (ניתן להניח שהם 0) ורווחי המשקיע קטנים (נניח שהם חצי מהרווחים הנורמליים). אולם להבדיל מן המקרה המקביל שבו החברה בוחרת בגילוי נאות, במקרה זה מנהל הקונסורציום מעריך כי תוחלת השינוי במוניטין שלו קטנה ביותר. זאת, מן הטעם שקיימת הסתברות גבוהה יותר שיימצאו ממצאים מחשידים לגבי החברה, שיפורשו על־ידי המשקיעים כעדות לכך שמנהל הקונסורציום נקט אסטרטגיה (שאותה לא נקט בפועל) של בחירת רמת המאמץ הנמוכה.

אם באותן פעולות של החברה והמשקיעים (גילוי לא־נאות ואי־מתן אמון, בהתאמה) מנהל הקונסורציום פועל ברמת המאמץ הנמוכה, אזי סביר להניח שהרווחים שתפיק החברה יקטנו או לא ישתנו, ושרוחי המשקיעים יקטנו מאוד. קיימת אפשרות שהחברה לא תיפגע, אם המשקיעים מקוונים בדיוק את כל הטעות שנגרמת עקב המצגים המטעים של החברה. המשקיעים, לעומת זה, לא יפסידו בשלב הראשון, אבל בשוק שלאחר ההנפקה הביקוש עלול לקטון במידה רבה עם גילוי פרטים המצביעים בוודאות מסוימת על אסטרטגיית אי־הגילוי של החברה. הפגיעה הצפויה במקרה זה במוניטין של מנהל

הקונסורציום היא ברמות-ביניים, שכן לא צפוי תיקון משמעותי במחיר ניירות-הערך במהלך המסחר לאחר ההנפקה.

(3) שיווי-המשקל

כאשר השוק פועל ללא מעורבותם של חתמים, החברה יכולה לבחור באסטרטגיה של גילוי נאות או באסטרטגיה של מסירת מידע הכולל פרטים מטעים, והמשקיע יכול לבחור להאמין למצגי החברה בתשקיף או לא להאמין להם. מאחר שפעולתם של מנהלי החברה נסתרת ויש סיכוי כי לא תתגלה בשוק שלאחר ההנפקה, נוצרת בעיה של סיכון מוסרי, שגורמת לכך שהמשקיעים אינם נותנים אמון במצגיהם של מנהלי החברה.

במקום אחר תיארתי בעיה דומה של מסירת מידע נאות על-ידי חברות במכירת ניירות-ערך⁵⁶ כבעיה שיוצרת מעין "דילמת אסיר". באופן הצגה זה יש כדי לתרום להבנת שיווי-המשקל שנוצר בשוק (מסחר בניירות-ערך במחירים נמוכים מאלה שהיה אפשר להשיג בשיווי-משקל יעיל). התוצאה שאנו מקווים להשיג היא שהחברה תבחר באופן וולונטרי לספק גילוי נאות, ושהמשקיע יאמין בכך. כך תתקבל התוצאה היעילה מבחינה חברתית (רווחים נורמליים לחברה ולמשקיעים). אולם התוצאה המתקבלת שונה – מתקבל שיווי-משקל Nash, שבו החברה מספקת גילוי לא-נאות והמשקיע אינו מאמין למצגיה (שיווי-משקל שהן החברה והן המשקיעים מפסידים ממנו).

כדי לפתור את הבעיה האמורה, השוק נעזר בשירותיו של מנהל קונסורציום, שרותם את שמו הטוב למשימת הגישור על פערי המידע. נוסף על כך, השוק בחר להשתמש בחתם במנגנון ההקצאה, כפתרון לעלויות התיווך וההפצה ולפערי המידע. אולם כעת נוצרת בשוק בעיה חדשה: גם פעולתו של מנהל הקונסורציום הינה פעולה נסתרת. לכן השכרת שירותי המוניטין של מנהל הקונסורציום אין בה כדי לפתור את בעיית המידע הלא-סימטרי. ללא הדין המטיל אחריות על מנהל הקונסורציום, המשקיעים אינם יודעים מהי רמת המאמץ שהשקיע מנהל הקונסורציום בעריכת בדיקות הנאותות. הם אינם יכולים לבדוק את המידע הגולמי שמסרה החברה למנהל הקונסורציום, אין בידיהם כל תיעוד של הפעולות שנקט מנהל הקונסורציום, ואין הם יודעים לשפוט, על-פי התנהגותה של המניה במהלך המסחר, אם הסיבה לירידה במחיר המניה היא טבעית (אי-הצלחה עסקית של פרויקט של החברה) או שהיא נובעת מגילוי לא-נאות.

במסגרת המודל חשוב במיוחד תפקיד המוניטין של מנהל הקונסורציום, שאותו הוא משכיר לחברה כדי לנסות להתגבר על חוסר האמון של המשקיעים, הנובע מחוסר יכולתם

56 נעם שר "דיני ניירות-ערך: מגמות מרכזיות" עיוני משפט כב (תשנ"ט) 265, 277-278, שם עסק הדיון בבחירה של החברה בין הפרת הוראות הדין הנוגעות בגילוי נאות בתשקיף לבין גילוי נאות, ובבחירת המשקיע אם להאמין למצגי החברה אם לאו. מטרת הדיון שם הייתה להראות את חשיבותו של מנגנון התובענה הייצוגית לשינוי שיווי-המשקל הלא-יעיל שמושג בשוק (המבוסס על קיום אסטרטגיה דומיננטית לחברות) שבו המשקיעים בוחרים לא להאמין לחברות והחברות בוחרות להפר את הוראות הדין.

לפקח על פעולתו. מנהל הקונסורציום תלוי במוניטין שלו לצורך קיום עסקיו והשכרת שירותיו בעתיד. אילו היה ניתן לשכנע את המשקיעים כי המוניטין שלו ייפגע אם לא יפעל ברמת המאמץ המיטבית, הם היו מאמינים כי הוא פועל ברמת מאמץ זו. אולם מאחר שהמשקיעים אינם יודעים מהי הסיבה להשתנות של מחיר המניה, אין כל סיבה להאמין כי המוניטין של מנהל הקונסורציום ישתנה בהתאם לרמת המאמץ שהשקיע. קיימות כמה אפשרויות להערכת המוניטין של מנהל הקונסורציום על-ידי המשקיעים. בין היתר, קיימת אפשרות שהמוניטין של מנהל הקונסורציום בעיני המשקיעים תלוי בתועלת שהפיקו המשקיעים מהעסקה. אפשרות אחרת היא שהמוניטין של מנהל הקונסורציום תלוי בהשתנות המחירים, ושהמשקיע נוטה לפרש ירידת מחירים כמעידה, ברמת ודאות מסוימת, שמנהל הקונסורציום פעל ברמת מאמץ נמוכה מדי. מאחר שהתפתחות המוניטין כתלות בהתנהגות המשתתפים השונים בהנפקה אינה ידועה, אי-אפשר לשכנע את המשקיעים כי למנהל הקונסורציום כדאי תמיד לפעול ברמת המאמץ המיטבית. זוהי בעיה של סיכון מוסרי של מנהל הקונסורציום, שמתבטאת בכך שייתכנו בשוק כמה שיווי-משקל אפשריים (ביניהם גם שיווי-המשקל היעיל, המושג כאשר החברה נוקטת אסטרטגיה של גילוי נאות, מנהל הקונסורציום פועל ברמת המאמץ המיטבית בעריכת הבדיקות, והמשקיעים מאמינים למצגי החברה).

(4) דיון בתפקידו של הדין במודל

(i) השינוי בהשפעת הדין כאשר מוסיפים את מנהל הקונסורציום כשחקן בשוק ההון קיימת בעיה בסיסית, הנובעת מכך שבהעדר תיווך פיננסי, חברות מנפיקות נוקטות אסטרטגיה של גילוי לא-נאות, והמשקיעים אינם מאמינים למצגיהן. במצב זה, אם מבקשים ליצור שיווי-משקל חדש באמצעות התערבות הדין, נדרשת התערבות משמעותית, שכן יש צורך ליתן תמריץ מהותי לחברה לספק גילוי נאות. מנגנון של אכיפת חובות גילוי מנדטוריות אמור להביא לידי כך שהתשלומים לחברה ולמנהליה יקטנו באופן משמעותי (על-ידי קנס פלילי ותביעה אזרחית) במקרה שבו היא בוחרת להפר את הוראות הדין (אסטרטגיה של גילוי לא-נאות). זאת, על-מנת לשכנע את החברה לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות (ואת המשקיעים – להאמין למצגיה).

עיצוב המשחק מחדש על-ידי הדין, כפי שנדרש במקרה שבו אין תיווך פיננסי, הינו משימה מסובכת ויקרה: יש צורך לקבוע כללים ברורים שיאפשרו אכיפה יעילה של הדין, יש צורך לעדכן את הכללים בהתאם לשינוי בפעולת השווקים, ויש צורך להחזיק מערכת שיפוטית יקרה. במישור האזרחי של הדין, בשוק ההון קיימת בעיה קשה של תת-אכיפה בשל הקושי באיתור המידע בדבר הפרת הדין והערכתו על-ידי המשקיע, שאין לו תמריץ להשקיע בכך (שכן הנזק שנגרם לו אינו גדול בדרך-כלל). נוסף על כך, עלויות ההתמודדות המשפטית עם החברות המנפיקות הינן גבוהות. לכן תוחלת הערך שצפויה למשקיע יחיד מהגשת תביעה עלולה להיות שלילית, כך שלא יהיה לו תמריץ ליוזם את התביעה המשפטית (שהאיום בה אמור להביא לידי אכיפת הוראות הדין על החברה

המנפיקה). מנגנון התובענה הייצוגית, שמיועד להתמודד עם בעיה זו, גורם אף הוא לעלויות כבדות.⁵⁷ חוסר יכולת לאמת את הנסיבות שהובילו לתביעה, קשיים בהבנת התחום המקצועי בעת הדיון בבית-המשפט וכן טעויות שיפוטיות עלולים לגרום לאי-ודאות במערכת הכלכלית, שתיצור עלויות גבוהות בפעילותה. במישור הפלילי, מלבד עלויות המשפט הגבוהות והעלויות הגבוהות של קיום מנגנונים של חקירה ותביעה, נוצרות עלויות של כפילות באכיפה (בזבוז משאבים במנגנוני האכיפה ועלויות של אכיפת-יתר במערכת הכלכלית) והגבלות-יתר על הפעילות הכלכלית. האכיפה הפלילית אף אינה יעילה בהתמודדות עם פגיעות קטנות יחסית במשקיע היחיד, שאופייניות לשוק ההון, בין היתר בשל חוסר מידע על הפרות אלה של הדין כלפי המשקיעים.

כאמור, כדי לפתור את הבעיה האמורה, השוק נעזר בשירותיו של מנהל קונסורציום, שרותם את שמו הטוב למשימת הגישור על פערי המידע. אולם גם מנהל הקונסורציום אינו מצליח לפתור את הבעיה, בשל בעיית הסיכון המוסרי הנוצרת אצלו כתוצאה מכך שפעולותיו נסתרות.

הקושי במציאת פתרון יעיל לבעיית השוק, ללא התערבות רגולטורית, נובע מכך שאי-אפשר לנסח חוזה אכיף שיחייב את מנהל הקונסורציום לפעול ברמת המאמץ המיטבית. מלבד העלויות הגבוהות של המשא-ומתן עם החתמים, קיים קושי להוכיח (ex post) שלא היה גילוי מלא. הקושי נובע מכמה גורמים: ראשית, מחירם של ניירות-הערך שהונפקו בשוק הראשוני משתנה תמיד במהלך המסחר בשוק שלאחר ההנפקה. לכן אי-אפשר לייחס את הירידה במחירם של ניירות-הערך לכך שמנהל הקונסורציום לא פעל ברמת המאמץ המיטבית (אף כי יש חשד שכך אירע). שנית, העדר גילוי נאות מתבטא לא רק בפרטים מטעים בתשקיף, אלא גם באי-גילוי מידע נוסף לחתם (אשר אמור להישאר חסוי אך לבוא לידי ביטוי במחיר ההנפקה שמנהל הקונסורציום קובע), במסירת פרטים מטעים לחתם או בהערכה לא-נכונה של החתם ביחס למידע החסוי שנמסר לו. המשקיע לא יוכל להוכיח כי החתם לא השקיע מאמץ ראוי באימות ובהערכה של פרטים אלה. שלישית, העלויות של גילוי המידע בדבר קיום פרטים מטעים בתשקיף והערכתו הינן גבוהות מאוד. חלק מהמידע מצוי רק בידי החברה ומנהל הקונסורציום, והם יסרבו לחשוף אותו מטעמי סודיות. לבסוף, עלויות המשפט הינן גבוהות מאוד. במיוחד, קיים קושי בהתמודדות של משקיע פרטי מול חברה ציבורית.

שני פתרונות אפשריים לבעיית הסיכון המוסרי נראים לא-יעילים במקרה הנידון: ראשית, פתרון חוזי – הרעיון המרכזי בפתרונות החוזיים לבעיות אלה הוא ליצור קשר עקיף בין רמת המאמץ של הסוכן (מנהל הקונסורציום) לבין התגמולים שיקבל, באופן

57 לדיון מקיף בסיבות לקשיי האכיפה בשוק ההון, ליתרונות הטמונים בפתרון שמציע מנגנון התובענה הייצוגית, לסיכונים הכרוכים בו ולצורך באיזון בין יתרונות וסיכונים אלה, ראו אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (התשנ"ט, כרך א) 556-602 (פרק יב, סעיף 2: "התובענה הייצוגית"). כן ראו את הדיון שערכתי בשר, שם, בעמ' 272-294.

שהחוזה יהיה אכיף ויתמרץ את הסוכן לפעול ברמת המאמץ המיטבית כדי להשיג את התוצאות המיטביות מבחינתו. בשיטה זו, העלויות של בעיית המידע החלקי מופנמות ומוטלות על הצד שיכול לנקוט פעולה נסתרת. פתרון זה אינו יעיל במקרה שלפנינו, שכן מלבד העלויות הגבוהות של המשא-ומתן עם החתמים, קיים קושי ליצור קשר בין הגילוי הנאות לבין התוצאות למשקיעים. הקושי טמון בכך שתוצאות ההנפקה למשקיעים תלויות בכמה פרמטרים, ביניהם התנהגות המחיר של נייר-הערך בשוק שלאחר ההנפקה, היחס שבין המחיר הריאלי של ניירות-הערך המונפקים לבין המחיר שמנהל הקונסורציום קובע, ואמונתם של המשקיעים לגבי המידה שבה המחיר המוצע משקף את כל המידע הרלוונטי (דהיינו, שניתן גילוי נאות). העדר מידע מלא בידי הצדדים מקשה על הגעה לפתרון חווי. יצוין כי גם אם קיים ex ante מידע בדבר פרמטרים אלה, חלקו המכריע מצוי בידי מנהל הקונסורציום. לכן המשקיעים לא יסמכו על מבנה התמריצים שמנהל הקונסורציום מציע לעצמו. שנית, פיקוח חיצוני – פיקוח חיצוני על בדיקות הנאותות של החתם עלול להיות יקר מאוד, שכן מדובר במערכת מורכבת מאוד של בדיקות. נוסף על כך, פיקוח כזה עלול לפגוע במוניטין של מנהל הקונסורציום, המשמש, על-פי ההסבר המוצע, גורם מרכזי בפתרון בעיית השוק.

כאשר החברה והמשקיעים נעזרים בשירותיו של מנהל הקונסורציום, המשכיר את שמו הטוב למשימת הגישור על פערי המידע בשוק הראשוני, התוצאה שמתקבלת היא שקיימים בשוק כמה שיווי-משקל אפשריים. הדין, שקובע כי מנהל הקונסורציום חייב לפעול ברמת המאמץ המיטבית, יוצר מוסכמה חברתית (Convention)⁵⁸ באשר לאסטרטגיה שמנהל הקונסורציום בוחר. למנהל הקונסורציום אין תמריץ לרמות את המשקיעים, ומבין שיווי-המשקל האפשריים הוא מעדיף את שיווי-המשקל שבו הוא פועל ברמת המאמץ המיטבית והמשקיעים מאמינים לו. בהינתן העובדה שקיימת מוסכמה חברתית באשר לאסטרטגיה שמנהל הקונסורציום נוקט, יש בכך סיוע ניכר (שייתכן שהינו תנאי מספיק) להעדפת דרך המשחק שתוביל לשיווי-המשקל הרצוי ולהצבעה על שיווי-המשקל הרצוי כעל זה אשר יתקיים בפועל.

תפקידו זה של הדין הינו זול יחסית, והוא יכול להתקיים גם במקביל לתפקיד האכיפתי שלו. יתר על כן, כאשר ההצדקה העיקרית להחלת הסדר משפטי מסוים היא יצירת מוסכמה חברתית שתאפשר דרך ודאית לשחק, עשויות להיות לכך השלכות חשובות מבחינת פשטותו של הדין, וייתכן כי לא יהיה צורך בקיום מנגנוני אכיפה

58 לביסוס דרך ודאית לשחק על-סמך מוסכמה חברתית ראו: Kreps, *supra* note 24, at pp. 410-413 וההפניות שם, וכן ההפניות בעמ' 449-451. כן ראו: Fieke Van der Lecq "Conventions and Institutions in Coordination Problems" 144 *De Economist* (1996) 397; Young H. Peyton "The Economics of Convention" 10 *J. of Econ. Perspective* (1996) 105; Hans Van Ees & Harry Garretsen "Existence and Stability of Conventions and Institutions in a Monetary Economy" 28 *J. of Econ. Behavior & Org.* (1995) 275

מסורבלים ויקרים. המודל אינו שולל את האפשרות כי לדין יש תפקיד גם במישור האכיפתי, אולם הוא תומך באינטואיציה המודגמת באמצעותו, שלפיה להטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יש תפקיד מרכזי של סיוע בפעולתו של מנגנון השוק, על-ידי הצבעה על שיווי-המשקל הרצוי.

מסקנה נוספת היא שאם תוטל אחריות על החברה ומנהליה, ולא על מנהל הקונסורציום, לא יהיה אפשר להשתמש בשירותיו של האחרון, יחד עם תמיכתו של הדין, ליצירת מנגנון יעיל וזול של העברת מידע אמינה. על-פי המודל, אי-אפשר ליצור מוסכמה חברתית, באופן המתואר, על-ידי הטלת אחריות על החברה ומנהליה. ייתכן שיהיה אפשר להשתמש בתפקיד האכיפתי של הדין כדי לשכנע את החברה ומנהליה לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות, אולם עלויותיו של מנגנון האכיפה הנדרש יהיו גבוהות מאוד. (צריך ליצור תמריצים חזקים מאוד לחברה ולמנהליה, ולעצב מחדש את המשחק, כך שבמקרה שהחברה תנקוט אסטרטגיה של גילוי לא-נאות, יוטל עליה ועל מנהליה קנס גדול שיביא בחשבון גם את הסיכוי שהחברה לא תיתפס, שלא יושגו ראיות, שלא יהיה אפשר להעריך את הראיות כמצביעות על גילוי לא-נאות וכדומה.)

(ii) הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום עוזרת לשכנע את החברה לבחור בגילוי נאות מסקנה אחרת הנובעת מן המודל היא שכאשר מוטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, קל יותר וזול בהרבה לשכנע את החברה ומנהליה לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות. בהינתן שקיימת ודאות באשר לדרך המשחק של מנהל הקונסורציום (שבוחר ברמת המאמץ המיטבית) ושל המשקיע (שמאמין כי ניתן גילוי נאות כתוצאה ממעורבותו של מנהל הקונסורציום), לחברה לא יצמחו יתרונות מהעדפת אסטרטגיה של אי-גילוי על אסטרטגיה של גילוי. לכן במקרה זה יידרשו תמריצים מעטים יותר, כגון תמריץ השם הטוב או אכיפה בשיעור מינימלי, כדי לשכנע את החברה ומנהליה לבחור באסטרטגיה של גילוי נאות.

(iii) כיצד הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום משפיעה על בניית המנגנון שמתבסס על המוניטין של מנהל הקונסורציום

בעיית הסיכון המוסרי של מנהל הקונסורציום נוצרת בשל הקושי לזהות ex post כיצד פעל. הבעיה אף חמורה מזו שעולה מן המודל שהוצג, שכן ייתכן מצב (שלא נבחן במודל) שבו מנהל הקונסורציום ישקיע מאמץ מיטבי בבדיקות הנאותות אך לא יזהה את הפרט המטעה בתשקיף. כן ייתכן שמנהל הקונסורציום יעריך באופן לא-מדויק את המידע שנמסר לו.

קיימת הסתברות מסוימת לכך שירידת מחירים או ממצאים מחשידים לגבי התנהגות החברה או מנהל הקונסורציום יפורשו על-ידי המשקיעים כעדות לכך שמנהל הקונסורציום בחר לפעול ברמת מאמץ שנופלת מזו המיטבית או פעל באופן לא-מקצועי בהערכת המידע שנמסר לו. זאת, אף שמנהל הקונסורציום בחר ברמת המאמץ המיטבית והעריך את המידע שנמסר לו באופן מקצועי. הסתברות זו גונתת תמריץ למנהל הקונסורציום לסטות מדרך ההתנהגות שהוגדרה במודל, ולהפסיק להתנהג כמתווך אובייקטיבי. ההנחה היא שמנהל

הקונסורציום אוסף את נתוני הביקוש של המשקיעים, מצד אחד, ואת נתוני ההיצע של מציעי ניירות-הערך, מן הצד האחר, וכי הוא היחיד שידע אותם לאשורם. בהינתן הנחה זו, מנהל הקונסורציום יכול לקבוע את מחיר ההנפקה כך שיביא בחשבון את הסיכון שמוטל עליו בשל פגיעה אפשרית במוניטין שלו. פגיעה כזו עלולה להתרחש עקב טעות של המשקיעים באשר לרמת המאמץ שהשקיע מנהל הקונסורציום ובאשר ליכולתו המקצועית להעריך את הנתונים שקיבל. התוצאה תהיה ירידה במחירם של ניירות-הערך בהנפקה.

יכולתו של מנהל הקונסורציום להוריד את המחיר מוגבלת על-ידי כמה פרמטרים: ראשית, יכולתו להסביר את השינוי (אם יש שינוי כזה) יחסית למחיר שעליו הצהיר במכתב-הכוונות שנמסר לחברה בעת ההתקשרות הראשונית עימה (שאינו יכול להיות נמוך מדי בשל התחרות עם מנהלי קונסורציום אחרים); שנית, המידע שמצוי בידי החברה לגבי המחיר הריאלי של ניירות-הערך וכן יכולת המיקוח שלה; ושלישית, שינוי המחיר מוגבל כך שלא ישפיע על שיווי-המשקל הקיים (שבו, בהינתן הדין, מנהל הקונסורציום בוחר לפעול ברמת המאמץ המיטבית והמשקיעים מאמינים לו).

הסבר זה לתופעת התת-תמחור (Underpricing) אינו ממצה. כאמור, הסיבות לתופעה של תת-תמחור בהנפקות ראשונות (IPOs) שנויות במחלוקת, והסיבות התיאורטיות שמוצעות כהסבר לה הינן רבות.⁵⁹ חשיבותו של ההסבר הנובע מן המודל נעוצה בהתייחסותו להשפעת הדין.

הסבר ידוע לתופעת התת-תמחור מתמקד בהשפעות ההדדיות בין תופעה זו לבין הסיכון של תביעה נגד החברה המנפיקה והחתמים. תביעות נגד החברה המנפיקה והחתמים בהנפקה הינן נפוצות – בעיקר בארצות-הברית, שבה שיעור התביעות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה נאמד, על-פי מחקר אמפירי אחד, בכ-5%–6%.⁶⁰ קיימים מודלים שמסבירים את תופעת התת-תמחור כנובעת מהתגוננות של החברה והחתמים מפני אפשרות של תביעות בגין הימצאות פרט מטעה בתשקיף.⁶¹ לפי הסבר זה, בהנפקות עם

59 ראו להלן בסעיף (א)(2)(i).

60 ראו: Tim Jenkinson & Alexander Ljungqvist *Going Public – The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance* (Oxford, New York, 2nd ed., Michelle Lowry & Susan Shu "Litigation Risk and IPO גם: 2001. 109 Underpricing" 65 *J. of Financial Econ.* (2002) 309; Stephen J. Choi "Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?" (Working Paper, 2004) available at <http://ssrn.com/abstract=558285> (6.4.2005).

61 לסיכום הטענות המסבירים את התת-תמחור כהתגוננות מפני תביעות משפטיות, Jenkinson & Ljungqvist, ראו: שבתנו טיעונים אלה, ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *ibid.*, at pp. 109–114 (§4.1: "Legal Liability") ומחקרים אמפיריים שתומכים בהסבר זה, ראו: Seha M. Tinic "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock" 43 *J. of Fin.* (1988) 789 ו-Patricia J. Hughes & Offerings of Common Stock

סיכון גבוה יותר לתביעה צפוי תתמחור בשיעור גבוה יותר, שמהווה מעין פרמיית ביטוח נגד תביעות. נוסף על כך, תתמחור בשיעור גבוה יותר יוביל לשיעור תביעות נמוך יחסית.

באשר לפן התיאורטי של ההסבר האמור, Alexander טענה כנגדו,⁶² בין היתר, כי בפועל התמים אינם נושאים באמת בעלות התביעה, ולכן אין להם תמריץ לבטח את עצמם על-ידי תתמחור. זאת ועוד, לטענתה, הגנת התתמחור ממילא אינה רלוונטית בתביעות על-פי דיני ניירות-ערך.

באשר לפן האמפירי, Jenkinson & Ljungqvist העריכו⁶³ כי הממצאים האמפיריים הקיימים אינם תומכים בהסבר זה לתופעת התתמחור. עם זאת, Lowry & Shu מצאו לאחרונה תמיכה אמפירית⁶⁴ הן לכך שבהנפקות עם סיכון גבוה יותר לתביעה צפוי תתמחור בשיעור גבוה יותר, והן לכך שתתמחור בשיעור גבוה יותר יוביל לשיעור תביעות נמוך יחסית.

המודל שהוצג מעלה הסבר אפשרי נוסף לכך שלדין יש תפקיד בריסון התופעה: אניה כי קיימת אפשרות שמנהל הקונסורציום גורם להורדה מסוימת במחיר שיווי-המשקל בשל הסיכון שהמוניטין שלו ייפגע עקב טעות של המשקיעים באשר לרמת המאמץ שהפעיל ובאשר ליכולתו המקצועית להעריך את הנתונים שקיבל (לאו דווקא בשל הגשת תביעה). הטלת אחריות על החתמים תגדיל את רמת הוודאות באשר לזיהוי ex post של אופן פעולתו של מנהל הקונסורציום. בין היתר, הדין קובע באמצעות תקנות מפורטות את הסטנדרטים שעל מנהל הקונסורציום לעמוד בהם, ומקל בכך על המשקיעים לבחון ולהעריך את פעולתו של מנהל הקונסורציום. הדין אף מקנה לתובע הפוטנציאלי סמכויות לביור דרך פעולתו של מנהל הקונסורציום במסגרת ההליך האזרחי. הגברת הוודאות, בין היתר כתוצאה מקביעת סטנדרטים מפורטים וסדרי דין, יש בה כדי לאפשר למנהל הקונסורציום למתן את שיעור הורדת המחירים.

Anjan V. Thakor "Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings" 5 *Rev. of Financial Studies* (1992) 709 אשר מוזכרים על-ידי Jenkinson & Ljungqvist (*ibid*). כן ראו עמרי ידלין "חידת 'מחיר המקסימום' בהנפקות ופתרונה (הומני)" עיוני משפט יט (תשנ"ה) 91, בהערות-שוליים 99 (המפנה למאמרו האמור של Tinic) ובטקסט הנלווה אליה.

Janet C. Alexander "The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced" 41 *UCLA L. Rev.* (1993) 17. למאמרים שמציגים ממצאים אמפיריים שאינם תומכים בהסבר זה, ראו: Philip. D. Drake & Michael. R. Vetsuypens "IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability" 22 *J. of Financial Analysis* (1993) 64; Nagpurnanand R. Prabhala & Manju Puri "How Does Underwriter Price Support Affect IPOs: Empirical Evidence" (Working Paper, 1998) available at <http://ssrn.com/abstract=95948>.

62 ראו: Alexander, *ibid*.

להגברת הוודאות באמצעות הדין יש חשיבות גם לגבי ביסוסו של מנגנון התיווך המסתמך על המוניטין של מנהל הקונסורציום. מאחר שהדין מקנה למשקיעים כלים לבחון את התנהגותו של מנהל הקונסורציום, הערכתם של המשקיעים ביחס למוניטין שלו הינה מדויקת יותר, ויכולתם להתבסס על מנגנון התיווך והגישור על פערי המידע שתלוי במנהל הקונסורציום – גדלה. מנקודת-מבטו של מנהל הקונסורציום, הדין מקטין את הסיכון שהמוניטין שלו יקטן כתוצאה מטעות של המשקיעים, ומאפשר לו לפעול ברמת סיכון נמוכה יותר.

(iv) התייחסות לטיעוני-נגד אפשריים

טענת-הנגד האפשרית הראשונה מתמקדת בשאלה אם שיעור גבוה של פשרות או השתתפות נמוכה של חתמים כנתבעים במשותף בתביעות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקה ראשונה יכולים להשמיט את הבסיס לתזה המוצגת במאמר. במאמר הוצג מודל שלפיו לדין שמטיל אחריות על חתמים יש תפקיד מרכזי בפתרון בעיה של פעולה נסותרת של מנהל הקונסורציום, שרמת המאמץ שהשקיע בעריכת בדיקות הנאותות אינה מתגלה בשוק שלאחר ההנפקה ללא עזרתו של הדין. אחת הטענות שניתן להעלות נגד התזה המוצגת כאן היא ששיעור הפשרות בתביעות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקה ראשונה הינו גבוה ואילו שיעור ההשתתפות של מנהלי קונסורציום כנתבעים במשותף בתביעות אלה הינו נמוך, ולכן אופן הפעולה (הנסותרת) של מנהל הקונסורציום אינו נחשף בפועל.

תשובה לשאלה זו מחייבת הצגתם של כמה נתונים: הממצאים האמפיריים מראים כי בארצות-הברית שיעור הפשרות בתביעות ייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקה הינו גבוה. לאחרונה מצא Choi,⁶⁵ על-פי נתוני הנפקות ראשונות בארצות-הברית מהשנים 1990–1999, כי לאחר חקיקת ה-Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (להלן: PSLRA)⁶⁶ ירד שיעור הפשרות המושגות בתביעות ייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקה ראשונה לכ-75% (לעומת כ-83% מהתביעות לפני החוק). להערכתו, השינוי בשיעור הפשרות אינו מצביע על הגדלת שיעור החשיפה של מנהלי הקונסורציום לבריור משפטי, אלא משקף את ההגבלות שהטיל הדין על הגשת תביעות.⁶⁷

63 ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60, at pp. 109–114. להרחבה בנושא הממצאים האמפיריים בשאלת הקשר בין נסיונם של החתמים להפחית את סיכון התביעה לבין שיעור התנת-מתחור, ראו להלן בסעיף (ב)(1).

64 ראו: Lowry & Shu, *supra* note 60.

65 ראו: Choi, *supra* note 60.

66 ראו: Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104–67, 109 Stat. 737 (1995).

67 לתביעות מסוג זה, שבהן מנהלי הקונסורציום נתבעו כנתבעים במשותף, ראו, למשל: *Kapps v. Torch Offshore, Inc.*, 2004 U.S. App. LEXIS 15423; *In re WRT Energy Sec.*

גם לגבי קצב השגת הפשרות קיימים נתונים אמפיריים. Bajaj, Mazumdar & Sarin מצאו לאחרונה,⁶⁸ על-פי נתוני הנפקות ראשונות בארצות-הברית מהשנים 1990–1999, כי לאחר חקיקת ה-PSLRA, מתוך כלל התביעות הייצוגיות המוגשות, ירד שיעור התביעות שבהן מושגת פשרה בתוך ארבע שנים לכ-26% (לעומת שיעור קודם של כ-58%). לאחר חקיקת ה-PSLRA מושגת אם כן חשיפה ארוכה יחסית של הנתבעים לאיום התביעה והבירור המשפטי. עם זאת, גם שינוי זה יכול להתפרש כנובע מהקטנת עוצמת האיום על הנתבעים הפוטנציאליים בכל מקרה של חשד להימצאות פרטים מטעים בתשיף ההנפקה.

תופעה חשובה אחרת היא השיעור הלא-גבוה של תביעות ייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשיפי הנפקה ראשונה שבהן התביעה מוגשת במשותף גם נגד מנהלי הקונסורציום. Bajaj, Mazumdar & Sarin מצאו,⁶⁹ על-פי נתוני הנפקות ראשונות בארצות-הברית מהשנים 1990–1999, כי לאחר חקיקת ה-PSLRA שיעור התביעות המוגשות כתביעות ייצוגיות נגד חתמים כנתבעים במשותף (נוסף על החברה המנפיקה ומנהליה) הוא כ-6%. עם זאת, להערכתי, אף שהנתונים שהוצגו על-ידי Bajaj, Mazumdar & Sarin מצביעים לכאורה על קיומה של התופעה האמורה, הם אינם משקפים נאמנה את שיעור התביעות הייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשיפי הנפקה שבהן התביעה מוגשת גם נגד מנהלי הקונסורציום כנתבעים במשותף. אינדיקציה אחת לכך מצויה במחקרו של Tinic,⁷⁰ משנת 1988, שהביא נתונים מתשיפי הנפקה של שני בנקים להשקעות – Alex. Brown & Sons, Inc. ו-L.F. Rothschild, Unterberg, Towbin, Inc. – שלפיהם נכון לשנת 1986 הם נתבעים ב-60 תביעות וב-73 תביעות, בהתאמה, בגין הנפקות ציבוריות שבהן שימשו חתמים. אינדיקציה נוספת לכך ניתן לקבל מחיפוש במאגרי הפסיקה בארצות-הברית. כך, במדגם אקראי שערכתי ב-Lexis.com מצאתי כי כ-44% מן התביעות הייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים במסמכי הרישום בהנפקות

Litig., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99,560, 1997 U.S. Dist. LEXIS 14009; *Cohen v. USEC, Inc.*, 70 Fed. Appx. 679, 2003 U.S. App. LEXIS 14546, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,457; *Demaria v. Andersen*, 318 F.3d 170, 2003 U.S. App. LEXIS 1318, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,256; *McKowan Lowe & Co. v. Jasmine, Ltd.*, 295 F.3d 380, 2002 U.S. App. LEXIS 12670, 53 Fed. R. Serv.3d (Callaghan) 1055; *Lilley v. Charren*, 17 Fed. Appx. 603, 2001 U.S. App. LEXIS 19430, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P91,601; *In re Flag Telecom Holdings, Ltd.*, 308 F. Supp.2d 249, 2004 U.S. Dist. LEXIS 3693

68 ראו: Mukesh Bajaj, Sumon C. Mazumdar & Atulya Sarin "Empirical Analysis: Securities Class Action Settlements" 43 *Santa Clara L. Rev.* (2003) 1001, 1009–1010.

69 ראו: *Ibid.*, at pp. 1007–1008.

70 ראו: Tinic, *supra* note 61, at pp. 798–799 (מוזכר במאמרה של Alexander); (Alexander, *supra* note 61, at p. 48.

ראשונות (שבהן ניתן פסק־דין שקיים במאגרי Lexis.com), מנהלי הקונסורציום הינם נתבעים במשותף.⁷¹ להערכתו, שיעור התביעות הייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בהנפקות ראשונות שבהן מנהלי הקונסורציום הינם נתבעים במשותף גבוה מהשיעור שהוצג במחקרם של Bajaj, Mazumdar & Sarin (כ־6%), אך אינו עולה על 50%.

תופעה משמעותית נוספת היא שכאשר מוגשת תביעה נגד מנהלי קונסורציום כנתבעים במשותף, שיעורי השתתפותם של האחרונים בתשלום כסום הפשרה הינם נמוכים בדרך־כלל.⁷² כדי להשיג מטרה זו, מנהלי הקונסורציום מפעילים לחץ עסקי על החברה ומנהליה לוותר על השתתפותם, ואינם מגלים נכונות לשלם. באסטרטגיה זו הם מצליחים לגרום לכך שכאשר מתגבשת פשרה בין התובעים לבין החברה ומנהליה, מנהלי הקונסורציום מצטרפים אליה ברגע האחרון בשיעורים נמוכים. זאת ועוד, מנהלי הקונסורציום מבקשים להפעיל את סעיף השיפוי בהסכם החיתום.

מדוע התובעים הייצוגיים מסכימים לכך שמנהלי הקונסורציום ישתתפו בשיעורים נמוכים בתשלומי הפשרה, ומדוע אין הם מצרפים מלכתחילה את מנהל הקונסורציום כנתבע בכל התביעות? התשובה לכך היא שאחריותה של החברה להימצאותם של פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה הינה ברמה גבוהה יותר מזו של מנהלי הקונסורציום, ואחריותם של מנהלי החברה ברורה יותר וקלה יחסית להוכחה. כמו־כן, לחברה ולמנהליה יש כמעט תמיד ביטוח אחריות מקצועית, ושאלת "הכיס העמוק" אינה רלוונטית. סעיף השיפוי מהווה אף הוא תמריץ לא לצרף את מנהל הקונסורציום כנתבע.⁷³ זאת ועוד, בנסיבות מסוימות ייתכן שהדין מטיל הגבלות על שיעורי השתתפות של מנהל הקונסורציום. נראה כי מנקודת־מבטם של התובעים, צירוף מנהל הקונסורציום עלול להקשות את ניהול התביעה, ואילו היתרונות שיצמחו מכך קטנים.

מדוע החברה, מנהליה וחברת הביטוח שמבטחת את אחריותם המקצועית מסכימים לכך שמנהלי הקונסורציום ישתתפו בשיעורים נמוכים בתשלומי הפשרה, ומדוע אין הם מצרפים מלכתחילה את מנהל הקונסורציום כנתבע בכל התביעות? התשובה לכך היא שהחברה ומנהליה, מצד אחד, וחברת הביטוח, מן הצד האחר, רואים אף הם אותה מערכת עובדתית שעומדת לפני התובעים הייצוגיים. גם הם מבינים שאחריותה של החברה הינה ברמה גבוהה יותר מזו של מנהלי הקונסורציום, ושאחריותם של מנהלי החברה ברורה יותר וקלה יחסית להוכחה. גם אותם מרתיעים סעיף השיפוי וההגבלות על שיעורי השתתפות שהדין קובע בנסיבות מסוימות. נוסף על כך, החברה ומנהליה עומדים בלחץ עסקי ניכר שמופעל על־ידי מנהל הקונסורציום, וחברות הביטוח אינן רוצות להיתפס כמי שפוגעות בעסקיו של המבוטח.

71 לא מצאתי הבדל משמעותי במדגם בין טווח השנים 2000–2004 לבין טווח השנים 1996–2000 מבחינת שיעור ההשתתפות של מנהלי הקונסורציום כנתבעים במשותף בתביעות ייצוגיות בגין הימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקה ראשונה.

72 ראו: Alexander, *supra* note 61, at pp. 48–49.

73 *Ibid*, *ibid*

אולם אין להסיק מכל אלה כי אין זה ראוי להטיל אחריות על מנהל ראשי של קונסורציום חתמים ועל יתר החתמים בגין הימצאות פרט מטעה בתשקיף, בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור, מן הטעמים המתוארים במאמר. לעומת זה, ניתן להסיק מנתונים אלה כי החתמים מגלים יכולת גבוהה בהקטנת החשיפה שלהם לסיכונים של עלויות התביעות, לרבות לסיכוני הפגיעה במוניטין. כל אלה צריכים לדעתי להוביל למסקנה שעל הדין להתמודד עם התופעות המתוארות, המביאות לידי כך שהמטרה של הגדלת התועלת החברתית באמצעות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום אינה מושגת או אינה מושגת במלואה. זוהי הצדקה מרכזית לכך שאין לאפשר למנהלי הקונסורציום שיפוי, שאין זה ראוי לסטות מהסדרי ההשתתפות הנויקיים הרגילים (ביחד ולחוד), שיש צורך לקבוע כללים מיוחדים בנושא של השגת פשרה במקרה שבו מנהלי קונסורציום הינם נתבעים במשותף, ושיש לדון בחסימת יתר הערוצים שפיתחו האחרונים כדי להקטין את החשיפה שלהם לסיכונים של עלויות התביעות, לרבות לסיכוני הפגיעה במוניטין. לכל אלה ניתן לייחד מאמר נפרד.

שאלה אחרת היא מדוע מנהלי הקונסורציום יוצרים את ערוצי המילוט המתוארים, ומדוע הם מתפשרים בשיעור גבוה של התביעות המוגשות נגדם כנתבעים במשותף. אם חשיפת האופן שבו פעל מנהל הקונסורציום תורמת לרווחה החברתית, אזי היא צריכה להיות אינטרס של מנהל הקונסורציום, שישתמש בחשיפה זו כדי להוכיח את איכותו ולזכות בהגדלת המוניטין הנלווית לכך.

להערכת, התשובה לשאלות אלה קשורה לשאלות יסודיות רבות הנוגעות בהתנהגותם של פרטים בכלל ושל גופים עסקיים בפרט. התופעה שלפיה בעלי-מקצוע פועלים לרכישת חקיקה וליצירת מנגנונים שיקטינו את חשיפתם לתביעות הינה תופעה נפוצה. ארגוני רופאים פועלים באופן זה, וארגוני בנקים פועלים באופן דומה. נראה כי לעיתים הם סבורים שיש בהקטנת החשיפה כדי להגדיל גם את רווחתם הפרטית וגם את הרווחה החברתית, לעיתים הם סבורים שכדאי להם לפעול כך כדי להגדיל את רווחתם הפרטית בלבד, ולעיתים הם פועלים כך אף-על-פי שרווחתם הפרטית קטנה יחד עם הרווחה החברתית (למשל, בשל אינטרסים של האיגוד המקצועי או בשל אסטרטגיה כוללת של פעולה רציפה למען הקטנת החשיפה). היבטים אלה הינם מחוץ למסגרת המאמר.

נוסף על כך, לאחר ההנפקה הראשונה, כאשר נוצר חשש אצל מנהל הקונסורציום כי תוגש תביעה בשל הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה, הוא ינסה להקטין את החשיפה, ולא לעודדה, אף אם הוא סבור כי פעל כשורה. הסיבה לכך, מלבד הסיבות ההתנהגותיות האמורות, היא שבכל תביעה קיימת אי-ודאות באשר לתוצאותיה. החשיפה עלולה להביא לידי כך שהעלויות שמנהל הקונסורציום יישא בהן, לרבות העלויות של פגיעה במוניטין, יהיו גבוהות מאוד. דווקא גובה העלויות הנובעות מפגיעה אפשרית במוניטין, אשר משמשות במודל מנוף להשגת שיווי-המשקל הרצוי, הן שגורמות לכך שמנהל הקונסורציום יפתח את ערוצי המילוט החקיקתיים והשוקיים. עלות הסיכון שבית-המשפט יטעה או שהשוק יפרש באופן מוטעה את תוצאות התביעה הינה גבוהה עד כדי כך שמנהל הקונסורציום יוותר על התועלת שעשויה לצמוח לו מהוכחת איכותו. נוסף על כך,

הסיכוי שמנהל הקונסורציום יוכל להוכיח את איכותו הינו נמוך מאוד. זאת, מן הטעם שברוב המקרים מושגת פשרה שמפצה את התובעים על כל נזקם. לכן מנהל הקונסורציום לא יוכל להשיג פסיקה שתועיל לבניית המוניטין שלו.

מאחר שמנהל הקונסורציום יודע מראש שאם יתעורר החשש להגשת תביעה, האסטרטגיה שלו תהיה הקטנת החשיפה, הוא פועל מראש לבניית כל המסלולים האפשריים להקטנת החשיפה האמורה, באמצעות רכישת חקיקה ופיתוח מנגנוני שוק. (זאת, נוסף על ההיבטים ההתנהגותיים האמורים, שמניעים בעלי-מקצוע וארגונים מקצועיים לפעול באסטרטגיה זו.)

שאלה חשובה נוספת היא כיצד אנו יודעים שתתמחור בהנפקות ראשונות אינו פתרון יעיל יותר לבעיית הפעולה הנסותרת של מנהל הקונסורציום ולסיכון החשיפה בגין תביעות מאשר כלל של הטלת אחריות.

התשובה לשאלה זו מחייבת דיון במחלוקת התיאורטית והאמפירית בשאלה אם התת-תמחור בהנפקות ראשונות אכן משמש את מנהל הקונסורציום כדי להתמודד עם סיכויי התביעות.⁷⁴ גם בהנחה שתתמחור אכן נגרם, בין היתר, כתוצאה מניסיון של מנהל הקונסורציום להקטין את סיכון התביעות, דעתי היא כי גורם אפשרי זה של התת-תמחור (אפקט הקטנת הסיכון) אינו יכול לשמש פתרון לבעיה. הבעיה המרכזית שתוארה במאמר היא שכתוצאה מהבעיה של פעולה נסותרת של מנהל הקונסורציום (שמצטרפת לבעיית הפעולה הנסותרת של מנהלי החברה) נוצר בשוק שיווי-משקל לא-יעיל, שבו המחיר שמושג לניירות-הערך המוצעים נמוך מהשיעור המיטבי. התוצאה היא הקטנת סך ההון המגויס לטובת פעילותן העסקית של החברות המנפיקות. אם קיים אפקט נוסף של תת-תמחור שמנהל הקונסורציום יוצר כדי להתמודד עם סיכון התביעה, אפקט זה מגדיל את העלויות העיקריות של הפחתת הפוטנציאל של גיוס ההון על-ידי החברה המנפיקה. אם קיים אפקט כזה, יש לראות בו סוג נוסף של דרך מילוט לשם הקטנת החשיפה, ולהתמודד איתו באותה דרך שבה מוצע להתמודד עם דרכי המילוט האחרות, דוגמת שיפוי. הטלת האחריות תקטין את הפחתת הפוטנציאל של גיוס ההון כתוצאה מבעיית הפעולה הנסותרת, ותקטין את הפחתת הפוטנציאל של גיוס ההון כתוצאה מהבעיה של אפקט הקטנת הסיכון באמצעות התת-תמחור. לדעתי, עלויות ההסדר (של הטלת האחריות ואכיפתה) הינן נמוכות יחסית, כפי שתואר לעיל.⁷⁵

טענתי כי בעיית הפעולה הנסותרת הינה קשה לפתרון, וכי פתרונות חוזיים או פיקוח חיצוני אינם צפויים להיות יעילים. שאלות חשובות נוספות קשורות לאופי הקונגטי של

74 ראו את הדיון לעיל בסעיף קטן (iii) בעמ' 338.

75 בעיקר מן הטעם שהטלת האחריות משמשת מנגנון זול יחסית שיוצר שיווי-משקל יעיל יותר באמצעות הצבעה על שיווי-המשקל היעיל כעל זה שיתקיים בפועל; וכן מן הטעם שכאשר מוטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, קל יותר וזול בהרבה לשכנע את החברה ומנהליה לנקוט אסטרטגיה של גילוי נאות. ראו את הדיון לעיל בסעיפים (i) ו-(ii), בעמ' 335, 338 בהתאמה.

הטלת האחריות: אם זה אכן אינטרס של מנהל הקונסורציום שאופן פעולתו יוודע למשקיעים, מדוע יש צורך בהטלת אחריות באופן קוגנטי? מדוע לא נותר למנהל הקונסורציום לקבוע באופן וולונטרי בתשקיף ההנפקה כי הוא אחראי להימצאותם של פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה וכי הוא נכון לפצות את המשקיעים בגין נזקם? לחלופין, מדוע לא נאפשר למנהל הקונסורציום להתנות על אחריותו להימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה? זאת ועוד, אם חשיפת אופן פעולתו של מנהל הקונסורציום היא אינטרס שלו, מדוע אין הוא נוהג לחשוף את דרך פעולתו בתשקיף ההנפקה?

חלק מהדיון בשאלות חשובות אלה הינו מחוץ למסגרת המאמר. עם זאת, ומבלי למצות את הדיון בשאלת הצורך בהטלת אחריות קוגנטית בשוק ההון בכלל ועל מנהלי הקונסורציום בפרט, חלק מן העקרונות והרעיונות שבבסיס ההצדקות שנתנו מחברים שונים להטלת חובות גילוי מנדטוריות ולאכיפתן רלוונטיות לדעתי גם כאן.⁷⁶ כך, על-פי טיעוניהם של Easterbrook & Fischel, כלל קוגנטי של הטלת חובות גילוי ואכיפתן יכול להקטין בעיות של תת-גילוי, שעלולות להיווצר בשל שלוש סיבות:⁷⁷ ראשית, המידע משרת פירמות אחרות – תת-גילוי עלול להיווצר כאשר פירמה מנפיקה מעריכה כי מידע שתמסור ישרת פירמות אחרות שמתחרות עימה או יסייע למשקיעים השוקלים להשקיע בפירמות אחרות; שנית, העדר אפשרות לגבות מחיר בעבור ייצור של מידע השוואתי; ושלישית, העדר תמריצים מתאימים לחברות ליצור את פורמט הגילוי הזול ביותר. לדעתי, רק אם תוטל על מנהל הקונסורציום אחריות שאינה ניתנת להתניה, יהיה אפשר ליצור פורמט אחיד של דיווח בתשקיפי ההנפקות, שיאפשר השוואה בין חברות ויהיה פורמט הגילוי הזול ביותר. המשימה של כתיבת התשקיף והעברת המידע למשקיעים מבוצעת על-ידי מנהלי הקונסורציום, והם נמצאים בעמדה הטובה יותר להביא לידי כך שפורמט הגילוי יענה על הדרישות האמורות. כך גם לגבי טיעונו של Rock⁷⁸ כי דיני הגילוי המנדטוריים בארצות-הברית עדיפים על פתרונות חוזיים בפתרון הבעיות השונות שהחברה המנפיקה ניצבת לפנייהן, הן בתחום תוכן הגילוי, הן בתחום אמינותו והן בתחום יכולת האכיפה. כאמור, לדעתו דינים אלה משמשים מנגנון יעיל הן במישור של סטנדרטיזציה והן באפשרם התאמה של דרישות הגילוי על-פני זמן. לדעתי, רק אם תוטל על מנהל הקונסורציום אחריות שאינה ניתנת להתניה, יהיה אפשר ליצור מנגנון התאמה כזה ביחס לרמתן של בדיקות הנאותות.

התשובות לשאלות האמורות מתמקדות בכך שללא הדין הקוגנטי, לא תושג המטרה של תחולת כלל של אחריות על מנהל הקונסורציום. אותו מנגנון של הימלטות מאחריות, הן באמצעות רכישת חקיקה והן באמצעות פעולות לפני ההנפקה ובמהלכה, יפעל בכל אחד מהמקרים באותו אופן. כך גם לגבי השאלה מדוע מנהל הקונסורציום אינו נוהג

76 ראו את ההפניות לעיל בהערות 22–27 ואת הטקסט הנלווה אליהן.

77 ראו: Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, supra note 23, at pp. 290–292, 300–302.

78 ראו: Rock, supra note 27.

לחשוף את דרך פעולתו בתשקיף ההנפקה. השיפת דרכי הפעולה בתשקיף ההנפקה תוכל אומנם לקדם את המטרה של בירור אופן פעולתו של מנהל הקונסורציום, אך בשל אותן בעיות של פעולה נסתרת וחוסר יכולת של המשקיעים לאמת את נכונות המצגים, תרומתה תהיה מועטה. כך גם לגבי האפשרות שמנהל הקונסורציום יפנה לגורם בלתי־תלוי ויבקש ממנו להעריך את תפקודו. גם פעולתו של גוף פיננסי, שאפקטיביות הבדיקה שלו ממילא נמוכה, לוקה בבעיה של פעולה נסתרת. מן הצד האחר, הסיכון שנובע מתיאור דרכי פעולתו של מנהל הקונסורציום בתשקיף או לפני גוף בלתי־תלוי הינו גדול. תיאור זה עלול להגדיל את הסיכון הטמון בהגשת תביעות בשל העדר פרט או בשל תיאור לא־נכון של הליך הבדיקות. זאת, מן הטעם שבמקרה של תביעה כזו הפגיעה במוניטין של מנהל הקונסורציום תהיה קשה מאוד.

(v) התייחסות להצעות לשינוי ההסדר המשפטי הנוהג
ההצדקות להטלת חובות גילוי מנדטוריות מתבססות ברובן על טיעונים שמתמקדים בהסברת פעולתם של שוקי ההון ובעלויות הגבוהות הכרוכות בפעולתם. חלק מהסברים אלה רלוונטיים גם לדיון בשאלת הטלת האחריות על חתמים. דוגמה לכך הן הסיבות שמצאו Easterbrook & Fischel להצדקת הטלת משטר של כללי גילוי מנדטוריים (אף שתמכו בכיטולו),⁷⁹ ביניהן פתרון בעיית התת־גילוי, שעלולה להיווצר כאשר פירמה מעריכה שמידע שתמסור ישרת פירמות אחרות ומשקיעים השוקלים להשקיע בפירמות אחרות, וכן העדר תמריצים מתאימים לחברות ליצור את פורמט הגילוי הזול ביותר. מנהל קונסורציום החתמים הינו מפקח יעיל על מסירת המידע. נוסף על כך, הוא מועמד טבעי להיות זה שייצור בצורה היעילה ביותר את פורמט הגילוי הזול, בשל היותו שחקן חוזר, בשל יתרון הגודל שלו, בשל הניטרליות היחסית שלו ובזכות העובדה שהוא מעסיק גורמים מקצועיים שרלוונטיים לצורך יצירת פורמט גילוי יעיל.

בהתייחס להצדקות שהציבו מלומדים אחרים – ביניהם Fox, חברת ה־SEC, Thomas, Kraakman ו־Coffee⁸⁰ – להטלת אחריות משפטית־אזרחית על חתמים, יש באופן ההצגה בפרק זה כדי לתת מימד נוסף לבעיה. מימד זה הוא הצגת הבעיה באופן שמשקף בצורה מדויקת יותר, לדעתי, את אופן פעולת השוקים, ובעיקר את האופן שבו השחקנים השונים מקבלים את החלטותיהם. שימת הדגש באסטרטגיות הפעולה של השחקנים מובילה להבנת הבעיה שקיימת במנגנון ההקצאה כבעיה כפולה של פעולה נסתרת, הן של החברה ומנהליה והן של מנהל הקונסורציום, שממנה נובעת בעיית הסיכון המוסרי של האחרון. פתרונה של בעיה זו הינו מורכב, כפי שהודגם לעיל.⁸¹

79 ראו: Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, supra note 23, at pp. 290–292, 300–302.

80 ראו לעיל הערות 34–37 והטקסט הנלווה אליהן.

81 ראו לעיל בסעיף א(א)1(3).

כאמור, Choi הציע משטר של אחריות מותאמת (Self-Tailored Liability).⁸² לדעתו, במקרה זה יבחר השוק את פורמט ההתחייבויות הטוב ביותר, ובמקביל תתאפשר גמישות שתחסוך בעלויות, בהתאם לנסיבות השונות. כן יתאפשר שינוי של פורמט הגילוי בצורה המיטבית, כאשר הדבר יידרש עם שינוי אופן פעולתם של השווקים.

הקשיים המרכזיים בהצעתו של Choi מודגמים במודל שהוצג בפרק זה. ראשית, כפי שטענתי, הקושי המרכזי בשוק הראשוני אינו הבחנה בין חברות איכותיות לחברות שאינן איכותיות (שאת כניסתן לשוק יש למנוע). הקושי המרכזי הוא לתמחר את שוויים של ניירות-הערך המוצעים, שעומדים להיסחר לראשונה (ולכן אין להם שווי שוק), בהינתן פעולות אסטרטגיות אפשריות של השחקנים השונים שפועלים בשוק, ביניהם מנהל הקונסורציום. שנית, הבעיה שהצגתי במודל – הסיכון המוסרי של מנהל הקונסורציום – הינה קשה לפתרון בשל הקושי לחשוף ex post את אופן פעולתו של מנהל הקונסורציום (והיא קשה לפתרון יותר מהבעיה הכללית של אי-סימטריה במידע שהציג Choi). כפי שהוצג במודל, הפתרון שמנגנון השוק מציע, אשר מסתמך על המוניטין של מנהל הקונסורציום, הינו חלקי. מכאן נובעת הצדקה מרכזית להטלת אחריות על חתמים. לבסוף, וחשוב באותה מידה – תפקידו המוצע של הדין (בהטלת אחריות משפטית-אזרחית על מנהל הקונסורציום) הוא לתמוך במנגנוני הפתרון שהשוק מציע (בין היתר, התבססות על המוניטין של מנהל הקונסורציום). לפעולה כזו של הדין יש סיכוי טוב להיות זולה יחסית.

להערכתו, בהיבט של תהליך התפתחותו של השוק הראשוני, הטלת אחריות על חתמים אינה מונעת את התפתחותם של מנגנוני שוק אחרים לפתרון בעיות המידע בשווקים (בניגוד לטענתו של Choi).⁸³ כפי שיוסבר להלן, הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יכולה לסייע בהתפתחותם של מנגנונים יעילים להעברת מידע, דוגמת המנגנון של בניית ספר-הזמנות (Bookbuilding), המשמש את מנהל הקונסורציום ברוב ההנפקות הראשונות בארצות-הברית, ובכמות הולכת וגדלה של הנפקות ראשונות בשוקי ההון השונים בעולם, לצורך תמחור ניירות-הערך המוצעים. למנהל הקונסורציום יש יתרון בפיתוח מנגנונים כאלה. הצעותיו של Choi – כי הרגולציה תתמקד ביצירת תבנית הגילוי של פעולת החתמים ובריכוז מידע בדבר ביצועיהם בעבר – נראות לי יעילות, אך בשלב זה רק במקביל לדין המטיל על החתמים אחריות משפטית. הוספת כלים אלה תאפשר לבחון אם חל בעקבותיה שינוי ביעילות פעולתם של השווקים במידה שמצדיקה את ביטול הדין המטיל על החתמים אחריות.

למנהל הקונסורציום יש יתרון גם בפיתוח מכשירים פיננסיים שמטרתם לעקוף את התיווך הפיננסי בשוק הראשוני. במקרה שכלים מסוג זה יתפתחו, יהיה מקום לדעתי לשקול את ביטול האחריות המשפטית של מנהל הקונסורציום (כפי שהציע Langevoort).⁸⁴

82 ראו לעיל את הטקסט הנלווה להערה 40.

83 ראו: Choi, *supra* note 31, at pp. 947–948.

84 ראו לעיל ההפניות בהערה 44.

(ב) מודל של תת-מחור (Underpricing)

(1) סקירת עבודות אחרות המתארות את תופעת התת-מחור בשוק הראשוני

בשיטה של בניית ספר-הזמנות,⁸⁵ מנהל הקונסורציום מקיים קשר דו-סטרי עם לקוחות פוטנציאליים במהלך שיווק ההנפקה. במסגרת ה-Road Show, הוא מארגן את הצגת החברה למשקיעים פוטנציאליים ומקבל מהם אינדיקציות - הזמנות לא-פורמליות לכמות ניירות-הערך שיזמינו ומחירם. הזמנות אלה נותנות לו מידע לגבי האופן שבו המשקיעים מנתחים את המידע שמועבר אליהם במסגרת ה-Road Show וכן את המידע הפרטי שבידיהם. המידע שהוא מקבל משמש אותו כדי לקבוע את מחירם של ניירות-הערך בהנפקה ואת אופן הקצאתם למשקיעים. המשקיעים שמנהל הקונסורציום אוסף מהם אינדיקציות הם בדרך-כלל משקיעים מתוחכמים שנמנים עם לקוחותיו הקבועים. בין משקיעים אלה לבין מנהל הקונסורציום קיים מעין הסכם לא-כתוב, שלפיו כאשר התשקיף נהפך לאפקטיבי וניתן להזמין על-פיו ניירות-ערך בהנפקה, הם אינם נסוגים מהזמנתם הלא-פורמלית והוא מתגמל אותם במסגרת הקצאת ניירות-הערך בהנפקה. משקיעים אלה מכונים במאמר "משקיעים קבועים".

הכתיבה המדעית בתחום המימון, שדנה בשיטה של בניית ספר-הזמנות, עוסקת בה בעיקר במסגרת של תופעת התת-מחור של הנפקות ראשונות. מבין עלויות המנגנון של הקצאת ניירות-הערך בשוק הראשוני, עלות מרכזית זו זכתה בנתח לא-מבוטל מן הכתיבה המדעית בתחום המימון.⁸⁶ תופעת התת-מחור מתבטאת בעליית ערך המניות ביום המסחר הראשון בהן, לאחר שנרשמו לראשונה למסחר בבורסה, יחסית לערכן בהנפקה לציבור.

85 לתיאור השיטה של בניית ספר-הזמנות והשלכותיה ראו גם את ההפניות לעיל בהערה 18 ואת הטקסט הנלווה אליה. כאמור לעיל (בהערה 21), לאחר חקיקת חוק החיתום ניתן לשווק ניירות-ערך בישראל לפי השיטה הנהוגה בארצות-הברית ובעולם, שבה מנהל הקונסורציום מקבל הזמנות לא-פורמליות לניירות-הערך המוצעים, ומתאפשרת זרימה דו-סטריית יעילה יותר של מידע. יחד עם זאת, הנפקה בשיטה לא-אחידה (כמו השיטה הרווחת בארצות-הברית), תוכל להתבצע בישראל, בהנפקות גדולות המובטחות במלואן בחיתום, רק לאחר השלמת הליכי החקיקה (לעיל הערה 11).

86 לסקירה כללית של התופעה כתופעה כלל-עולמית, ולסקירת הסיבות השונות להתרחשותה כפי שתוארו בכתיבה המדעית הרבה מאוד בתחום זה, ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60, at pp. 64-138. לסקירת הסיבות להתרחשות התופעה, ראו גם: Richard A. Brealey & Stewart C. Myers *Principles of Corporate Finance* (Boston & others, 6th ed., 2000) 414-416; Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey Jaffe *Corporate Finance* (Chicago & others, 5th ed., 1999) 503-509. לעיל הערה 61, שדן בפרק השלישי של מאמרו (בעמ' 111-149) במודלים השונים שפותחו כדי להסביר את התופעה.

התופעה הינה תופעה כלל-עולמית.⁸⁷ במדינות מפותחות שיעור העלייה בערך המניות בין הערך שבו נרשמו למסחר בבורסה לבין ערכן ביום המסחר הראשון הוא יותר מ-15% בממוצע, ובמדינות מתפתחות שיעור זה הוא כ-60% בממוצע.

קשה להמעיט בחשיבות התופעה. בארצות-הברית, בשנים 1980–2001, היקף גיוס ההון מן הציבור בהנפקות ראשונות הגיע לסך כולל של כ-488 מיליארד דולר (במחירי שנת 2001). בתקופה זו, באותן הנפקות, סך של יותר מ-106 מיליארד דולר "הושאר על השולחן". (סכום זה חושב על-ידי הכפלה של מספר ניירות-הערך שהוקצו בכל הנפקה בהפרש שבין מחיר ההנפקה לבין מחיר הסגירה של יום המסחר הראשון).⁸⁸ Jenkinson & Ljungqvist,⁸⁹ שסקרו את המודלים השונים להסברת תופעת התת-תמחור ואת המחקרים האמפיריים שבחנו אותם, סיווגו את המודלים לשלוש קטגוריות. שתיים מהן, שמתייחסות לפרמטרים הנידונים במאמר זה, יוצגו להלן.⁹⁰

(i) קטגוריה ראשונה – מודלים של מידע חלקי

בעיית סוכן (**Agent Problem**) ביחסי החברה והחממים – Baron & Holmström⁹¹ ו-Baron⁹² הציבו את המודלים הבסיסיים שמתארים את הבעיה כבעיית סוכן, כאשר לסוכן – מנהל הקונסורציום – יש יתרון על החברה בהכרת הביקוש בשוק. החברה פותרת את בעיית חוסר המידע באמצעות האצלת כוח הקביעה של מחיר ההנפקה לבעל המידע העדיף – מנהל הקונסורציום. הבעיה היא שלאחרון יש אינטרס בהגבלת מחיר

87 לסיכום המחקרים שאמדו את שיעור התת-תמחור במדינות שונות, ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *ibid*, at pp. 24–27. לגבי תופעת התת-תמחור בישראל, ראו שמואל האור, עזריאל לוי תשואה וסיכון בהנפקות חדשות של יחידות הכוללות מניות וכתבי אופציה בבורסה הישראלית (רשות ניירות ערך, תשנ"ב-1992).

88 ראו: Ritter & Welch, *supra* note 3, at pp. 1797, 1810–1811.

89 ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60. לסקירה נוספת שנערכה לאחרונה, שבחנה את המחקרים התיאורטיים והאמפיריים להסברת תופעת התת-תמחור, ראו: Ritter & Welch, *ibid*, at pp. 1802–1816.

90 לקטגוריה השלישית, העוסקת במודלים שמביאים בחשבון שיקולים של בעלות ושליטה בחברות המנפיקות, ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *ibid*, at pp. 127–138. יצוין כי קטגוריות אלה – אף שקיימת ביניהן חפיפה בהתייחסותן לאותן עלויות של מנגנון ההקצאה של ניירות-הערך, ואף שיש מודלים שניתן לסווגם ליותר מאשר קטגוריה אחת – יש בהן כדי להבהיר את הגישות השונות לבעיית התת-תמחור.

91 ראו: David P. Baron & Bengt Holmström "The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem" 35 *J. of Fin.* (1980) 1115.

92 ראו: David P. Baron "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distributions Services for New Issues" 37 *J. of Fin.* (1982) 955.

ההנפקה באופן שיקל את מכירת ניירות-הערך, כפוף למחיר-הסף שהחברה תהיה מוכנה לקבל.

מודלים נוספים של מידע לא-סימטרי - Rock⁹³ הציב מודל בסיסי שמתאר את הבעיה כבעיה של קריסת תמריצים (Adverse Selection).⁹⁴ לפי מודל זה, רק לקבוצת משקיעים מיודעים יש מידע (פרטי) מלא לגבי ערך החברה. מנהל הקונסורציום פועל כסוכן ניטרלי של החברה, יודע את שהחברה יודעת ופועל בהתאם לאינטרסים שלה. בתחרות בין המשקיעים על חלקם בהנפקות ראשונות, אם החברה תתמוחר לפי ערכה ה"אמיתי", אזי המשקיעים המיודעים ינצלו את המידע הפרטי שברשותם ויימנעו מהשקעות "רעות". לעומת זה, המשקיעים הלא-מיודעים יזכו בחלק גבוה יותר בהנפקות "רעות". זוהי "קללת המנצחים" (The Winner's Curse). כדי להימנע מבריחת המשקיעים הלא-מיודעים מן השוק, ההנפקות מתומחרות מתחת לערך ה"אמיתי" של החברות.

Booth & Smith⁹⁵ ו-Smith⁹⁶ התמקדו במה שכינו "השערת האימות" (The Certification Hypothesis), שלפיה ניתן להפחית את העלויות של בעיית האי-סימטרייה במידע על החברה המנפיקה, ולהקטין את שיעור התת-תמחור שנובע ממנה, באמצעות שכירת שירותיו של חתם בעל מוניטין.

מודלים אחרים בקטגוריה זו עוסקים באיתות החברה על ערכה באמצעות תת-תמחור.⁹⁷

אופן שיווק ההנפקה על-ידי החתמים ומגבלות מבניות - המודל של Benveniste & Spindt⁹⁸ מדמה את אופן ההנפקה בשיטה של בניית ספר-הזמנות, שבבסיסה קשר דו-סטרי בין מנהל הקונסורציום והמשקיעים. קשר זה מאפשר לראשון, במונחיהם של Benveniste & Spindt, להעביר למשקיעים את המידע הפרטי שבידי החברה על ערכה; לקבל מהם את המידע הפרטי ה"טוב" וה"רע" שלהם, הנחוץ לצורך תמחור "נכון" של ההנפקה; ולתגמל אותם, תמורת מסירת המידע, באמצעות תת-תמחור של הנפקות והקצאת ניירות-ערך בשיעור יחסי גבוה יותר בהנפקות אלה. המנגנון של בניית ספר-הזמנות פועל כמנגנון

93 ראו: Kevin Rock "Why New Issues are Underpriced" 15 *J. of Financial Econ.* (1986) 187.

94 לסקירת המודלים המציגים את בעיית התת-תמחור כנובעת מבעיה של קריסת תמריצים, ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60, at pp. 64-75.

95 ראו: James R. Booth & Richard L. Smith "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis" 15 *J. of Financial Econ.* (1986) 261

96 ראו: Clifford W. Smith "Investment Banking and the Capital Acquisition Process" 15 *J. of Financial Econ.* (1986) 3

97 בין מודלים אלה נכללים: Franklin Allen & Gerald R. Faulhaber "Signaling by Underpricing in the IPO Market" 23 *J. of Financial Econ.* (1989) 303; Mark Grinblatt & Chuan Y. Hwang "Signalling and the Pricing of New Issues" 44 *J. of Fin.* (1989) 393

לאימות אמירת האמת על-ידי המשקיעים הקבועים: אם יתברר כי הם לא שיתפו פעולה וברחו בהתנהגות אסטרטגית של אי-מסירת המידע האמיתי, יבטל מנהל הקונסורציום את הברותם ברשימת המשקיעים הקבועים שלו.

(ii) קטגוריה שנייה – מודלים שמתמקדים בהסברים מוסדיים אחריות משפטית – כאמור,⁹⁹ קיימים מודלים שמסבירים את תופעת התת-תמחור כנובעת מהתגוננות של החברה והחתמים מפני אפשרות של תביעות.

תמיכה במחיר ניירות-הערך – מודלים אלה מתמקדים בתפקידו של החתם לתמוך במחיר ניירות-הערך בשוק שלאחר ההנפקה. בהקשר זה יש בידי מנהל הקונסורציום כלים להקטנת הסיכון בהנפקה, ביניהם פעולות ייצוב, מכירה ביתר של ניירות-הערך בהנפקה (הימצאות במצב של Short) וזכות לבצע הקצאת-יתר (Overallotment).¹⁰⁰ נוסף על כך, מנהל הקונסורציום משמש גם עושה-שוק בהנפקות שהוא מנהל.¹⁰¹ הסבר מרכזי להיווצרות תת-תמחור על-פי מודלים אלה הוא שמנהל הקונסורציום מנצל כלים אלה כדי להגדיל את רווחיו בהנפקה.¹⁰²

98 ראו: Benveniste & Spindt, *supra* note 18. מודלים נוספים רבים מתבססים על ניתוחם של Benveniste & Spindt, ביניהם: Sherman, *supra* note 17; Benveniste & Busaba, *supra* note 17; Sherman, *supra* note 19 & Titman, *supra* note 18; Sherman, *supra* note 19.

99 ראו לעיל בסעיף א(א)(4)(iii).
100 פעולות התמיכה במחיר הינן נפוצות מאוד, ועל-פי מחקרם של Asquith, Jones & Kieschnick, בשנים 1982-1983 הן הופעלו בכמהצית ההנפקות. ראו: Daniel Asquith, Jonathan D. Jones & Robert Kieschnick "Evidence on Price Stabilization and Underpricing in Early IPO Returns" 53 *J. of Fin.* (1998) 1759.

101 כפי שהראו Ellis, Michaely & O'Hara, בהתבסס על נתוני ה-NASDAQ, בימים שלאחר ההנפקה מנהל הקונסורציום משמש עושה-שוק בהיקף של כמהצית המסחר, וצובר כ-8% מהמניות במוצע: Katrina Ellis, Roni Michaely & Maureen O'Hara "When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket" 55 *J. of Fin.* (2000) 1039.

102 בין הסברים אלה ניתן למנות את: Reena Aggarwal "Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings" 55 *J. of Fin.* (2000) 1075; Ellis, Michaely & O'Hara, *ibid*; Raymond P.H. Fische "How Stock Flippers Affect IPO Pricing and Stabilization?" 37 *J. of Financial and Quantitative Analysis* (2002) 319; Ekkehart Boehmer & Raymond P.H. Fische "Do Underwriters Encourage Stock Flipping? A New Explanation for the Underpricing of IPOs" (Working Paper, 2000) available at <http://ssrn.com/abstract=228434> (10.4.2005); Ekkehart Boehmer & Raymond P.H. Fische "Underwriter Short Covering in the IPO Aftermarket: A Clinical Study" 10 *J. of Gr. fin.* (2004) 575; Royce de R. Barondes "Adequacy of Disclosure of Restrictions on Flipping IPO Securities" (Working

מודל התת-תמחור שיוצג במאמר הינו מסוג המודלים שמתמקדים באופן שיווק ההנפקה ובמגבלות מבניות, דוגמת המודלים האמורים של Benveniste & Spindt¹⁰³ ושל Sherman & Titman¹⁰⁴. בהתאם, המודל מתאר את תהליך ההנפקה תוך התחשבות בשני הכיוונים של זרימת המידע: מידע על נתוני החברה שעובר ממנה למנהל הקונסורציום ולמשקיעים, אך גם מידע על נתוני הביקוש שעובר מהמשקיעים למנהל הקונסורציום ולחברה. אלא שלא כמו במודלים אחרים, כאן המידע שנמסר למנהל הקונסורציום אינו מידע מילולי מפורט. במקום זה, האחרון עוסק בבנייתה של עקומת הביקוש לניירות-הערך המוצעים על-ידי ניתוח נתוני ההזמנות שנמסרים לו. מודל זה מתבסס על ממצאיהם האמפיריים של Cornelli & Goldreich¹⁰⁵ שניתחו, במדגם קטן יחסית, את תהליך הבנייה של ספר-ההזמנות באנגליה. Cornelli & Goldreich הבחינו בין שלושה סוגים של הזמנות הנרשמות בספר-ההזמנות: Limit bids - הזמנת כמות מסוימת של מניות עם הגבלת מחיר (Limit Price); Step bids - הזמנה מודרגת (במחיר מסוים מוזמנת כמות מסוימת, ובמחיר גבוה יותר מוזמנת כמות קטנה יותר); ו-Strike bids - הזמנה בסכום נקוב או בכמות נקובה. Cornelli & Goldreich מצאו כי משקיעים שהעבירו הזמנות שמהן ניתן להפיק מידע מדויק יותר על הערכתם של המשקיעים את המחיר הריאלי של נייר-הערך תוגמלו בהקצאה בשיעור גבוה יותר. כמו במודל של Sherman & Titman, גם כאן קיימת חשיבות להוצאות ברכישת המידע ובניתוחו. לא כמו במודלים אחרים, כאן ניתנת משמעות לכך שלא כל המשקיעים הקבועים שמנהל הקונסורציום פונה אליהם משקיעים באיסוף המידע ובניתוחו. כמו במודל של Benveniste & Spindt ובמודל של Sherman & Titman, המודל שיוצג כאן כולל היבטים שונים הנובעים מכך שמנהל הקונסורציום והמשקיעים הקבועים הינם שחקנים חוזרים. ראשית, המודל מראה כי גודלו של מנהל הקונסורציום והיותו שחקן חוזר בשוק ההנפקות חשובים לצורך קיום המנגנון המבטיח את השתתפותם של משקיעים קבועים. שנית, מנהל הקונסורציום מפיק מתוך עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים את עקומת הביקוש הצפויה של כלל המשקיעים. לשם כך חשוב הניסיון שרכש. לבסוף, הוא משתמש באיום החיצוני של הדחת משקיע קבוע מרשימת המשקיעים הקבועים בשל פעולה לא על-פי הכללים. לאיום זה יש משמעות רק במקרה שהמשקיע הינו שחקן חוזר, והוא משמעותי יותר ככל שמנהל הקונסורציום שולט בנתח שוק גדול יותר.

כמו במודלים אחרים העוסקים בזרימה הדו-כיוונית של המידע, במודל שיוצג כאן קיימים שני תנאים מרכזיים שמנהל הקונסורציום צריך לתכנן לפיהם את קביעת המחיר ואת ההקצאה: הראשון, תמריץ מספיק למשקיעים למסור לו את המידע שברשותם באופן

Paper, 1999) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173248 (10.4.2005).

103 ראו: Benveniste & Spindt, *supra* note 18.

104 ראו: Sherman & Titman, *supra* note 18.

105 ראו: Cornelli & Goldreich, *supra* note 18.

מדויק; והשני, תמריץ מספיק למשקיעים לרכוש מידע. התנאי שחייב להתקיים הוא שרכישת מידע ומסירתו יגררו לפחות אותו רווח צפוי למשקיע המיודע כמו אי-רכישת מידע ומסירת מידע ניטרלי. את הרווח למשקיע המיודע מנהל הקונסורציום יוצר באמצעות תת-תמחור של ההנפקה בשיעור שיאפשר את הדיוק המיטבי בהערכת שווי החברה. להבדיל ממודלים אחרים העוסקים בזרימה הדו-כיוונית של המידע, במודל שיוצג כאן יכול להתקיים ניגוד עניינים בין החברה המנפיקה לבין מנהל הקונסורציום. עוד יצוין כי במודל זה נשמרת הבעיה של פעולה נסתרת כפולה, שיוצרת בעיה של סיכון מוסרי של מנהל הקונסורציום.

מחקרים אמפיריים שונים עסקו בתופעת התת-תמחור ובסיבות להתהוותה.¹⁰⁶ מחקרים אלה לא הצביעו על מודל מסוים שנותן תשובה מלאה לחידת התת-תמחור,¹⁰⁷ אך

106 ראו: Tinic, *supra* note 61; Randolph P. Beatty & Jay R. Ritter "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings" 15 *J. of Financial Econ.* (1986) 213; Kathleen W. Hanley "The Underpricing of Initial Public Offering and the Partial Adjustment Phenomenon" 34 *J. of Financial Econ.* (1993) 231; Roni Michaely & Wayne H. Shaw "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse Selection and Signaling Theories" 7 *Rev. of Financial Studies* (1994) 279; Kathleen W. Hanley & William J. Wilhelm "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings" 37 *J. of Financial Econ.* (1995) 239; Philip J. Lee, Stephen L. Taylor & Terry S. Walter "IPO Underpricing Explanations: Implications from Investor Application and Allocation Schedules" 34 *J. of Financial and Quantitative Analysis* (1999) 425; Shmuel Kandel, Oded Sarig & Avi Wohl "The Demand for Stocks: An Analysis of IPO Auctions" 12 *Rev. of Fin. Stud.* (1999) 227; Alexander Ljungqvist & William J. Wilhelm "IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?" 65 *J. of Financial Econ.* (2002) 167; Reena K. Aggarwal, Nagpurnanand. R. Prabhala & Manju Puri "Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence" 57 *J. of Fin.* (2002) 1421.

107 Jenkinson & Ljungqvist, שסקרו מחקרים אמפיריים רבים העוסקים בסיבות לתופעת התת-תמחור, טענו כי עולות מהם מסקנות סותרות לגבי נכונותם של התיאורים שמתארים בעיה של קריסת תמריצים בשוק, לגבי נכונותה של "השערת האימות" ולגבי היות התת-תמחור מנגנון איתות על ערכה של החברה, וכן כי אין במחקרים תמיכה בהסבר שלפיו התת-תמחור נוצר אך ורק כתוצאה של בעיית סוכן ביחסי החברה והחתימים. ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60, at pp. 63–88.

Jenkinson & Ljungqvist העריכו גם כי הממצאים האמפיריים הקיימים אינם תומכים בהסבר שתופעת התת-תמחור נובעת מהתגוננותם של החברה והחתימים מפני אפשרות של תביעות בגין הימצאות פרט מטעה בתשקיף. ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *ibid*, at pp. 109–114. ראו גם: Nagpurnanand, Prabhala & Drake & Vetsuypens, *supra* note 61;

הראו כי למודל של Benveniste & Spindt, כמו גם למודלים שמתבססים עליו, דוגמת זה של Sherman & Titman, יש כוח הסבר מסוים בנוגע לתופעות השונות הכרוכות בתהליך ההנפקה.¹⁰⁸

כאמור, Cornelli & Goldreich,¹⁰⁹ שניתחו את התהליך של בניית ספר ההזמנות באנגליה, הבחינו בין שלושה סוגים של הזמנות שנרשמות בספר ההזמנות: Limit bids, Strike bids ו-Step bids. על-פי מחקרם, קיים יתרון למשקיעים קבועים שהעבירו הזמנות גדולות. יתרון זה בא לידי ביטוי בכמות היחסית של ניירות-הערך המוקצית להם בהנפקה. יתרון כזה, אם כי לא מובהק, קיים גם למשקיעים הקבועים שמעבירים הזמנה מודרגת לעומת אלה שמעבירים הזמנה מודרגת או הזמנה עם הגבלת מחיר. לבסוף, יתרון מובהק קיים גם למשקיעים הקבועים שמעבירים הזמנה מודרגת או הזמנה עם הגבלת מחיר לעומת אלה שמעבירים הזמנה בסכום נקיב.

במחקרם של Cornelli & Goldreich נמצא גם כי בין המשקיעים הקבועים קיים יתרון למשקיעים מתמידים יותר על משקיעים שהעבירו הזמנות בתכיפות רבה פחות. יתרון זה בא לידי ביטוי בכמות היחסית של ניירות-הערך המוקצית בהנפקה למשקיעים הראשונים. אולם לא נמצאו סוגים מובהקים של משקיעים שהעבירו סוג מסוים של הזמנות (הזמנה מודרגת, הזמנה עם הגבלת מחיר או הזמנה בסכום נקיב), והתברר למעשה כי המשקיעים הקבועים נוהגים לשנות את סוג ההזמנה שלהם. Cornelli & Goldreich הסיקו כי יש בממצאיהם כדי לתמוך בהשערותיהם הבסיסיות של Benveniste & Spindt, שכן הם מראים את ההעדפה ביחס למשקיעים קבועים, ובמיוחד ביחס לאלה שמסרו מידע מדויק יותר.¹¹⁰

61 Puri, *supra* note &. עם זאת, Lowry & Shu מצאו לאחרונה תמיכה אמפירית הן להשערה שבהנפקות עם סיכון גבוה יותר לתביעה צפוי תתמחור בשיעור גבוה יותר, והן להשערה שתתמחור בשיעור גבוה יותר יוביל לשיעור תביעות נמוך יחסית. ראו: Lowry & Shu, *supra* note 60.

הסברים שנמצאה להם תמיכה אמפירית הם מודלים שמתמקדים בתפקידי החתם בשוק שלאחר ההנפקה. חלק מהמחקרים האמורים מראים כי מנהל הקונסורציום פועל בשוק שלאחר ההנפקה כדי להשיא את רווחיו באופנים שונים.

108 ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *ibid*, at pp. 88–106.

109 במחקרם השתמשו Cornelli & Goldreich לראשונה בנתוני ספר ההזמנות של בנק השקעות מוביל. ראו: Cornelli & Goldreich, *supra* note 18. למחקר שמתבסס על נתונים של בנק השקעות אירופי אחר, ואשר מגיע לתוצאות שונות שלפיהן אין העדפה של משקיעים שגילו מידע בעל ערך, ראו: Tim Jenkinson & Howard Jones "Bids and Allocations in IPO Bookbuilding" 59 *J. of Fin.* (2004) 2309.

110 Cornelli & Goldreich מצאו עובדות נוספות שמאששות את הסברם במחקר נוסף שאותו ערכו לאחרונה. הם מצאו כי החתמים קובעים את מחיר ההנפקה באופן שקשור לנתוני המחיר המופיעים בהצעות שהם מקבלים יותר מאשר להיקף ההזמנות. ראו: Francesca

כאמור לעיל, במחקר שנערך לאחרונה¹¹¹ נמצאו רמזים לכך שמנהלי קונסורציום מטים במתכוון את מחיר ההנפקה או לפחות שהתת-תמחור מתרחש חרף העובדה שהם יודעים את המחיר הצפוי בשוק שלאחר ההנפקה. בכך יש תמיכה בגישה שמייחסת חשיבות להתנהגות האסטרטגית של מנהל הקונסורציום בכל שלבי ההנפקה.

באשר למודלים העוסקים בחידת התת-תמחור, להערכתי ניתן ללמוד מן הממצאים האמפיריים הסותרים ומפרשנויותיהם השונות על ריבוי העלויות הכרוכות בתהליך ההנפקה, כמפורט בטענה דלהלן. לדעתי, אין ללמוד מהם כי קיים מודל תיאורטי שמתאר באופן מלא את הסיבות ליצירת תת-תמחור. עם זאת, להערכתי, תיאורם של Cornelli & Goldreich ותיאורים נוספים – בעיקר מודלים המתארים זרימה דו-סטרית של מידע, דוגמת המודל של Benveniste & Spindt והמודלים המתבססים עליו – נותנים בסיס טוב לתיאור התנהגותם האסטרטגית של השחקנים הפועלים בשוק הראשוני, והמודל המוצג להלן מבוסס על חלק מהתיאורים הבסיסיים הכלולים בהם. כך גם לגבי התיאורים במודלים ובמחקרים האמפיריים שמתארים את התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה.

טענת ריבוי העלויות בתהליך ההנפקה: קיימות כמה עלויות עסק מרכזיות שמוטלות על פעולת המנגנון של הקצאת ניירות-ערך בהנפקה ראשונה של ניירות-ערך לציבור, ואשר גורמות לתת-תמחור של ניירות-הערך המונפקים, ביניהן: (1) עלות של מידע עודף המצוי בידי החברה בדבר ערכה והתנהגות אסטרטגית שלה בהעברתו לידי הציבור לצורך קבלת ההחלטה להשקיע; (2) עלות של מידע עודף המצוי בידי המשקיעים בדבר ערכה של החברה והתנהגות אסטרטגית שלהם בהעברתו לידי החברה לצורך קביעת תנאי ההנפקה של ניירות-הערך; (3) עלות של מידע עודף המצוי בידי מנהל הקונסורציום בדבר ערכה של החברה והתנהגות אסטרטגית שלו בהעברתו מהחברה לציבור ומהציבור לחברה לצורך קביעת תנאי ההנפקה של ניירות-הערך; (4) התנהגות אסטרטגית של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה.

(2) הצגת המודל – מבנה המשחק, השחקנים ואסטרטגיות הפעולה שלהם

(i) השחקנים

השחקנים במודל הם החברה, מנהל קונסורציום החתמים ושני סוגים של משקיעים – רגילים וקבועים.¹¹²

מנהל קונסורציום החתמים, כמו במודל הראשון, מבקש לבנות מוניטין טוב ככל

Cornelli & David Goldreich "Bookbuilding: How Informative is the Order Book?"

.58 *J. of Fin.* (2003) 1415

111 ראו: Deloof, Maeseneire & Inghelbrecht, *supra* note 47

112 ההנחות לגבי השחקנים הן אותן הנחות כמו במודל הראשון, שהוצג בסעיף א(א), בשינויים אחדים שיוצגו בסעיף זה.

האפשר, והתפתחותו של מוניטין זה תלויה במידה רבה ב"ניתוח" שיערוך הציבור לאחר ההנפקה. נוסף על פעולתו להשאת ערך המוניטין, מנהל הקונסורציום, שהינו ניטרלי לסיכון, פועל גם להשאת רווחיו מן ההנפקה. רווחיו תלויים במאמצי השיווק וההפצה של ההנפקה וכן בבחירה של כמה פרמטרים שמצויים בתחום שליטתו, ביניהם מבנה ההנפקה, לרבות מחירם של ניירות-הערך המוצעים. את מחיר ההנפקה (x) הוא קובע בהסתמך על נתוני הריצע (q_0) והביקוש ($E[Q(x)]$) שהוא אוסף. בשלב זה החברה כבר קבעה את כמות ניירות-הערך המוצעת, לאחר שקיבלה ממנו ייעוץ בנושא זה. את הערכתו בדבר עקומת הביקוש של כלל המשקיעים הוא בונה על בסיס ההזמנות הלא-פורמליות שהוא מקבל ממשקיעים קבועים. עקומת הביקוש שהוא צופה תלויה במידע שאסף עד ליום הפיכת התשקיף לאפקטיבי. אך כיצד מנהל הקונסורציום מקבל את נתוני הביקוש מהמשקיעים הקבועים, וכיצד הוא מעבד אותם לעקומת הביקוש הצפויה של השוק (של כלל המשקיעים)?

התשובה טמונה במנגנון של בניית ספר-ההזמנות: מנהל הקונסורציום מקבל את הנתונים הרלוונטיים מהחברה, ומקיים את הליך בדיקות הנאותות; לאחר הגשת טיוטת התשקיף הראשונה ל-SEC, מנהל הקונסורציום מעביר את הנתונים אל ציבור המשקיעים - לאחר שבדק וערך אותם - באמצעות טיוטת התשקיף. מנהל הקונסורציום מציג את הנתונים הללו למשקיעים המתחכמים, שנמנים בדרך-כלל עם לקוחותיו, במסגרת ה-Road Show. תשובתם של משקיעים אלה (שמכונים במודל "המשקיעים הקבועים") היא הזמנות, שמהוות אינדיקציות לגבי היקף הזמנתם או לגבי מחיר ניירות-הערך כפי שהם מעריכים אותו. מנהל הקונסורציום מעבד את התשובות לעקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים, ומסיק ממנה כיצד תיראה עקומת הביקוש של השוק. רווחיו הצפויים של מנהל הקונסורציום תלויים בתחזיתו לגבי עקומת הביקוש של השוק, ומוצגים במשוואה הבאה:¹¹³

$$(1) \quad E[\pi] = \underbrace{\alpha x q_0}_i + \underbrace{(q_0 - E[Q(x)])}_{ii} (S - x)$$

במקרה של מכירת כל ההנפקה ($E[Q(x)] \geq q_0$), הביטוי הראשון (i) מבטא את רווחי החתם ממרווח החיתום בשיעור α , והביטוי השני (ii) מבטא את הערך הנוסף שמנהל הקונסורציום יכול לקבל ממכירת-יתר של ההנפקה. מנהל הקונסורציום יכול לספק את התחייבותו הנוספת באמצעות רכישת ניירות-ערך בשוק המשני (או באמצעות הפעלה של אופציית הקצאת-היתר, שאינה מתוארת כאן). אם מנהל הקונסורציום בוחר במכירת-יתר

113 במחקרים התיאורטיים והאמפיריים בנושא התנת-מחור של הנפקות ראשונות נבחרו דרכים מגוונות לבניית המודל, לרבות בחירות מגוונות של פונקציית המטרה של מנהל הקונסורציום. אופן הצגת רווחיו של מנהל הקונסורציום במודל זה דומה לאופן שבו הציג אותם (Fishe, *supra* note 102). לעומת זה, רוב ההנחות וההגבלות השונות במודל שמוצג כאן שונות מאלה שהוצגו במודל של Fishe.

של ההנפקה, הוא ירוויח אם המחיר בשוק המשני ירד ($S < x$), ויפסיד אם יתקיים תת-תמחור בהנפקה ($S > x$).

הנחה מפשטת במודל, שאין לה השלכה על התוצאות, היא שמנהל הקונסורציום מקצה כמות אחידה של ניירות-ערך (q_m) לכל אחד מ- m המשקיעים הרגילים מהציבור (שאינם מיודעים) שהוא נענה להצעותיהם; כמות אחידה אחרת של ניירות-ערך (q_h) - לכל אחד מ- h המשקיעים הקבועים והמיודעים הנמנים עם לקוחותיו שהגישו הצעות עם מידע מלא ואשר הוא נענה להצעותיהם; וכמות אחידה אחרת של ניירות-ערך (q_j) - לכל אחד מ- j המשקיעים הקבועים הנמנים עם לקוחותיו שהגישו הצעות עם מידע חלקי ואשר הוא נענה להצעותיהם. בהתאם:

$$(2) \quad h q_h + j q_j + m q_m = Q(x)$$

המשקיעים הרגילים (הציבור) הם משקיעים לא-מיודעים. גם הם ניטרליים לסיכון, ויש בידיהם מידע חלקי בדבר התפלגות ערך החברה. מידע זה נובע, בין היתר, מהמידע (החלקי) המצוי בתשקיף. בהעריכם את המחיר הריאלי של ניירות-הערך (S_j) הם פועלים על-סמך מכלול של שיקולים: ראשית, הם קובעים את מידת אמונם בכך שהחברה מסרה את כל המידע הרלוונטי באופן אמין, ואת מידת אמונם בכך שמנהל הקונסורציום בדק את המידע, העריך אותו באופן מקצועי והציג אותו כראוי בטיטת התשקיף. שנית, הם מסתמכים על הערכותיהם של אנליסטים ושל ברוקרים ומתווכים פיננסיים אחרים (שמייצגים את הציבור ומשמשים סוכנים הפועלים לתרגום הערכותיהם של האנליסטים ולשיווק הנפקות). ניתן להניח כי מתווכים אלה אינם יוצרים הטיה משמעותית של מחיר ההנפקה.

המשקיעים הקבועים נבדלים מן הרגילים בכך שיש להם קשרים קבועים עם מנהלי קונסורציום פוטנציאליים שמאפשרים להם להשתתף בתהליך של בניית ספר-ההזמנות. לא כל משקיע זוכה להימנות עם רשימת הגופים שמנהלי קונסורציום פונים אליהם במסגרת התהליך של בניית ספר-ההזמנות, והיהפכותו לכזה תלויה בקיומם של כמה מאפיינים: ראשית, הוא חייב להיות מתווך פיננסי מסוג כלשהו (למשל, קרן נאמנות) או לקוח גדול של מנהל הקונסורציום; שנית, הוא חייב להיות בעל יכולת פיננסית גבוהה מספיק; ושלישית, הוא חייב להחזיק ביכולת הערכה של שווי חברות לצורך הנפקה. הגופים שעומדים בתנאים אלה יציעו את עצמם לתפקיד אם הוא נכלל במסגרת מדיניות ההשקעה שלהם. יצוין כי לכל המשקיעים הקבועים יש פוטנציאל ליהפך למשקיעים מיודעים אם ישקיעו באיסוף ובהערכה של המידע.

מתוך כלל המשקיעים הקבועים האפשריים (שלכולם יש פוטנציאל להיות משקיעים מיודעים), רק חלקם יוצרים קשר קבוע עם מנהל קונסורציום ספציפי. במסגרת התהליך של בניית ספר-ההזמנות, מנהל הקונסורציום פונה למשקיעים הקבועים שלו, או לחלק גדול מספיק מהם, ומציג לפנייהם את החברה (באמצעות התשקיף וה-Road Show). המשקיעים הקבועים בוחנים את המידע באופן שיוגדר להלן, ומוסרים למנהל הקונסורציום את הזמנתם, שהינה חלק מעקומת הביקוש שלהם.

למשקיע קבוע יש עלות קבועה (c_j) שהוא נושא בה אף אם במקרה המסוים אין הוא משקיע בבדיקת המידע ובהערכתו. עלות זו נובעת מהחזקת המערכת העוסקת בבדיקת מידע ובניתוחו.

למשקיע מוסדי קבוע המבקש ליהפך למשקיע מידע במסגרת בניית ספר-ההזמנות יש שלוש עלויות מרכזיות ($c_h = c_j + c_{h,1} + c_{h,2}$): האחת, העלות הקבועה של החזקת המערכת (c_j); השנייה, העלות של בדיקת המידע שנמסר לו ($c_{h,1}$) (בדיקה שנערכת על-ידי עורכי-דין, רואי-חשבון ומומחים בתחומי העיסוק של החברה); והשלישית, העלות הכרוכה בהערכת שוויים של ניירות-הערך על-ידי אנליסטים, בהסתמך על המידע שנמסר ($c_{h,2}$). אניח כי עלות החזקתה של המערכת (c_j) והעלויות של בדיקת המידע וניתוחו ($c_{h,1}$ ו- $c_{h,2}$) הינן זהות אצל כל המשקיעים הקבועים.

אניח כי מנהל הקונסורציום מעריך את נתוני הביקוש של הציבור על-סמך הזמנות ממשקיעים קבועים שמצוין בהן המחיר המרבי שבו הם מבקשים להזמין ניירות-ערך בהנפקה. לפי מחקרם של Cornelli & Goldreich, קיימים שלושה סוגי הזמנות, ביניהם שני סוגים של הזמנות שעונים על תנאי זה (שמצוין בהם המחיר המרבי) – הזמנה מודרגת (Step bids) והזמנה עם הגבלת מחיר (Limit bids). המחיר המרבי מעביר למנהל הקונסורציום מידע בדבר המחיר הצפוי של ניירות-הערך בהנפקה. המחיר המרבי הוא הנתון המרכזי שמנהל הקונסורציום לומד משני סוגי הזמנות האמורים, ולכן, מבחינת מנהל הקונסורציום, ערכם של שני סוגים אלה של הזמנות הינו דומה. עוד אניח כי סוג ההזמנות השלישי – הזמנה בסכום נקוב או בכמות נקובה (Strike bids) – מעביר למנהל הקונסורציום מידע בדבר עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים.

המשקיעים הקבועים שמחזיקים ביכולת קבלת מידע וניתוחו, חייבים להפעיל את יכולתם זו בחלק מן ההנפקות. זאת, מאחר שמנהל הקונסורציום ולקוחותיהם השונים מצפים לקבל מהם הערכות.

המחלקות שעוסקות באנליזה מסוג זה בוחרות את החברות שאותן יעריכו לפי תחומי התמחותן, לפי תחומי ההתעניינות של לקוחותיהן או באופן מקרי. קיים הסכם לא-כתוב בין מנהל הקונסורציום לבין המשקיעים הקבועים שבחר, שלפיו הם יבנו את מחלקת המחקר כך שיהיה להם כדאי להשקיע באנליזה בשיעור מסוים מן ההנפקות שמוצעות להם. שמירה על שיעור כזה הינה חיונית מנקודת-מבטו של מנהל הקונסורציום, אך היא יעילה גם מנקודת-המבט של מחלקות המחקר. כך המשקיעים הקבועים יכולים לשמור על יחס מסוים בין המאמץ של מחלקת ההשקעות לבין המאמץ שמשקיעים הצוותים במחלקת המחקר.

למעשה, מנהל הקונסורציום בוחר את משקיעיו הקבועים בכמות מספקת ובאיכות שתאפשר בכל הנפקה קבלת שיעור מסוים של משקיעים שיערכו את האנליזה. מחד גיסא, שיעור זה צריך להיות גדול דיו לאפשר למנהל הקונסורציום לקבל הערכה מדויקת של מחיר ההנפקה. מאידך גיסא, שיעור העורכים אנליזה בהנפקה מסוימת אינו צריך להיות גבוה מדי שכן במקרה זה תהיה לכך עלות גבוהה. כמות גדולה של משקיעים מידעיים תטיל מגבלה גבוהה מדי על יכולת התמרון של מנהל הקונסורציום בהקצאת המניות.

(ii) הפעולות שכל אחד מהצדדים יכול לנקוט - פעילות הגומלין בין מנהל הקונסורציום לבין המשקיעים הקבועים
משקיעים קבועים שמנהל הקונסורציום פונה אליהם יכולים לנקוט את אסטרטגיות הפעולה הבאות:

ראשית, הם יכולים לבחור להשתתף בהנפקה או לא להשתתף בה. ההנחה היא שהתוצאה של בחירה באסטרטגיה האחרונה היא סנקציה חמורה שיטיל מנהל הקונסורציום על המשקיע הקבוע, עד כדי סילוקו מרשימת המשקיעים הקבועים. לכן, למעשה, נקיטת אסטרטגיה זו אינה רציונלית מנקודת מבטו של משקיע קבוע המבקש לשמור על מעמדו בשוק.

שנית, אם הם אמורים להשקיע c_h בבדיקת המידע ובניתוחו (ההנחה היא שהם אמורים להשקיע בהסתברות מסוימת), הם יכולים לבחור להשקיע או לא להשקיע; אם הם אמורים לא להשקיע c_h בבדיקת המידע ובניתוחו, גם אז הם יכולים לבחור להשקיע או לא להשקיע.

שלישית, לאחר שבחרו להשקיע או לא להשקיע בבדיקת המידע ובניתוחו, הם יכולים לבחור באחת האפשרויות הבאות:

אם הם משקיעים c_h בבדיקת המידע ובניתוחו, הם יכולים להשתתף בהנפקה כמשקיעים מיודעים. משמעות ההשתתפות בדרך זו היא העברת המידע המצוי בידיהם בדבר הערך הצפוי של ניירות-הערך בהנפקה לידי מנהל הקונסורציום. לחלופין, הם יכולים לא להשתתף בהנפקה כמשקיעים מיודעים, אלא כמשקיעים קבועים שאינם מיודעים. משמעות ההשתתפות בדרך זו היא העברת מידע חלקי בלבד על הביקוש הצפוי לניירות-הערך.

אם הם אינם משקיעים c_h בבדיקת המידע ובניתוחו, הם יכולים להשתתף בהנפקה כמשקיעים קבועים שאינם מיודעים. משמעות ההשתתפות בדרך זו היא העברת מידע חלקי בלבד על הביקוש הצפוי לניירות-הערך. אניח כי הם מעבירים נתוני ביקוש על-ידי העברת הזמנה בסכום מסוים, שתהיה תקפה כל עוד מחיר ניירות-הערך בהנפקה יהיה בטווח המחירים שנקבע מראש על-ידי מנהל הקונסורציום. לחלופין, הם יכולים להשתתף בהנפקה כמשקיעים קבועים שהינם מיודעים, אף שהם אינם כאלה, באמצעות העברת הזמנה מהסוגים שמעבירים משקיעים מיודעים (שמשמעותה היא העברת ניחוש בדבר הערך הצפוי של ניירות-הערך בהנפקה לידי מנהל הקונסורציום). ההנחה היא שהתוצאה של אסטרטגיה כזו, כמו התוצאה של אי-השתתפות כלל, עלולה להיות חמורה. בין היתר, מנהל הקונסורציום עלול להטיל עליהם סנקציה חמורה אם יסתבר לו בדיעבד שלא נעשתה בדיקה. להבדיל מהסתרת מידע קיים, על אי-השקעה ניתן ללמוד בקלות מאי-דרישה של מידע ומחוסר יכולת לקיים דיון מדויק עם מנהל הקונסורציום על נתוני ההנפקה. נוסף על כך, אם המשקיע הקבוע ינהג גם כלפי לקוחותיו בדרך שיש בה משום מתן אינדיקציה לכך שהוא השקיע בבדיקת המידע (כדי שמנהל הקונסורציום לא יגלה את הפרת נהגי הפעולה), שמו הטוב של המשקיע הקבוע עלול להיפגע, והוא עלול לאבד הן את מעמדו כמשקיע קבוע והן את לקוחותיו. לכן, למעשה, כמו נקיטת אסטרטגיה של אי-השתתפות,

גם נקיטת אסטרטגיה זו (אִי־השקעה אך העברת נתוני מחיר כאילו נעשתה השקעה) אינה רציונלית מנקודת־מבטו של משקיע קבוע המבקש לשמור על מעמדו בשוק. רביעית, במקביל לבחירה בכל אחת מאסטרטגיות הפעולה האמורות, המשקיעים הקבועים יכולים לבחור בין העברת נתוני־האמת שברשותם (נתוני המחיר או הביקוש) לבין העברת נתונים שקריים.

משקיעים קבועים מקבלים ממנהל הקונסורציום מערכת של התחייבויות לא־פורמליות שיבטיחו כי ישתתפו בהנפקות, הן כמשקיעים מיודעים והן כמשקיעים שאינם מיודעים. עיקרן של ההבטחות הוא רווח נורמלי בהנפקה: ראשית, מנהל הקונסורציום מבטיח רווח נורמלי למשקיעים המיודעים. למעשה, זוהי מעין התחייבות של מנהל הקונסורציום ליצור תת־תמחור ולקבוע את מחיר ההנפקה והכמות שמוקצית למשקיעים המיודעים כך שיכסו את עלויותיהם. בתמורה, תפקידו של המשקיע המיודע הוא לתת למנהל הקונסורציום את נתוני המחיר שלו באופן אמין. קיים איום תמידי של מנהל הקונסורציום על המשקיעים המיודעים להסירם מרשימת הזכאים להשתתף בהנפקות כמשקיעים קבועים אם לא ימסרו לו את נתוני המחיר באופן אמין או אם לא ירכשו את הכמות המינימלית שעליה התחייבו מראש באופן לא־פורמלי במחיר שנקבו. שנית, מנהל הקונסורציום מבטיח רווח נורמלי גם למשקיעים הקבועים שאינם מיודעים, בסכום שיכסה את עלות החזקתה של מערכת הבדיקה מבלי להפעילה בהנפקה הספציפית. בתמורה, תפקידו של המשקיע הלא־מיודע הוא לתת למנהל הקונסורציום את נתוני הביקוש שלו ולקיים את התחייבותו הלא־פורמלית. לבסוף, הבטחה נוספת שמנהל הקונסורציום נותן למשקיעים הקבועים היא שהכמות שתוקצה להם תהיה גדולה מזו שיקבלו משקיעים שאינם קבועים (הציבור) המשתתפים בהנפקה. אם לא כן, המשקיעים הקבועים עלולים, תיאורטית לפחות, להעדיף להשתתף בהנפקות כמשקיעים מהציבור (שכן כך יזכו באותה הנחה שנוצרת בשל התת־תמחור, ללא נשיאה בעלויות ההשתתפות כמשקיעים קבועים).

(3) כיצד נקבעים מחירים של ניירות־הערך המונפקים ואופן הקצאתם

מנהל הקונסורציום פועל להשאת רווחיו הצפויים מן ההנפקה (ראו משוואה (1) לעיל). הוא מקבל את ההזמנות הלא־פורמליות מן המשקיעים המיודעים, וקובע על־פיהן את מחיר ההנפקה (x), את מספר המשקיעים הקבועים המיודעים (h), את מספר המשקיעים הקבועים הלא־מיודעים (j) ואת מספר המשקיעים הרגילים (m) שישתתפו בהנפקה. כמו־כן הוא קובע את אופן החלוקה של ניירות־הערך ביניהם (q_h, q_j, q_m), בהתחשב במגבלות השונות המוטלות עליו, ובכלל זה: התחייבותו למשקיעים הקבועים המיודעים לקבלת רווח בהנפקה באמצעות תת־תמחור ולהקצאה בשיעור גבוה יחסית; התחייבותו למשקיעים הקבועים הלא־מיודעים לקבלת רווח בהנפקה באמצעות תת־תמחור ולהקצאה בשיעור נמוך משיעור ההקצאה למשקיעים הקבועים המיודעים אך עדיין גבוה משיעור ההקצאה למשקיעים הרגילים.

שיווי־משקל נקבע באופן שיבטיח תת־תמחור. בשיווי־משקל מנהל הקונסורציום

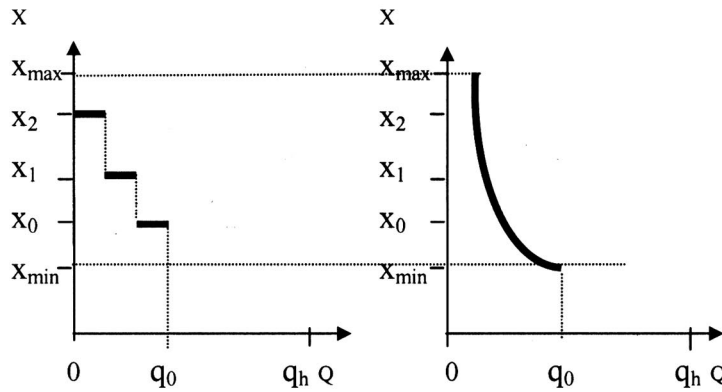
מצליח לגרום לכך שרק חלק מהמשקיעים הקבועים עושים הערכת שווי לניירות-הערך המוצעים, במידה שמאפשרת השגת יעילות בבניית עקומת הביקוש של השוק, מאידך גיסא, פעולתו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום מונעת בשיווי-משקל יצירת עלויות גבוהות מדי של בדיקה ואימות של המידע על-ידי המשקיעים הקבועים. יכולתו של מנהל הקונסורציום ליצור שיווי-משקל יעיל תלויה ביכולתו לתגמל את המשקיעים הקבועים באמצעות תת-תמחור והקצאה בשיעור גבוה יחסית. זאת, תוך יצירת שוני בין התגמול למשקיעים הקבועים שעושים בהנפקה מסוימת את הערכת השווי ומעבירים את נתוני המחיר לחברה לבין התגמול לאלה שאינם עושים כך.

יכולתו זו של מנהל הקונסורציום ליצור שיווי-משקל ששיג יעילות בבניית עקומת הביקוש של השוק תוך מזורז עלויות הבדיקה נובעת מהתהליך של בניית העקומה. תהליך זה כולל כמה מרכיבים: ראשית, מנהל הקונסורציום אוסף את נתוני הביקוש ונתוני המחיר של המשקיעים הקבועים. המשקיעים הקבועים המיוודעים מעבירים אליו את נתוני המחיר (ראו שרטוט 1.1), ואילו המשקיעים הקבועים הלא-מיוודעים מעבירים אליו נתוני ביקוש, שאותם הוא מתרגם לעקומת הביקוש של המשקיעים הלא-מיוודעים (שרטוט 1.2). שילוב של שתי העקומות הראשונות נותן את עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים (שרטוט 1.3). שנית, כדי לקבל את עקומת הביקוש של השוק, מנהל הקונסורציום עורך חיוץ (אקסטרפולציה) על עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים, על-סמך נסיונו מן העבר לגבי היחס שבין הביקוש של המשקיעים הקבועים לבין הביקוש של יתר המשקיעים (שרטוט 1.4).

בשיווי-משקל המשקיעים הקבועים, המיוודעים והלא-מיוודעים, מעבירים למנהל הקונסורציום את נתוני הביקוש האמיתיים שלהם (נתוני המחיר המוערך על-ידיהם). משקיע מיוודע (משקיע שהשקיע בהערכת המידע) לא יעביר נתוני ביקוש ללא נתוני מחיר (כלומר, הוא לא יציג את עצמו כמשקיע שאינו מיוודע). זאת, מן הטעם שבמקרה כזה הפיצוי שיקבל ממנהל הקונסורציום לא יכסה את עלויותיו. משקיע מיוודע גם לא יעביר נתון מחיר שאינו נכון על-פי הערכתו. אם ידווח מחיר נמוך יותר, השפעתו על מחיר ההנפקה תהיה זניחה, ולעומת זה, הוא יקטין את סיכויי להשתתף בהנפקה. הוא גם לא ידווח מחיר גבוה יותר, מאחר שללא תלות בסיכויי השתתפות בהנפקה, למשקיע לא כדאי לרכוש מניות בהנפקות במחיר שהינו גבוה מערכן.

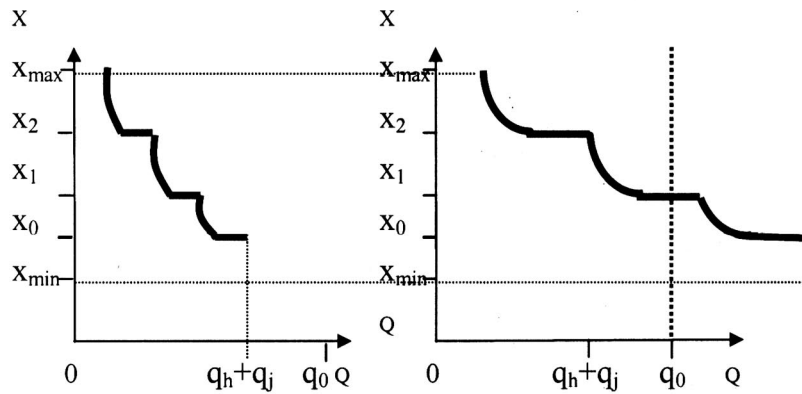
המשקיעים הקבועים הלא-מיוודעים יעבירו למנהל הקונסורציום נתוני ביקוש, ולא נתוני מחיר. זאת, מאחר שלנקיטת אסטרטגיה של אי-השקעה בבדיקה אך השתתפות בהנפקה כמשקיע מיוודע יש מחיר גבוה מאוד, העולה על הרווחים האפשריים מנקיטת אסטרטגיה זו. נוסף על כך, משקיע לא-מיוודע מעביר נתוני ביקוש אמיתיים – זאת, משקולים דומים לאלה של משקיע מיוודע.

שרטוט 1: הדגמת תהליך הבנייה של עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים ושל עקומת הביקוש של השוק על-ידי מנהל הקונסורציום



שרטוט 1.1: עקומת הביקוש של המשקיעים המיוחדים

שרטוט 1.2: עקומת הביקוש של המשקיעים הלא-מיוחדים



שרטוט 1.3: עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים

שרטוט 1.4: עקומת הביקוש של השוק

(4) דיון בתפקידו של הדין במודל

התיאור של תהליך ההנפקה במודל מראה כי התנאי המרכזי להשתתפותם של המשקיעים הקבועים בהנפקות הוא הבטחתו של מנהל הקונסורציום ליצור תת-תמחור שיפצה אותם על עלויות ההשתתפות. נוסף על כך, המנגנון של בניית ספר-הזמנות יוצר שיווי-משקל שבו המשקיעים הקבועים, שקיבלו תמריצי השתתפות מתאימים, מעבירים את

נתוני-האמת. כאן אין מחיר נוסף שמנהל הקונסורציום משלם כדי ליצור תמריצים לאמירת אמת. העובדה שקיים שיווי-משקל כזה מאפשרת למנהל הקונסורציום לשמור על שיעור ההשקעה המיטבי. זאת, באמצעות האסטרטגיה של שמירה על רווחי המשקיעים הקבועים ברמה שמהווה תמריץ שלילי ל"נדידה" של משקיעים קבועים, כך שמשקיעים שהיו אמורים להשקיע באיסוף מידע ובהערכתו יעדיפו לעשות כן, ומשקיעים שלא היו אמורים להשקיע יבחרו לא להשקיע. המחיר שמנהל הקונסורציום משלם הוא הצורך ליצור יחס מסוים בין ההקצאה למשקיעים קבועים מיודעים לבין ההקצאה למשקיעים קבועים שאינם מיודעים. קביעת יחס מסוים עלול במקרים מסוימים להגביל את יכולתו של מנהל הקונסורציום ליצור לעצמו רווחים גבוהים יותר.

מבנה העלויות המתואר, ששמור לו תפקיד מרכזי במודל, תלוי בדין הנוהג. כאמור, בשוק הראשוני יש עלויות גבוהות של מידע. עלויות אלה באות לידי ביטוי בעיה כפולה של פעולה נסתרת, שיוצרת בעיה של סיכון מוסרי של מנהל הקונסורציום. טענתי היא כי לדין יש תפקיד בפתרון בעיה כפולה זו, על-ידי מתן האפשרות לשחקנים לברר כיצד פעלו מנהל הקונסורציום ומנהלי החברה, וכן על-ידי סימון שיווי-המשקל היעיל בשוק (במקביל לתפקיד ההרתעתי שלו).

גם המשקיעים הקבועים מתמודדים עם הבעיה של פעולתם הנסתרת והתנהגותם האסטרטגית של מנהל הקונסורציום ושל מנהלי החברה המנפיקה. הם מתאימים את מבנה ארגונם ואת התהליך של הערכת שוויים של ניירות-הערך המוצעים בשוק הראשוני אל עוצמת הבעיה, שהינה אינהרנטית בכל ההנפקות שהם משתתפים בהן (בדרך-כלל בהנפקות המנוהלות על-ידי אותו מנהל קונסורציום). המוניטין של משקיע מוסדי תלוי במידת הדיוק של פרסומי האנליסטים ובהיסטוריית ההצלחות שלו. רווחיו תלויים אף הם ביכולתו לגבש הערכה מדויקת וכן ביכולתו לרכוש ניירות-ערך, בשבילו ובשביל לקוחותיו, במחיר שאינו גבוה ממחירם הריאלי.

לכן צפוי שבעדר כלל אחריות שמאפשר למשקיעים מן הציבור לחשוף את התנהגותו של מנהל הקונסורציום, ייאלצו המשקיעים הקבועים להגדיל את צוותי הבדיקה ולשאת בעלות קבועה (c_j) גבוהה יותר. נוסף על כך, צפוי כי במקרה זה עלות הבדיקה של המידע שיימסר למשקיע המוסדי ($c_{h,1}$) – הכוללת את עלות הבדיקה שתיעשה על-ידי עורכי-דין, רואי-חשבון ומומחים בתחומי העיסוק של החברה – תהיה אף היא גבוהה יותר. מאחר שהעדר כלל משפטי המאפשר לבחון את התנהגותו של מנהל הקונסורציום מגביל את יכולת החשיפה של התנהגותו, יגיבו המשקיעים המוסדיים גם בהקטנה מסוימת של ביקושיהם, במידה שמשקפת את הסיכון הגבוה יותר.

תוצאות המודל מצביעות על כמה היבטים של הגברת היעילות במנגנון ההקצאה על-ידי השוק כתוצאה מהחלת הכלל המשפטי המטיל על מנהל הקונסורציום אחריות להימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה:

(i) הקטנת העלויות של החזקת מערכת הבדיקה ואימות המידע
 כאשר מוחל הכלל המשפטי האמור, המשקיעים הקבועים יכולים להסתמך על מצגיה של

החברה המועברים אליהם במסגרת ה־Road Show, ולהקטין את העלויות של החזקת מערכת הבדיקה ואת העלויות של אימות המידע.

ריכוז המערכת של בדיקות הנאותות בידי מנהל הקונסורציום הינה פעולה יעילה מנקודת-המבט של השוק הראשוני. מנהל הקונסורציום יעשה את בדיקות הנאותות ברמה המיטבית הנדרשת, וכך תושג ההשקעה המיטבית באימות המידע, ותימנע השקעה כפולה בבדיקות. חשוב לציין כי המידע בדבר היקף ההשקעה המיטבי נמצא בידי מנהל הקונסורציום ואינו נמצא בידי המשקיעים הקבועים. לכן סביר להניח כי מנהל הקונסורציום יקבע את רמת ההשקעה הראויה באופן המיטבי (וגם יממש אותה).

(ii) ביקושים ריאליים

המשקיעים הקבועים יתאימו את ביקושיהם לרמת הוודאות הגבוהה יותר שקיימת כאשר הכלל המשפטי חל. לכן מנהל הקונסורציום, שעורך חיוץ של עקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים ויוצר את עקומת הביקוש של השוק, יוכל להגיע בחישוביו לרמה גבוהה יותר של ביקושים. זאת, הן בשל עליית הביקוש של המשקיעים המיודעים והן בשל העובדה שמקדמי החיוץ (המכפילים במעבר מעקומת הביקוש של המשקיעים הקבועים לעקומת הביקוש המוערכת של השוק) יהיו גבוהים יותר. כל אלה גורמים לשיווי-משקל שבו מושג באופן שיטתי מחיר גבוה יותר בעבור ניירות-הערך המוצעים. מחיר זה משקף בצורה מדויקת יותר את מלוא שוויים המוערך של ניירות-הערך המוצעים, ובכך מושגת הקטנה של הפסדי היעילות במנגנון ההקצאה של ניירות-הערך בשוק הראשוני.

(iii) הקטנה אפשרית של העלויות העקיפות בשוק הראשוני

בהינתן הכלל המשפטי שמטיל על מנהל הקונסורציום אחריות להימצאות פרטים מטעים בתשקיף, אם העלויות של החזקת מערכת הבדיקה או העלויות של אימות המידע אכן יקטנו כאמור (c_j או c_h יקטנו), אזי מנהל הקונסורציום יוכל לעמוד בהגבלות ההשתתפות של המשקיעים הקבועים, אף שהוא יקטין את כמות ניירות-הערך שאותה יקצה למשקיעים הקבועים, הן המיודעים והן אלה שאינם מיודעים (q_j, q_h), ולמרות ההקטנה של שיעור התת-תמחור. בכך הכלל המשפטי מהווה מכשיר אפשרי להקטנה של שיעור התת-תמחור בהנפקות ראשונות, ולכן להקטנת העלויות העקיפות של מנגנון ההקצאה של השוק (אם כי שיעור התת-תמחור אינו קטן בהכרח). תוצאה זו תלויה בכך שהעלויות של החזקת מערכת הבדיקה או העלויות של אימות המידע אכן יקטנו כתוצאה מהחלת הכלל.

(ג) השפעת הדין על התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה

בשוק שלאחר ההנפקה יש השפעה להתנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום – במסגרת התמיכה שלו במחיר ניירות-הערך שהונפקו – על המסחר בהם. להתנהגותו הצפויה של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה יש גם השפעה ex ante על

התנהגותם של השחקנים השונים בשלבי ההנפקה. הפעולות שהוא יכול לנקוט בתקופה הראשונה שלאחר תחילת המסחר בניירות-הערך של החברה הן: ¹¹⁴ (1) ייצוב (Stabilization) – מנהל הקונסורציום יכול להזרים ביקושים, במחיר שאינו עולה על מחיר ההנפקה, במשך תקופה מסוימת לאחר תחילת המסחר, כל עוד הפצת ניירות-הערך נמשכת, כדי לתמוך במחיר ההנפקה (ובתנאי שאפשרות זו צוינה בתשקיף ההנפקה); (2) מכירה ביתר של ניירות-הערך (הימצאות במצב Short) – מנהל הקונסורציום יכול להתחייב למכור ניירות-הערך למשקיעים מעבר לכמות המוצעת בהנפקה, ולכסות את הכמות הנוספת באמצעות מימוש האופציה (Green Shoe Option) לבצע הקצאת-יתר (Overallotment), ¹¹⁵ הניתנת למנהל הקונסורציום ברוב ההנפקות, או באמצעות רכישת ניירות-הערך בשוק; (3) הענשה של חברי קבוצת המכירה (Penalty bid) – מנהל הקונסורציום יכול לשלול את זכותו של חבר קבוצת מכירה לקבל עמלת מכירה במקרה שבו לקוחותיו ממהרים למכור את ניירות-הערך שקנו (משקיעים כאלה מכונים Flippers – משקיעים ארעיים), או אף לא להשתמש יותר בשירותיו של אותו חבר.

מדיניותו של מנהל הקונסורציום בנושא התמיכה במחיר ההנפקה הינה פרמטר חשוב בהצלחתן של הנפקות. מקובל לחשוב כי הצהרה על מדיניות של ייצוב, רכישת האופציה לבצע הקצאת-יתר ומתן הודעה על מדיניות של ענישה הינם כלים חיוניים להפחתת הסיכון שהמשקיעים צופים. עם זאת, מנהל הקונסורציום מנצל כלים אלה לצורך הגדלת רווחיו מן ההנפקה: Ellis, Michaely & O'Hara, ¹¹⁶ ו-Fishe ¹¹⁷ ו-Boehmer & Fishe ¹¹⁸ מצאו כי חלק נכבד מרווחיו של מנהל הקונסורציום צומח לו מסך פעולותיו בשוק לאחר ההנפקה (כולל תפקידו כעושה-שוק).

Aggarwal ¹¹⁹ ו-Ellis, Michaely & O'Hara ¹²⁰ מצאו כי מטרותן של פעולות התמיכה היא כיסוי מכירה ביתר של ההנפקה, בעיקר במקרה שבו ההנפקה חלשה. עוד נמצא כי בהנפקות ראשונות אין כלל שימוש בייצוב לצורך תמיכה במחיר. במקומו, מנהל

114 ראו, למשל: Aggarwal, *supra* note 102.

115 האופציה היא לרכישת ניירות-הערך מהחברה המנפיקה, בשיעור של עד 15% מהכמות המונפקת ובמחיר ההנפקה, בתוך שלושים יום ממועד ההנפקה.

116 ראו: Ellis, Michaely & O'Hara, *supra* note 101.

117 ראו: Fishe, *supra* note 102.

118 ראו: Boehmer & Fishe "Do Underwriters Encourage Stock Flipping? A New Explanation for the Underpricing of IPOs", *supra* note 102.

119 ראו: Aggarwal, *supra* note 102. Aggarwal סבור כי מכירה ביתר של הנפקות מועדפת על מנהלי קונסורציום שכן היא כלי מסוכן פחות מנקודת-מבטם. נקודה חשובה נוספת היא שבמקרה של מכירת-יתר, להבדיל מייצוב, אין רגולציה נרחבת, והדין אף אינו מחייב גילוי מוקדם בדבר אפשרות זו בתשקיף. Aggarwal מצא כי עלות השימוש בכלי זה (מכירת-היתר) הינה נמוכה, ומגיעה לשיעור של 3%-4% מרווחיו של מנהל הקונסורציום.

120 ראו: Ellis, Michaely & O'Hara, *supra* note 101.

הקונסורציום מעדיף להשתמש בשני הכלים האחרונים (מכירה ביתר של ניירות-ערך והענשה של חברי קבוצת המכירה). הענשה של חברי קבוצת המכירה נעשית רק במקרים של הנפקות חלשות (שבהן המחיר יורד לאחר תחילת המסחר). יצוין כי קיים כלי חלופי לענישה, והוא שמירת המידע בדבר מכירות מהירות.

על-פי הממצאים האמפיריים, מנהל הקונסורציום מרבה למכור את ההנפקה ביתר. אם המחיר בשוק שלאחר ההנפקה עולה, הוא מממש את האופציה להקצאת-יתר (ומרוויח עמלות חיתום נוספות). את יתרת הביקושים הוא משלים באמצעות רכישת ניירות-ערך בשוק. אם המחיר יורד, הוא יכול לבחור בין מימוש האופציה לבין רכישה בשוק. (כדאי לו לממש את האופציה כל עוד רווחיו מעמלות חיתום נוספות גבוהים מן ההפסד שנגרם כתוצאה מרכישה במחיר ההנפקה, אשר גבוה ממחיר השוק).

Fishe¹²¹ הציע כי מטרת המכירה ביתר של הנפקות היא להתמודד עם משקיעים ארעיים (Flippers). האחרונים מהווים בעיה מבחינת מנהל הקונסורציום שכן הם יוצרים ביקוש מלאכותי בהנפקות. במקרה של הנפקה חלשה, השפעתם של משקיעים ארעיים רבה יותר. כאן ההנפקה נמכרת בזכותם, ונהפכת לחלשה בשל התנהגותם (מכירה מיידיה). מאחר שהאחרונים עלולים להוריד את מחירם של ניירות-הערך בשוק שלאחר ההנפקה, מנהל הקונסורציום יכול להגיב במקרה זה במכירת-יתר (מראש) ובכיסוי החסר בהזמנות שלו בשוק שלאחר ההנפקה. כך הוא יכול להרוויח מכיסוי בוול (במחיר החדש בשוק שלאחר ההנפקה) של עודפי הביקוש. בדרך זו הוא מנצל את התנהגותם של המשקיעים הארעיים להגדלת רווחיו.¹²²

אף שהיבטים שונים בתהליך ההנפקה ובשוק שלאחר ההנפקה אינם מוסברים באופן

121 ראו: Fishe, *supra* note 102. במחקר אחר הציעו Fishe & Boehmer כי מנהל הקונסורציום מעודד השתתפות של Flippers בהנפקות, שכן השתתפותם פועלת לטובתו. במודל זה תת-תמחור והקצאה ל-Flippers נועדו לספק נזילות, שתאפשר למנהל הקונסורציום להפיק רווחים ממסחר בשוק שלאחר ההנפקה. ראו: Boehmer & Fishe "Do Underwriters Encourage Stock Flipping? A New Explanation for the Underpricing of IPOs", *supra* note 102.

122 תוצאה זו תואמת ממצאים אמפיריים שצוינו לעיל. במקרה שבו ההנפקה "חמה", על-פי המודל של Fishe, כדאי למנהל הקונסורציום לממש את אופציית הקצאת-היתר (אך לא לרכוש ניירות-ערך בשוק שלאחר ההנפקה). Fishe מציין כי תוצאה זו מתאימה לממצא של Ritter, שלפיו בהנפקות שצפויות להיות "חמות", מנהל הקונסורציום מוכר מראש 115% מהכמות המוצעת. ראו: Jay R. Ritter "Initial Public Offerings" in Warren, Gorham, and Lamont *Handbook of Modern Finance* (Boston & New York, D. Logue & J. Seward eds., 1998).

לפי המודל של Fishe, הקשר ליצירת תת-תמחור על-ידי מנהל הקונסורציום מצוי באופציית הקצאת-היתר. האופציה תמומש על-ידי מנהל הקונסורציום ב"הנפקות חמות", אך גם בהנפקות חלשות, כל עוד, כאמור, המחיר אינו יורד בשיעור גבוה מדי (בארצות-הברית - עד 7%).

מלא,¹²³ יש במודלים המוצגים כדי להבהיר כמה השלכות מרכזיות של התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום. האחרון קובע את פעולותיו באופן שישקלל את רווחיו הצפויים מן ההנפקה עם רווחיו האפשריים בשוק שלאחר ההנפקה. התוצאה יכולה להיות שיווי-משקל שונה מזה שיתקיים אם ישקול רק את השאת רווחיו בהנפקה. אחת התוצאות משילוב המניעים של מנהל הקונסורציום היא שלא תמיד הוא יכול, באמצעות תת-תמחור, ליצור בוזמנית שיעור מיטבי של השקעה באיסוף מידע ובהערכתו (כפי שעולה מהמודל שהצגתי) יחד עם שיעור מיטבי של פעולות תמיכה במחיר. אם נדרש תת-תמחור בשיעור מסוים לצורך השגת השקעה מיטבית באיסוף מידע ובהערכתו, ייתכן שבשיווי-משקל כדאי לו לחרוג משיעור זה – למשל, כדי לשנות את כמות המשקיעים הארעיים שצפוי כי ישתתפו בהנפקה.

השפעת הדין שמטיל על מנהל הקונסורציום אחריות להימצאות פרטים מטעים הינה רלוונטית בעיקר להסדרת התנהגותו בשלבי ההנפקה. בהנחה שהדין מקטין את שיעור התת-תמחור, אם מצרפים את שיקוליו של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה, מסתבר כי לדין יש השפעה ממתנת. דהיינו, הדין יכול להקטין את הפסדי היעילות שעלולים להיגרם כתוצאה מהתנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום. זאת, מאחר שהוא מקטין את יכולתו להרוויח באמצעות הגדלה נוספת של שיעור התת-תמחור.

התיאור לעיל של אופן פעולתו האסטרטגי של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה נותן אינדיקציה בסיסית לכך שהפסדי יעילות נוספים נגרמים כתוצאה מהתנהגות זו, ושייתכן כי חלק מההפסדים במנגנון ההקצאה על-ידי השוק נגרמים בשל פערי מידע באשר להתנהגותו הצפויה. לכן יהיה ראוי לבחון בפירוט את העלויות השונות הנגרמות בשל התנהגותו של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה, לרבות העלויות הנובעות מפערי המידע, ולשקול כיצד כללים שונים, לרבות כללי גילוי, יכולים להקטין עלויות אלה.¹²⁴

(ד) הפיקוח על מנהלי החברה

הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יכולה לחזק את מנגנוני הפיקוח על מנהלי החברה. הראשון מקפיד לבחון במהלך בדיקות הנאותות מרכיבים שונים שקשורים לפעולת החברה,

אופציית הקצאת-היתר מהווה תמריץ ליצירת תת-תמחור, שכן ערך האופציה עולה ככל ששיעור התת-תמחור גדל. Kandel, Sarig & Wohl מצאו כי אופציית הקצאת-היתר שמופעלת על-ידי מנהל הקונסורציום אכן מעודדת תת-תמחור. ראו: Kandel, Sarig & Wohl, *supra* note 106.

¹²³ כגון התהליך של בניית ספר-ההזמנות, קביעת המחיר בהנפקה והקצאת ניירות-הערך, התמיכה במחיר בשוק שלאחר ההנפקה והשפעתם של כל אלה על שיעור התת-תמחור.

¹²⁴ למחקרים חלוציים בתחום זה ראו: Jonathan A. Shayne & Barondes, *supra* note 102; Larry D. Soderquist "Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings" 48 *Vand. L. Rev.* (1995) 965.

שקיים בהם ניגוד עניינים בין טובתה לבין טובתם של המנהלים המופקדים על תהליך ההנפקה. בין תחומים אלה ניתן למנות את דרכי מינויים של המנהלים ואופן פיטוריהם, את מנגנוני השכר של המנהלים, את ההסכמים המיוחדים של החברה שבהם למנהלים יש עניין אישי, את סמכויות המנהלים ועוד. במהלך הבדיקות, מלבד תיאור מדויק של נושאים אלה בתשקיף ההנפקה, מנהל הקונסורציום דורש להתאים את מנגנון השכר ודרכי אישורו, וכן את סמכויותיהם של המנהלים ודרכי פעולתם, לאלה המקובלים בשוק ההון. מאחר שקיים ניגוד עניינים בין טובת החברה לבין טובתם של המנהלים המופקדים על תהליך ההנפקה, יש צורך במנגנון שיאפשר למנהל הקונסורציום לפקח על התנהגותם בנושאים אלה. הליך בדיקות הנאותות מקנה למנהל הקונסורציום כוח לאכוף עליהם את הסטנדרטים המקובלים בשוק ההון. כוח זה גדל בשל הטלת האחריות עליו.¹²⁵

(ה) שיקולי יעילות אחרים

Easterbrook & Fischel טענו כי חובות גילוי יכולות לפתור בעיות של תת-גילוי, העלולות להיווצר בשל העלויות של ייצור המידע על-ידי החברות המנפיקות, לרבות העדר תמריצים מתאימים ליצור את פורמט הגילוי הזול ביותר.¹²⁶ בהטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יש כדי לסייע בפתרון בעיות אלה. נראה שהטלת אחריות נותנת תמריץ לגורמים השותפים בתהליך של בדיקות הנאותות ליצור תבנית אחידה של גילוי, על-מנת להגביר את ודאותם לגבי קיומה של הגנה תקפה מפניה. לתבנית זו יש יתרונות יעילות בהליך ההשקעה. היא מחייבת את החברות למסור את המידע הרלוונטי על-פי הניסיון שנצבר בתחום, ומאפשרת השוואה יעילה בין חברות באותו תחום (שנחוצה לצורך הערכת שוויין של החברות ולשם הערכת הסיכון הגלום בהשקעה בהן). Coffee התמקד בחיסכון בעלויות של איסוף המידע, אימותו והצגתו למשקיעים. לדעתו,¹²⁷ מערכת יחידה של פרסום המידע ממזערת את העלויות שעלולות להיווצר כתוצאה מפעולתן של מערכות מידע שונות וחופפות. נראה שבהטלת אחריות על מנהל הקונסורציום יש כדי לסייע בהקטנת העלויות החופפות, באמצעות מתן תמריץ לאחרון

125 טיעון זה עולה בקנה אחד עם טיעוניהם של Coffee ושל Mahoney להצדקת הטלת חובות גילוי מנדטוריות. על-פי Coffee, בהעדר חובות גילוי מנדטוריות, המנהלים עלולים למסור מידע שגוי ולספק מידע חסר בדבר פרויקטים חיוביים, כדי לזכות בערך הנוסף בעסקת LBO. ראו: Coffee, *supra* note 22, at pp. 737–747. על-פי Mahoney, מטרתה הראשית של חקיקת ה-New Deal היא פתרון בעיות הסוכן שנוצרות בשל ניגוד העניינים בין היוזמים והמנהלים, מצד אחד, לבין המשקיעים, מן הצד האחר (Agency Cost Model). ראו: Mahoney, *supra* note 27.

126 את פירוט הסיבות לבעיות של תת-גילוי ראו לעיל בטקסט הנלווה להערה 77.

127 ראו: Coffee, *supra* note 24, at pp. 723–737.

לרכז את הפעילויות השונות אצלו – למשל, לערוך את בדיקות הנאותות בעבור יתר החתמים, ולהעביר אליהם "מכתבי־נוחות" (Comfort Letters)¹²⁸ שיצהירו על ביצוען.

2. שאלת הכוונת ההתנהגות – היבטים של חלוקת רווחה

(א) חלוקת הרווחה בין החברה, מנהלי החברה והחתמים

שני המודלים שהצגתי מראים כי הדין מצליח להקטין את עלויות הפעולה של מנגנון ההקצאה. קשה להצביע על אמת־מידה חד־משמעית שתראה כיצד השחקנים השונים נהנים מהגדלת היעילות הכרוכה בהטלת האחריות על כתפי החתמים. הניתוח לעיל מראה כי מהטלת האחריות נובעת תוספת יעילות, וכי מנהל הקונסורציום יכול ליהנות מרווחי הנפקות באמצעות בחירה אסטרטגית של סדרת פעולותיו. סביר להניח כי גם החברה נהנית מחלק מתוספת היעילות שנובעת מהטלת האחריות.

כאמור, להטלת האחריות ולהשפעותיה המתוארות על פעולת השחקנים השונים בשוק הראשוני יש היבטים של הסטת רווחה בין השחקנים. כך, היתרון שנובע לחברה מייעול מנגנוני הפיקוח על מנהליה (שהאינטרסים שלהם שונים מאלה של החברה), בשל עליית כוחו של מנהל הקונסורציום, צומח במקביל להקטנת כוחם של המנהלים. כך, בנושא של בחירת המשקיעים, לחברה יש אינטרסים שונים מאלה של מנהליה. ייתכן מצב שבו טובת החברה מחייבת השקעה בה על־ידי קבוצה גדולה של משקיעים מוסדיים גדולים שמגוונים את השקעותיהם. ההנהלה, לעומת זה, עלולה להעדיף משקיעים מסוג אחר – למשל, פיזור נרחב בציבור והשקעה על־ידי מספר קטן של משקיעים מוסדיים שמקורבים אליה. לשיטת פעולה זו יש מאפיינים של עסקת MBO (Managers Buy-Out), ולחברה יש אינטרס למנוע אותה. העברת כוח הבחירה לידי מנהל הקונסורציום, שנתמכת על־ידי הדין המטיל עליו אחריות, משנה את התוצאה של מבנה ההחזקות בחברה ומקשה על המנהלים לפעול באופן המתואר. הסטת הכוח מידי מנהלי החברה לידי מנהל הקונסורציום משמעה הוספה של מערכת אינטרסים נוספת לתמונה, היא מערכת האינטרסים של מנהל הקונסורציום. מערכת זו עלולה אף היא להיות שונה ממערכת האינטרסים של החברה.

לבסוף, שני המודלים מייחסים להטלת האחריות את התוצאה של התאמת הביקושים לרמת הוודאות הגבוהה יותר ששוררת כאשר הכלל המשפטי מוחל, וכן את אפשרות הקטנתן של העלויות העקיפות שנובעות מתת־מתחור. הגברת הוודאות (והקטנת הסיכון מהחזקת ניירות־הערך) הינה תוצאה טובה לחברה, אף אם חלק גדול מהרווחים שצומחים

128 מכתבי־הנוחות הם מכתבים מאת מנהל הקונסורציום, עורכי־הדין ורואי־החשבון שערכו את בדיקות הנאותות, המאשרים כי עשו את הבדיקות הרלוונטיות השונות, כל אחד בתחומו. מכתבים אלה כוללים את פירוט הבדיקות שנעשו וכן הצהרות של הגורמים הבודקים בדבר הממצאים שהתגלו.

מכך עוברים לידי מנהל הקונסורציום. ודאות רבה יותר תבטיח לאורך זמן מחיר טוב יותר למניות החברה, ותאפשר לה לגייס הון בעתיד במחיר נמוך יותר.

(ב) חלוקת הרווחה בין המשקיעים לסוגיהם לבין המתווכים הפיננסיים השונים

גורמים שונים משמיעים ביקורת על כך שמנהלי קונסורציום מעדיפים את המשקיעים הקבועים שהינם לקוחותיהם ומפלים לרעה את המשקיעים מן הציבור, בעיקר ב"הנפקות חמות". על-פי דיווחי העיתונות, ה-SEC שואפת, כפתרון לבעיה, להפריד את עסקי ההקצאה של ניירות-הערך מהפעילות של בנקאות ההשקעות. יצוין כי ספק אם פעולה זו מהווה את ההסדר הראוי של נושא "ההנפקות החמות". ה-SEC מודעת לכך היטב, ובין היתר ביקשה מהבורסות לניירות-ערך להקים ועדה שתבחן את הליכי ההנפקות הראשונות, כולל את הפרקטיקה של הקצאת ניירות-ערך ואת תפקידם של מנפיקים וחתמים בקביעת המחיר ובהליכי ההצעה.¹²⁹

המודל השני מצביע על כך שבחירת המשקיעים אינה שרירותית. מנקודת-המבט של צדק חלוקתי, יש לכך יתרונות וחסרונות. בחירת מספרם של המשקיעים הקבועים המשתתפים בהנפקה (ובהנפקות בכלל) הינה פונקציה של כמות המידע שעליהם לייצר, מבנה העלויות של ייצור המידע ומבנה פעולתם. מבין המשקיעים הקבועים, מנהל הקונסורציום בוחר בכמות מסוימת של משקיעים קבועים מיוחדים, לשם השלמת האסטרטגיה של שמירה על ייצור מידע בכמות מיטבית. זאת, באמצעות הקצאה של כמות ניירות-ערך וקביעת שיעור תת-תמחור שייתנו למשקיעים הקבועים תשלום על השירות שהם מספקים (בדיקת המידע והערכתו, והחזקת מערכת המידע). לכן אין לראות במנגנון ההקצאה באמצעות בניית ספר-הזמנות מנגנון לא-שוויוני. התשלום למשקיעים הקבועים ניתן בעבור שירותים שהם מספקים, ולמנהל הקונסורציום אין תמריץ לשלם מעבר לדרוש כדי לקיים את המנגנון.

הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום מקטינה את עלויות ההחזקה של מערכת המידע על-ידי המשקיעים הקבועים ואת עלויות תפעולה. לכן היא גורמת להקטנת התשלומים לאחרונים (לצורך כיסוי עלויותיהם). המשקיעים הקבועים נהנים מכך שכן קיימת אפשרות סבירה שרווחיהם יגדלו. הסיבה לכך נובעת מתוצאה אחרת של המודל, שלפיה ייתכן שהגבלות ההשתתפות של המשקיעים הקבועים לא יהייבו. זאת, בין היתר, משום ששיעור התת-תמחור ייקבע על-סמך מגבלה אחרת, דהיינו, רווחיו האפשריים של מנהל הקונסורציום בשוק שלאחר ההנפקה. אפשרות זו מסתברת יותר ככל שעלויות ההחזקה של מערכת המידע ועלויות תפעולה קטנות יותר. כאמור, להטלת האחריות יש השפעה בכיוון זה. במקרה זה, למשקיעים הקבועים יצטברו רווחים בשיעור גבוה יותר. סביר כי

129 ראו, למשל: SEC "Chairman Pitt Seeks Review of Initial Public Offering Process" (2002) SEC Press Release No. 2002-147, available at <http://www.sec.gov/news/press/2002-127.htm> (10.4.05)

המשקיעים מן הציבור נהנים אף הם מתוצאה זו (הקטנת עלויות ההחזקה והתפעול של מערכת המידע על-ידי המשקיעים הקבועים) של הטלת האחריות, מאחר שהקטנת העלויות מאפשרת למנהל הקונסורציום להקטין את היחס בין שיעור ההקצאה למשקיעים הקבועים לבין שיעור ההקצאה לציבור, דבר שמאפשר לציבור להשתתף בשיעור גבוה יותר בהנפקות ראשונות (אף שתוצאה זו אינה הכרחית). חשוב לציין כי בכל מקרה המשקיעים מן הציבור מרוויחים מן התת-תמחור, ללא תלות בגודל ההקצאה שניתנת להם (שכן אין להם עלויות).

מנקודת-מבטם של המשקיעים הקבועים, נראה שהשפעת הכלל המשפטי הינה חיובית. לגבי המשקיעים מן הציבור קיימות השפעות מעורבות: הגברת הוודאות מקטינה את הסיכון מהשתתפות בהנפקות, אך ייתכן ששיעור התשואה של משקיעים מהציבור יקטן עקב התנהגותו האסטרטגית של מנהל הקונסורציום. הבחירה של הפרמטרים הקבועים את שיעור התשואה של משקיעים מהציבור נתונה בעיקר לשיקול-דעתו.

חשוב לציין כי עליית כוחם של המשקיעים המוסדיים בשוקי ההון, והגדלת היקף החזקתם בניירות-ערך בשוקי ההון ליותר מ-50% מהיקף ההחזקות בשוק, קשורות גם לשיעור השתתפותם הגבוה בהנפקות ראשונות. למשל, Aggarwal, Prabhala & Puri מצאו¹³⁰ כי בהנפקות ראשונות רגילות שיעור ההקצאה למשקיעים מוסדיים עולה על שני שלישים (והוא גבוה יותר בהנפקות שבהן שיעור התת-תמחור גבוה יותר).

עם זאת, סיבה חשובה לא פחות לעליית כוחם של המשקיעים המוסדיים היא המעבר של הציבור להשקעה באמצעות גופים אלה. למעשה, גופים אלה מייצגים את הציבור ומעניקים לו שירותי תיווך שונים. לכן הגדלת שיעור ההשתתפות של משקיעים מוסדיים בהנפקות ראשונות פירושה למעשה הגדלת ההשקעה של הציבור בהנפקות ראשונות באמצעות החזקה עקיפה בקרנות המוסדיות. יתרום של המשקיעים המוסדיים בהנפקות ראשונות יתבטא גם ביכולת גבוהה יותר של גיוס משקיעים מן הציבור. מאחר ששוק ההשקעה בקרנות המוסדיות הינו תחרותי יחסית, המשקיעים מן הציבור יזכו בחלק ניכר מרווחי היתרון הנוסף של הקרנות המוסדיות, הנובע מיתרון היחסי בהנפקות ראשונות.

3. שאלת הכוונת ההתנהגות – סיכום: היבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה

כאמור, הדין מטיל אחריות על מנהל הקונסורציום מסייע בדרכים שונות להקטין את עלויות הפעולה של מנגנון ההקצאה. שילוב שיקולים של צדק חלוקתי הינו משימה קשה. נקודת המוצא של הדיון, שמחייבת בחינה של האופן שבו השחקנים השונים בשוק מושפעים מהטלת האחריות על מנהל הקונסורציום, נעדרת אמת-מידה חד-משמעית שתראה כיצד הראשונים נהנים מהגדלת היעילות הכרוכה בהטלת האחריות. אם מקבלים את מסקנות

130 ראו: Aggarwal, Prabhala & Puri, *supra* note 106.

הניתוח שהוצגו כאן, סביר להניח כי החברה, מנהל הקונסורציום והמשקיעים לסוגיהם נהנים – כל אחד מהם – מחלק מתוספת היעילות שנובעת מהטלת האחריות. על-פי תוצאות אלה, הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום הינה מודל פעולה ראוי (כאשר מביאים בחשבון את מטרת הדין לכוון התנהגות, בהיבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה).

פרק ב: שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח

1. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – היבטי יעילות

(א) פיזור הנזק וביטוח בשוק הראשוני – תיאור עובדתי

בחלק זה של המאמר אערוך דיון בהיבטי היעילות וחלוקת הרווחה של שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח,¹³¹ ולאחריו דיון בשילוב השיקולים. בתחילה אדון בהיבטי היעילות של שאלת הטלת האחריות לצורך השגת המטרה של פיזור הנזק. השוק הראשוני מתאפיין במערך מורכב של פיזור הסיכון הגלום בהימצאות פרט מטעה בתשקיף ההנפקה. מערך זה כולל הטלת אחריות מכוח הדין,¹³² הטלת אחריות על-פי מערכת החוזים המסדירה את היחסים בין המשתתפים השונים בתהליך ההנפקה,¹³³ ביטוחי

131 לבחינת ההשפעות של הביטוח על הרווחה התברתית, ראו, למשל: S. Shavell *Economic Analysis of Accident Law* (Cambridge & London, 1987) 186–281.

132 כך, בארצות-הברית, סעיף 11 ל-The Securities Act of 1933 מטיל אחריות אזרחית בגין הימצאות פרטים מטעים במסמכי הרישום על החתמים על מסמכי הרישום, על המנפיקה, על הדירקטורים שלה, על המומחים שחתמו על חוות-דעת שצורפו לתשקיף ההנפקה ועל החתמים. בישראל מוטלת אחריות דומה, בשינויים מסוימים, על אותם נתבעים פוטנציאליים. זאת, מכוח סעיפים 1 (הגדרת "פרט מטעה"), 22, ו-31–34 לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 1.

133 בהנפקות ראשונות בארצות-הברית ובישראל, בהסכמי חיתום בין חברה מנפיקה לבין חתמים, נוכחים דרך קבע סעיפי שיפוי סטנדרטיים הכוללים שני מרכיבים מרכזיים: האחד, חובת החברה (או בעל המניות המוכר במקרה של הצעת מכר) לשפות את החתמים במקרה שיישאו בהפסדים או בהוצאות בגין הימצאות פרטים מטעים במסמכי הרישום; והאחר, פטור לחברה (או לבעל המניות המוכר) מן ההתחייבות לשיפוי במקרה שהפרט המטעה נכלל במסמכי הרישום בהסתמך על מידע בכתב שמסרו החתמים לחברה. בארצות-הברית קיימת מחלוקת בשאלת תקפותם של הסדרים לשיפוי נתבעים ושל

אחריות ומנגנוני שוק. ביטוח מפזר את הסיכון באמצעות העברתו למבטחים ולמבטחי-משנה תמורת פרמיה. בין מנגנוני השוק בולט המנגנון של פיזור הסיכון על-ידי המשקיעים באמצעות גיוון החזקותיהם.

במעגל האחריות של המשתתפים בתהליך ההנפקה ניתן למנות את כל מי שתורם פרטים כלשהם להרכבת התשקיף, מדובר בגורמים מקצועיים שונים שדואגים בדרך-כלל לרכישת פוליסת ביטוח אחריות מקצועית על-מנת להתמודד עם הסיכון המוטל עליהם בגין אחריותם המשפטית. כך, נציגי החברה להכנת התשקיף (בדרך-כלל אלה שאחראים בחברה לניהול השוטף, כגון יושב-ראש דירקטוריון פעיל, מנכ"ל וסמנכ"ל כספים) מכוסים בפוליסת ביטוח אחריות של נושאי-משרה. פוליסה זו נרכשת בדרך-כלל עובר להנפקה הראשונה, שכן קודם לכן לא הייתה למנהלי החברה חשיפה מסוג כזה. לעיתים קיימת בחברה גם מדיניות שיפוי למקרים של הימצאות פרט מטעה בתשקיף, אך זו יכולה להיות מופעלת רק בנסיבות מיוחדות ובהגבלות חמורות של הדין. לעורכי-הדין של החברה, לרואי-החשבון שלה ולנותני הוות-הדעת השונות שנכללות בתשקיף יש פוליסות ביטוח אחריות מקצועית נפרדות. פרטים נוספים יכולים להיות מוכנסים לתשקיף (או להישמט ממנו בשל מחדל) על-ידי דירקטורים שעוברים על טיטות התשקיף בשלבי השונים, במסגרת אחריותם כדירקטורים, או על-ידי דירקטוריון החברה. הדירקטורים מכוסים בדרך-כלל במסגרת פוליסת הביטוח של נושאי-המשרה שנרכשה על-ידי מנהלי החברה. פרטים כאלה יכולים להיכלל בתשקיף גם לפי דרישת החתמים, לרבות דרישת עורכי-דינם, רואי-החשבון שלהם ויועציהם השונים, או אפילו על-פי בקשתם של בעלי-השליטה בחברה שאינם נושאי-משרה בה. גם לחתמים קיימת בדרך-כלל פוליסת ביטוח אחריות מקצועית. מקרים שבהם דירקטורים או חתמים תורמים פרטים לתשקיף הינם נדירים יחסית, ומכוסים במסגרת פוליסות ביטוח האחריות הנפרדות שיש להם.

הסדרים חוזיים המסדירים את אופן השתתפותם של הנתבעים השונים בתביעות בגין הפרת דיני ניירות-ערך. לדיון בנושאים אלה ראו: Louis Loss & Joel Seligman *Fundamentals of Securities Regulation* (Boston & others, 3rd ed., 1995) 1149–1154; Louis Loss & Joel Seligman *Securities Regulation* (Boston & others, 3rd ed., 1993, Vol. X) 4685–4701; Louis Loss & Joel Seligman *Securities Regulation* (Boston & others, 3rd ed., 1998 Supp.) 984–985; James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort *Securities Regulation – Cases and Materials* (New York, 1997) 228–229, 617–618; Helen S. Scott "Resurrecting Indemnification: Contribution Clauses in Underwriting Agreements" 61 *N.Y.U. L. Rev.* (1986) 223.

הרפורמה בישראל בתחום החיתום (ראו לעיל בהערה 11) עיגנה בחוק, בסעיף 34 לחוק ניירות-ערך, שם, את האפשרות לשפות את החתמים בתנאים מסוימים, שדומים במהותם לאלה אשר נהוגים לגבי האחריות של נושאי-משרה בחברה (ואשר קבועים בחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 1711). ההסדר כולל למעשה הכרה של החוק באפשרות השיפוי החוזית הגורפת שכלולה בהסכמי החיתום הסטנדרטיים הנוהגים בישראל, בשינויים קלים.

לבעלי-השליטה בחברה שאינם נושאי-משרה בה, כמו-גם לבעלי מניות אחרים, אין ביטוח למצב שבו תוטל עליהם אחריות בגין הכללת פרט מטעה בתשקיף. לגבי החברה המנפיקה – בארצות-הברית אחריותה לנזקים שנגרמים למשקיעים בגין הימצאות פרט מטעה בתשקיף הינה מוחלטת. בישראל, לעומת זה, אחריות זו הינה ברמה של אחריות מוגברת. בסעיף השיפוי הסטנדרטי שקיים בהסכמי החיתום בין החברה לבין החתמים, החברה מתחייבת לשפות את החתמים בגין נזקים שנגרמו להם עקב הכללת פרט מטעה בתשקיף. כן היא מתחייבת לרכוש פוליסת ביטוח לטובת החתמים, שהתגמולים ממנה ישמשו לשיפוי החתמים בגין כל הוצאה או הפסד שייגרמו להם ואשר נכללים במסגרת התחייבות השיפוי של החברה.

(ב) תוספת היעילות מפיזור הנזק באמצעות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום

(1) מנהל הקונסורציום כמבטח הוול ביותר ובעיית התת-ביטוח

למנהל הקונסורציום יש יתרון יחסי על יתר המשתתפים בהנפקה ביכולתו להשיג את פוליסת הביטוח הטובה ביותר. יתרון הגודל העצום שלו והיותו שחקן חוזר בשוק מבטיחים כי יצליח להויל את פרמיית הביטוח. בידיו הידע והיכולת ליצור את הסכם הביטוח הטוב ביותר עם מבטח פוטנציאלי. יש לו שנאת סיכון נמוכה יחסית לרוב המשתתפים בהנפקה, בשל הונו העצמי הגדול והכמות הרבה של ההנפקות שהוא משתתף בהן. נוסף על כך, יש לו יכולת מיקוח גבוהה יותר עם מבטחים פוטנציאליים, וכן מוניטין שניתן להסתמך עליו ככלי להפחתת פרמיות הביטוח.

אם לא תוטל אחריות על מנהל הקונסורציום, לא יהיה לו כל תמריץ לבטח את הסיכון של הימצאות פרטים מטעים בתשקיף ההנפקה. בהעדר אחריות, יקטנו היתרונות שנובעים מביטוח סיכוני הענף, שכן הביטוח ייעשה על-ידי גורמים שיכולתם בתחום זה נמוכה בהרבה. מנקודת-מבט של המבטח, מסיבות דומות, הליך ניהול הסיכונים הינו זול בהרבה כאשר הפיקוח הוא על מנהל הקונסורציום, ולא על החברה המנפיקה ומנהליה.

(2) עלויות גבוהות לפיזור וולונטרי של הנזק

כדי לנצל את יתרון היעילות מנטילת אחריות וולונטרית באופן הסכמי, על מנהל הקונסורציום לבצע בו-זמנית שלוש עסקות מסובכות ויקרות, ונראה כי אין הן בנות-ביצוע. שתי עסקות שעל מנהל הקונסורציום לבצע תיאורטית בו-זמנית הן: האחת, עם המשקיעים; והאחרת, עם חברת הביטוח.¹³⁴ במערכת הסכמים זאת, עליו ליצור הסדר חוזי

134 כאן הדיון הוא באפשרות שמנהל הקונסורציום ירכוש ביטוח אחריות מקצועית בעבור עצמו, ללא תלות בזכותו לשיפוי מהחברה. לחלופין, הוא יכול להיות מבטח עצמי של ההנפקה. עם זאת, לדעת, הטעון נכון באופן חלקי גם לגבי הפוליסה שהחברה רוכשת

יעיל שיגדיר את אחריותו המקצועית. הסכם זה צריך להגדיר מה נחשב הפרה של התחייבויותיו, כיצד תוכח ההפרה וכיצד תחולק האחריות בינו לבין החברה, מנהליה ונותני חוות-הדעת השונות. למעשה, על מנהל הקונסורציום יוטל ליצור מערכת הסכמית שמחקה את מרכיבי הדין. במיוחד, על-מנת לפתור את חוסר האפשרות לוודא ex post כיצד פעל מנהל הקונסורציום, יהיה צורך ליצור מערכת הסכמית שתוודא כי מתקיים הליך יעיל של גילוי העובדות, בירורן ומתן משמעות לאותן עובדות, מן ההיבט של שאלת ההפרה של ההסכם עם המשקיעים. כמו-כן יהיה צורך לברר את גובה הנזק שנגרם. מערכת כזאת אינה יכולה להיות מוקמת על-ידי גופים פרטיים, שכן עלויותיה עצומות, ולכל אחד מהגופים הפרטיים יש תמריץ להמתין עד שאחרים יקימו אותה. נוסף על כך, נראה שהקמתה דורשת תיאום בהיקף נרחב בין מנהלי הקונסורציום הפועלים בשוק. כללי הגילוי מחייבים אחידות בפורמט הגילוי, וכל מנהל קונסורציום ייאלץ להביא בחשבון שקיים סיכוי שלא תיאום תרד השקעתו לטמיון, בשל הצלחתה של מערכת כללים שיצר מתחרה. תיאום מסוג זה הינו למעשה תפקידו של הדין. עוד יצוין כי רגולציה עצמית בתחום זה לא תועיל שכן היא תיצור עלויות גבוהות של הגבלת התחרות בענף והשפעות חיצוניות שליליות על פעולת השווקים.

העסקה השלישית שעל מנהל הקונסורציום לבצע היא עם החברה המנפיקה. הבעיה נובעת מכך שאם אי-אפשר לבצע עסקה שבה החברה המנפיקה משלמת למנהל הקונסורציום חלק משמעותי מהוצאותיו הנוספות, האחרון לא ירכוש ביטוח אחריות ולא יתחייב לבטח את המשקיעים.¹³⁵

בעבורו, על-פי הסכם החיתום הסטנדרטי, להבטחת התחייבותה לשפותו. זאת, מאחר שסביר שמנהל הקונסורציום הוא שיעשה בפועל את ההתקשרות.
135 להלן דוגמה מספרית מופשטת הממחישה את הטיעון:

המקרה	עלות ביטוח לחברה המנפיקה	עלות ביטוח לחתם המוביל	תוספת לתמורת ההנפקה	תוספת יעילות חברתית	תוספת לרווחי החתם המוביל
אחריות רק על החברה ומנהליה	4	0	5	5-4 = 1	1/2
אחריות גם על החתם המוביל	3	2	10	10-2-3=5	1-2=-1

בדוגמה, כאשר מוטלת אחריות גם על מנהל הקונסורציום, יש חיסכון בהוצאות החברה על הפרמיה, יש תוספת להכנסות החתמים שנגזרת מעליית ערך המניה כתוצאה מן הביטוח, ויש עלויות חדשות לחתמים (עלות הפוליסה). במקרה זה, מנהל הקונסורציום רוכש ביטוח במחיר נמוך יותר מאשר החברה. אף שהעלות הכללית של פרמיית הביטוח עולה רק במעט, התוספת למחיר המניה גדולה (בשל הטלת האחריות עליו), והיא גדלה מתוספת של 5 לתמורת ההנפקה לתוספת של 10 לתמורה (מחיר המניה גדל מ- $x+5$ ל- x).

(3) פיזור הנזק באמצעות הקונסורציום

אף שהדין מטיל אחריות להימצאות פרטים מטעים בתשקיף על כל חברי הקונסורציום, את בדיקות הנאותות עושה מנהל הקונסורציום. אופן פעולה זה לא נכפה על ידי הדין, אלא פשוט התקיים עוד לפני הטלת האחריות על ידי הדין. זאת, משיקולי יעילות שונים, ביניהם הסיכון הכלכלי שמוטל עליו בהנפקות ואשר מחייב אותו לערוך את הבדיקות. חברי הקונסורציום האחרים אינם עוסקים בבדיקות נאותות, אלא מסתמכים על הבדיקות שמנהל הקונסורציום עורך. הטלת האחריות על החתמים מן השורה אינה משנה באופן מהותי את מערכת התמריצים שפועלת עליהם, ואינה גוררת מעורבות גבוהה שלהם בעריכת הבדיקות (שעלולה להיות לא יעילה). עם זאת, הדין יוצר מנגנון פיקוח על פעולותיו הנסחרות של מנהל הקונסורציום.¹³⁶

הטלת האחריות על חברי הקונסורציום משמשת גם, בין היתר, לפיזור יעיל יותר של הנזק. מאחר שמנהל הקונסורציום הינו משקיע מוסדי גדול, ומעורב במספר רב של הנפקות בכל תקופה, ומאחר שהשוק ריכוזי, קיים סיכון (אף אם בהסתברות נמוכה) שהתמוטטות פיננסית של מנהל קונסורציום אחד תגרום לפגיעה חמורה בשוק כולו.

(4) פיזור הנזק על ידי מנהל הקונסורציום וכיסו העמוק

הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום פותרת גם את הבעיה של ת-ביטוח שעלולה להיגרם בשל הסיכון של היווצרות מחדלים של החברה ומנהליה בתחום הכיסוי הביטוחי. במקרה שהפוליסה אינה בתוקף מסיבה כלשהי, קיימת אפשרות שמנהל הקונסורציום יישא באחריות. חשוב לציין כי מנהל הקונסורציום הוא גם "כיס עמוק", ולכן הטלת אחריות עליו מגדילה את סיכויי המשקיעים לקבל פיצוי מלא על נזקיהם.

(ג) הפחתת היעילות מפיזור הנזק באמצעות הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום

(1) גובהן של פרמיות הביטוח

קיים גורם מרכזי שפוגם ביעילותו של מנגנון פיזור הנזק באמצעות מערך פיזור הנזק והביטוח המתואר אשר מופעל בשל הטלת האחריות על החתמים. גורם זה הוא העלייה

10. אף שהתועלת החברתית מן הביטוח גדלה מאוד (מ¹-ל⁵), רווחיו של מנהל הקונסורציום פוחתים (שכן הוא מקבל 10% מהרווחים בהנפקה, ואילו עלות הפוליסה שלו, או לפחות חלק משמעותי ממנה, מוטל עליו).

136 הפרקטיקה המקובלת, שנוצרה כתוצאה מהטלת האחריות על החתמים, היא שמנהל הקונסורציום שולח אל החתמים מן השורה מכתבי-נוחות, ובהם פירוט של הבדיקות שערך. כתנאי להגנה מפני אחריותם להימצאות פרטים מטעים בהנפקה, עליהם להראות כי הפרקטיקה שנקט מנהל הקונסורציום היא הפרקטיקה המקובלת.

בעלויות ההנפקה שנגרמת כתוצאה מהעלייה בתשלומי פרמיות הביטוח. הטלת האחריות על מנהל הקונסורציום מגדילה את תשלומי הפרמיה שהוא משלם בגין ביטוח אחריותו המקצועית, וקיימת גם תוספת פרמיה שהחברה משלמת בגין ביטוח התחייבותה לשפות את מנהל הקונסורציום.

לדעתי, במקביל לפוטנציאל להגדלתם של תשלומי פרמיות הביטוח קיים גם פוטנציאל להפחתתם. כאמור, תיתכן הפחתה בגובה הפרמיה שתיגבה מן החברה בגין אחריותם של מנהליה. זאת, בשל חלוקת הסיכון עם מנהל הקונסורציום וחברת הביטוח שלו, אך בעיקר בשל הפיקוח המוגבר של מנהל הקונסורציום על מנהלי החברה במקרה שמוטלת עליו אחריות משפטית.

(2) *הבעיה של ביטוח-יתר ויתרון השימוש במבטחי-משנה*

ביטוח-יתר נוצר כאשר מתקיימת מערכת ביטוח כפולה ובלתי-מתואמת. הקושי המרכזי קיים בביטוח אחריותם של הגורמים השונים שעליהם מוטלת אחריות לכל הפרטים בתשקיף ההנפקה. בדרך-כלל קיימות שתי פוליסות כאלה: מצד אחד, פוליסת הביטוח של מנהליה הפעילים של החברה ושל הדירקטורים; ומן הצד האחר, פוליסת הביטוח של מנהל הקונסורציום. לעומתן, אחריותם של נותני חוות-הדעת המקצועיות מתמקדת בפרטים שבחוות-הדעת, ולא בכל פרטי התשקיף. הכפילות שבין הפוליסות שבהן אירוע הביטוח הוא הימצאות פרט מטעה בתשקיף כולו יוצרת עלויות גבוהות. כאשר הפוליסות הינן מאותו סוג (דהיינו, פוליסות של אחריות מקצועית, שקיימות כאשר הדין מטיל אחריות מקצועית על כל הגורמים, לרבות על מנהל הקונסורציום), יש אפשרות לחיסכון (באמצעות רכישת שתי הפוליסות מאותה חברת ביטוח או באמצעות מכירת הפוליסות למבטחי-משנה).

(ד) "הסיכון בהנפקות הינו סיכון ספציפי ולכן המשקיעים יפזרו אותו בצורה הטובה ביותר" – בחינת הטיעון

(1) *פיזור הסיכון בשוקי הביטוח ומגמת האיגוח (Securitization)*

Banoff טענה¹³⁷ כי בהנפקת ניירות-ערך בשוק יעיל, עלותן של בדיקות הנאותות שיתקיימו אם תוטל אחריות על החתמים עולה על יתרונותיהן. לדעתה, הטלת האחריות מספקת ביטוח נוסף למשקיעים שאינם מגדיל את רווחתם, למעט אולי בהנפקת ניירות-ערך חדשים. הטעם לכך הוא שהמשקיעים מגוונים את תיק ההשקעות שלהם, והגיוון מקטין את הסיכון הספציפי הגלום בניירות-הערך, לרבות הסיכון הספציפי הגלום בכך שהחתמים

137 ראו: Barbara A. Banoff "Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 135

יתרשלו במציאת פרטים מטעים בתשקיפי ההנפקה. טיעון זה הוצג על-ידי Romano¹³⁸ גם בהקשר של הנפקות ראשונות. האם הטיעון ואופן הצגתו נכונים באופן כללי, ובהנפקות ראשונות בפרט?¹³⁹

אחת התופעות שנצפו בשנים האחרונות בשוקי הביטוח היא התרחבות מעגל המבוטחים בביטוחי אחריות, במיוחד בתחום ביטוח האחריות המקצועית.¹⁴⁰ פוליסות אלה הולכות ונעשות ספציפיות. תהליך אחר שמתרחש בשנים האחרונות הוא עקיפת התיווך הפיננסי, שבמסגרתו קיימת מגמה של התפתחות ניירות-ערך - באמצעות איגוח (Securitization) - שמשמשים, בין היתר, כתחליף לחוזי ביטוח.

אין עדיין מכשירים פיננסיים שמשמשים תחליף קבוע לביטוח סיכוני הנפקות באופן כללי, ולהימצאות פרטים מטעים בתשקיפי הנפקות בפרט. Jenkinson & Ljungqvist¹⁴¹ רואים ביצירת ניירות-ערך שיש להם תפקידים במנגנון ההנפקה התפתחות עתידית אפשרית בשוקי ההנפקות. לדעתם, ניתן לראות במחקר המדעי ובפרקטיקה ההנפקות את ניצניה של התפתחות זו. כדוגמה הם מציינים את הנפקת חברת Shuttlesoft AG בגרמניה, בשנת 1999, שבה הובטח למשקיעים החוזר של 50% ממחיר ההנפקה במקרה של חדלות פירעון שתתרחש תוך חמש שנים ממועד ההנפקה. להתחייבות זו ניתנה ערבות של בנק שנמצא בבעלות המדינה.

Doherty & Schlesinger¹⁴², שחקרו את הפרמטרים המשפיעים על יעילות השימוש בניירות-ערך כתחליף לחוזי ביטוח, הצביעו על כך שההבנה הבסיסית בהשגת פיזור מיטבי של הסיכון מתבססת על הפרדה בין הסיכון הספציפי לבין הסיכון השיטתי. למשל, אם ניתן להפריד בין סוגי הסיכון, אזי אסטרטגיה יעילה למבוטחים היא לבטח את הרכיב הראשון (הספציפי) בפוליסת ביטוח רגילה, ואת הרכיב האחרון (השיטתי) לבטח באמצעות חוזים עתידיים (Futures).

138 ראו: Romano, *supra* note 26, at p. 2368.

139 ההנחה כאן היא שהשוק הראשוני הינו יעיל דיו להביא לידי הקטנת הסיכון הספציפי באופן דומה להקטנתו בשוק המשני, אך לא באותה מידה של יעילות. "יעילות" משמעותה כאן יעילות בגרסה החצי-חזקה, שהינה יחסית ומושגת במידה פחותה מאשר בשוק המשני. לבהינה אמפירית של יעילותו היחסית של השוק הראשוני, ראו, למשל: Michelle H. Yetman "Accounting-Based Value Metrics and the Informational Efficiency of IPO Early Market Prices" (Working Paper, 2001) available at <http://ssrn.com/abstract=296686> (10.4.2005).

140 לתיאור התופעה ראו: Mark A. Hofmann "Insurers are Trying Harder to Develop Specialized Professional Liability Products" 30 *Business Insurance* (1996) 13; Neil A. Doherty & Harris Schlesinger "Insurance Contracts and Securitization" 69 *J. of Risk & Insurance* (2002) 45.

141 ראו: Jenkinson & Ljungqvist, *supra* note 60, at pp. 204-206.

142 ראו: Doherty & Schlesinger, *supra* note 140.

לביטוח באמצעות שוקי ההון יש יתרון חשוב הנובע מגודלו של השוק. במיוחד, ביטוח של הפסדים שיטתיים עלול להיות בלתי־ניתן לביצוע בשוק הביטוח בשל היותו סיכון בסדר־גודל שמתקרב לחלק משמעותי מנפחו של השוק כולו, ואילו בשוק ההון הוא יהווה חלק קטן מאוד מנפח המסחר.¹⁴³

במקרה שבו המבוטחים אינם יכולים להפריד בין סוגי הסיכונים, קיימת אפשרות להשיג מערכת מיטבית של ביטוח באמצעות המבטח. Doherty & Schlesinger הראו¹⁴⁴ כי במקרה זה ניתן להשיג פיזור מיטבי של הנזק באמצעות צירוף (Pooling) של מרכיבי הסיכון השיטתי של הפרטים על־ידי העברתו לחברת הביטוח וביצוע הביטוח על־ידיה (באמצעות שימוש במכשירים פיננסיים בשוק ההון).

(2) פיזור הסיכון בשוקי ההון

השאלה כיצד סיכונים מתפזרים בשוקי ההון זכתה בתשובות שונות בתיאוריית המימון. תשובה בסיסית לשאלה זו ניתנה ב־Capital Asset Pricing Model (CAPM).¹⁴⁵ המודל ספג ביקורות רבות, אך ההבנה שבבסיסו, שלפיה הוספת מניה לתיק השוק מאפשרת את פיזור הסיכון הספציפי של הנכס החדש אך אינה מאפשרת את פיזור הסיכון השיטתי, הינה מקובלת.¹⁴⁶

בהתאם להבנה האמורה, כאשר מדובר בסיכון ספציפי הגלום במניה החדשה, הנזק יפוזר בצורה טובה על־ידי המשקיעים. סיכון מסוג זה הוא למשל הקושי לזהות את יכולת הניהול של המנהלים ואת מידת אמינותם. אולם כאשר מדובר בסיכון שיטתי שגלום במניה החדשה, הוא אינו ניתן לפיזור באמצעות גיוון תיק ההחזקות של המשקיעים. את הסיכון הזה ניתן לפזר באמצעות הטלת אחריות על השחקן שיכול להפנים את הסיכון ולהעביר

143 לתיאור יתרונו זה של התחליף לביטוח באמצעות ניירות־ערך, ראו: Doherty & Schlesinger, *ibid*, at p. 45; David Cummins, Neil Doherty & Anita Lo "Can Insurers Pay for 'The Big One?' Measuring the Capacity of an Insurance Market to Respond to Catastrophic Losses" 26 *J. of Banking & Fin.* (2002), 557.

144 Doherty & Schlesinger, *ibid*, at pp. 49–55.

145 להצגת המודל ופיתוחיו השונים, ראו, למשל: Robert A. Haugen *Modern Investment Theory* (New Jersey, 5th ed., 2001) 201–235 (Ch. 7: "The Capital Asset Pricing Model"); William F. Sharpe, Gordon J. Alexander & Jeffery V. Bailey *Investments* (New Jersey, 6th ed., 1999) 227–255 (Ch. 9: "The Capital Asset Pricing Model").

146 למחקרים אמפיריים שבוחנים את תוקף המודל ואת תוקף פיתוחיו השונים, ראו, למשל: Robert A. Haugen, *ibid*, at pp. 236–254 (Ch. 10: "Empirical Tests of the Capital Asset Pricing Model"); Stephen C. Fan "Have We Misinterpreted CAPM for 40 years? A Theoretical Proof" (Working Paper, 2004) available at <http://ssrn.com/abstract=592167> (10.4.2005).

אותו. סיכון מסוג זה קיים כאשר פרטים מטעים נכללים בתשקיף כתוצאה מתבנית לא-יעילה של התשקיפים או כתוצאה מתבנית לא-יעילה של עריכת בדיקות הנאותות על-ידי מנהל הקונסורציום. הדין מתמודד עם הסיכון השיטתי באמצעות הטלת אחריות על החתמים. המנגנון שהדין יוצר מאפשר בדיקה שוטפת של תבנית התשקיפים ושל השיטות לעריכת בדיקות הנאותות על-ידי מנהלי הקונסורציום. זאת ועוד, הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום מחייבת אותו להתייחס, מן הפן הכלכלי, לשאלת אמידת הסיכונים המוטלים עליו כתוצאה מהטלת האחריות, וכן לשאלה אם כדאי לפזרו ובאיזה אופן.

חשוב לציין כי נראה שאת הנזק השיטתי אי-אפשר לפזר באמצעות המשקיעים אף אם מביאים בחשבון את האפשרות של פיזור הסיכון באמצעות ביטוח. לכל משקיע בנפרד אין המידע הדרוש לצורך אמידת הסיכונים. גם המידע שמצוי בידי החברה ומנהליה בתחום זה הינו חלקי מאוד. לכן רק הטלת המשימה על מנהל הקונסורציום תאפשר את ביצועה היעיל. מנהל הקונסורציום יכול, תיאורטית, לבחור בין פיזור הסיכון באמצעות שוק ההון לבין פיזורו באמצעות שוק הביטוח. עמדתו על כך שלפיזור הסיכון באמצעות שוק ההון יכולים להיות יתרונות גדולים. מאידך גיסא, מכשירים פיננסיים כאלה אינם קיימים עדיין. בהנחה שאי-אפשר להפריד בצורה מלאה בין הסיכון הספציפי לבין הסיכון השיטתי, ובהנחה שאכן יעיל לפזר את הסיכון הספציפי באמצעות המשקיעים ואת הסיכון השיטתי באמצעות ביטוח אחריות של מנהל הקונסורציום (לרבות באמצעות ביטוח עצמי), יש יתרון להטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, ולא על המשקיעים. במקרה זה תאפשר הטלת האחריות להשיג פיזור מיטבי של הסיכון, שכן למנהל הקונסורציום יש הכלים הטובים ביותר להעריך מהו הסיכון הספציפי ומהו הסיכון השיטתי, ולפורם בנפרד. אפשרות זו קיימת אם מנהל הקונסורציום יוכל לבטח את הסיכון הספציפי או להעבירו באמצעים חוויים אל כתפי החברה. גם אם מנהל הקונסורציום יוגבל על-ידי הדין בהחזרת הסיכון אל המשקיעים, יש עדיין יתרונות יעילות גדולים לפיזור הסיכון באמצעותו (למרות הפסדי היעילות שיווצרו כתוצאה מכפל המנגנונים לפיזור הסיכון הספציפי, הן על-ידי המשקיעים והן על-ידי מנהל הקונסורציום). יתרון זה נובע מכך שרק אם תוטל אחריות על מנהל הקונסורציום יפוזר הסיכון השיטתי, ומכך שסביר כי הוא יוכל לבטח את כל הסיכונים. זאת, לצד יתרונות היעילות השונים בתחום יתרון הגודל של מנהל הקונסורציום, פתרון בעיות של תת-ביטוח, עלויות גבוהות של פיזור הנזק וביטוח באופן הסכמי, ויתרונות השימוש בקונסורציום של חתמים. לנוכח האמור עולה כי הטלת עלות נוספת של פרמיית ביטוח נגד הסיכון הספציפי אינה מיותרת.

2. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – היבטים של חלוקת רווחה

(א) חלוקת הרווחה בין החברה, מנהלי החברה והחתמים

כפי שטענתי בפרק שדן במטרתו של הדין לכוון את התנהגותו של מנהל הקונסורציום, גם

כאן, בהקשר של פיזור הנזק וביטוח, השגת יעילות גבוהה יותר סביר שתתבטא בהגדלת הרווחה הן של מנהל הקונסורציום והן של החברה ושל מנהליה. פיזור יעיל יותר של הסיכון באמצעות העברת חלק ממנו אל כתפיו של מנהל הקונסורציום (דהיינו, בעלויות נמוכות יותר), וכן יתר היתרונות הנובעים מהטלת האחריות על האחרון, סביר שיביאו תועלת לחברה ולמנהליה. הוודאות הרבה יותר באשר לקיום ביטוח לאירוע של הימצאות פרטים מטעים בתשקיף, יעילותו היחסית של ביצוע הביטוח באמצעות מנהל הקונסורציום והוספת הביטוח מפני סיכונים שיטתיים – כל אלה יוערכו על ידי המשקיעים כיתרונות שמוסיפים לערך המניה. נוסף על כך, מנהל הקונסורציום יזכה בפרמיה על השתתפותו בתפקיד החדש שהועיד לו הדין.

(ב) חלוקת הרווחה בין המשקיעים לסוגיהם לבין המתווכים הפיננסיים השונים

סביר להניח שאם מנגנון פיזור הסיכון והביטוח באמצעות מנהל הקונסורציום הינו יעיל יחסית למנגנון שאינו כולל את הטלת האחריות, הגדלת סיכוייהם של המשקיעים לקבל פיצוי מלא על נזקיהם באמצעות מנגנוני הביטוח (כולל ביטוח עצמי של מנהל הקונסורציום) תגדיל את רווחתם (אף שכאמור, קשה לבחון את חלוקת התועלת הנוספת בין השחקנים השונים). מבין המשקיעים, המשקיעים מן הציבור נהנים יותר מהטלת האחריות על מנהל הקונסורציום מאשר המשקיעים הקבועים. זאת, מן הטעם שהם זקוקים יותר לשירותי פיזור הסיכון של מנהל הקונסורציום.¹⁴⁷

3. שאלת פיזור הנזק ושאלת הביטוח – סיכום: היבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה

כאמור, לדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום יש יתרונות בשל היות האחרון "המבטח הזול ביותר", במיוחד בפיזור סיכונים שיטתיים. נראה כי המצב העובדתי הוא שסיכונים שיטתיים וסיכונים ספציפיים בתשקיפים אינם ניתנים להפרדה מלאה. במצב־דברים זה, רק למנהל הקונסורציום יש הידע המקצועי, המידע ויתרונות הגודל הדרושים לשם הפרדה יעילה ופיזור הסיכונים באופן מיטבי. נוסף על כך, הטלת האחריות תסייע בפתירת בעיות של תת־ביטוח ועלויות גבוהות של פיזור הנזק וביטוח באופן הסכמי, תאפשר להשתמש בכיסו העמוק של מנהל הקונסורציום לצורך פיזור הסיכונים, ותאפשר לנצל את יתרונות השימוש בקונסורציום של התמים.

כפי שטענתי בפרק שדן במטרתו של הדין לכוון את התנהגותו של מנהל הקונסורציום, גם כאן, בהקשר של פיזור הנזק וביטוח, לדין שמטיל אחריות על מנהל הקונסורציום יש יתרונות יעילות, וסביר להניח כי החברה, מנהל הקונסורציום והמשקיעים

147 משקיעים מוסדיים הינם שונאי סיכון במידה פחותה מהמשקיעים מן הציבור, תיקיהם מגוונים יותר, ועלות שינויו של מבנה התיק הינה נמוכה יותר לגביהם.

לסוגיהם נהנים מחלק מתוספת היעילות שנובעת מהטלת האחריות באופן שהוסבר לעיל.¹⁴⁸

על-פי תוצאות אלה, הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום הינה מודל פעולה ראוי (כאשר מביאים בחשבון את מטרת הדין לפזר את הנזק, בהיבטים משולבים של יעילות וחלוקת רווחה).

פרק ג: ההשפעות ההדדיות של ההסדר בתחום הכוונת ההתנהגות ושל ההסדר בתחום פיזור הנזק וביטוח

לעיתים קיים מתח בין המטרה של הרתעה לבין המטרה של פיזור הנזק, כך שפיזור טוב יותר של הנזק עלול לגרום לפגיעה בתמריצי ההרתעה ולהפך.¹⁴⁹ במקרה של הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום, בהיבט של פיזור הסיכון וביטוח, אם אי-אפשר להפריד בצורה מלאה בין הסיכון הספציפי לבין הסיכון השיטתי (ונראה שזה המצב העובדתי), לא נוצר מתח בין המטרה של הרתעה לבין המטרה של פיזור הנזק. לדעתי, יש להעדיף את הטלת האחריות על מנהל הקונסורציום לשני סוגי הסיכונים, כדי להשיג הכוונה מיטבית של התנהגותו. זאת, בין היתר, מן הטעם שאין עדיין מנגנון שמפריד ביניהם.

היבט חשוב אחר של השפעת פיזור הסיכונים על-ידי ביטוח באמצעות מנהל הקונסורציום נמצא בתחום הרחב של הכוונת התנהגותו של האחרון. הוספת חברת ביטוח שתבטח את אחריותו המקצועית של מנהל הקונסורציום, וכן חברת ביטוח שתנפיק את הפוליסה לחברה כדי לקיים את התחייבותה לשיפוי מנהל הקונסורציום, מוסיפה למעשה מפקח על התנהגותו של האחרון. חברות ביטוח אלה צפויות להיות חברות גדולות, שמתמחות בתחום בדיקות הנאותות בהנפקות ראשונות, ולפעילותן יכול להיות משקל רב בהכוונת התנהגותו של מנהל הקונסורציום. חברות הביטוח יכולות לפתח מומחיות בתחום של אימות אופן עריכתן של בדיקות הנאותות, הן בשל גודלן והן בשל העובדה שהן יכולות להשוות את הפרקטיקות הנוהגות אצל אותו מנהל קונסורציום או אצל כמה מנהלי קונסורציום בהנפקות ראשונות רבות שנעשות באותו פרק-זמן. פיקוח זה הינו למעשה

148 ראו לעיל בסעיף 2.

149 לדיון ראו: ישראל גלעד "על גבולות ההרתעה היעילה בדיני הנזיקין" משפטים כב (תשנ"ג) 421, 491-498; אריאל פורת "דיני נזיקין: עולת הרשלנות על-פי פסיקתו של בית-המשפט העליון מנקודת-מבט תיאורטית" ספר השנה של המשפט בישראל - תשנ"ו (אוריאל רוזן-צבי עורך, 1997) 373, 390-391.

הפיקוח האפקטיבי ביותר שכן הוא נעשה תוך כדי תהליך ההנפקה. פיקוח זה מאפשר לחברות הביטוח להקים מאגר מידע פרטי, וכן לקיים ניהול סיכונים מקצועי שמשפר את מנגנון הביצוע של בדיקות הנאותות.

כאמור, גם אם מנהל הקונסורציום יוגבל על-ידי הדין בהעברת הסיכון אל המשקיעים, יש עדיין יתרונות יעילות רבים לפיזור הסיכון באמצעותו, בין היתר מן הטעם שרק אם תוטל עליו אחריות יפוזר הסיכון השיטתי. במקרה זה (שבו העברת הסיכון תוגבל על-ידי הדין) ישתנו ההשפעות ההדדיות בין האמצעים להשגת המטרות השונות של דיני הנזיקין. בעיקר, הפיקוח על מנהל הקונסורציום על-ידי המבטחים יגבר, ויקטנו הפסדי היעילות שעלולים להיגרם כתוצאה מהפחתת תמריצי ההרתעה (אם קיימים הפסדי יעילות כאלה).

פרק ד: המודל הנזיקי – סיכום

המסקנות משני המודלים שהוצגו במאמר והטיעונים השונים שהועלו בו התייחסו להיבטים שונים, שטרם נבחנו בעבר, המצדיקים הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום. זאת, במסגרת דיון לפי שיטת הניתוח הכלכלי של דיני הנזיקין. ניתן להצביע על שני מאפיינים מרכזיים לטיעונים שהועלו במאמר: המאפיין הראשון הוא התבססות הטיעונים על נקודת מוצא שגורסת כי עדיף שהדין יתמוך במנגנוני השוק, ויתערב בהם רק במידה הנדרשת לצורך שכלולם, מבלי להחליפם. כך לגבי ההסתמכות על המוניטין של מנהל הקונסורציום, לנוכח התפקידים השונים של מוניטין זה במודלים שהוצגו, וכך גם לגבי ההסתמכות על המנגנון של בניית ספר-ההזמנות, המשמש מנגנון מרכזי להנפקת ניירות-ערך בארצות-הברית, ואשר מעמדו בעולם הולך ומתחזק. בקרוב, לאחר שיושלמו הליכי החקיקה, צפויה הכנסתו המלאה של המנגנון לשימוש גם בשוק ההנפקות הישראלי. המאפיין השני הוא ההבנה שמנהל הקונסורציום פועל בסכך אפשרויות הפעולה שלו באופן אסטרטגי על-מנת להשיא את תועלתו.

לסיכום, המסקנה משילוב השיקולים השונים שנבחנו במאמר היא כי הטלת אחריות על מנהל הקונסורציום צפויה להשיא את הרווחה הכלכלית.