

צוקרברג לא היה עושה לזה לייק

התקלות שהתרחשו בנאסד"ק במועד הנפקת מניית פייסבוק הפכו את האירוע מחגיגה לפיאסקו טכנולוגי ומשפטי בשברירי שניות. מדובר בסיפור המחדד את האתגרים הצפויים לבתי המשפט בקביעת האחריות המשפטית של זירות מסחר בפרט ושל מתווכים פיננסיים בכלל

ורד שיידמן



עו"ד ורד שיידמן,
עורכת ראשית
GCL - Global
Comparative Law,
מרכז לעריכת משפט משווה
בתחומי דיני חברות,
דיני ניירות ערך,
משפט עסקי
ודיני הבראה ופירוקים

הנפקתה של חברת פייסבוק במאי 2012, שהוגדרה כהנפקה הגדולה ביותר עד לאותו המועד, לוותה בצפייה ציבורית גדולה לצד דריכות לא קטנה מצד נאסד"ק, שערכה את ההנפקה.

בטרם מונתה למנהלת ההנפקה השתתפה נאסד"ק במרכז שערכה פייסבוק עם מתחרות מהותיות אחרות, הגדולה מביניהן NYSE, ונבחרה אחר כבוד לערוך את ההנפקה הראשונית (IPO) של מניות פייסבוק לציבור. נאסד"ק התחייבה לערוך את הנפקת פייסבוק כראוי באמצעות זירות המסחר שלה,

אלא שתקלות טכניות רבות בזמן ההנפקה הסבו נזקים רבים לציבור המשקיעים, והתביעות בעקבותיהם האירו זרקור על אחריותם של המתווכים הפיננסיים – ובייחוד על השאלה המשפטית בדבר אחריותה של חברה המנהלת זירת מסחר לניירות ערך לנזקי משקיעים הנובעים מתקלות טכניות של המערכת הממוחשבת, שאמונה על קבלת הוראות

המסחר ועל הוצאתן לפועל.

תקלות הנפקת פייסבוק הולידו 41 תביעות העור מדות בעיצומה של תביעה ייצוגית מרוכזת אחת, שאוגדה ומתבררת בבית המשפט של המחוז הדרומי בניו יורק (ערכאה פדרלית). כישלון ההנפקה מעורר שאלות עמוקות וחשובות בדבר מהותה, תכליתה, תפקידה ואחריותה של חברה הנותנת פלטפורמת מסחר בניירות ערך לציבור המשקיעים במדינה ומחוצה לה. נציין כי נאסד"ק עצמה היא חברה שמנייתה נסחרת לציבור, ולכישלון ההנפקה היו השלכות גם על מנייתה שלה.

מיהי נאסד"ק?

תביעת המשקיעים הוגשה נגד חברת NASDAQ OMX Group, Inc., שהיא חברה ציבורית (החברה האם), ונגד חברה-בת שלה שניהלה בפורע את זירת המסחר. כן נתבאר עו נושאי משרה בחברה האם. לחברה האם כמה חברות בנות, ביניהן NASDAQ Stock Market LLC המנה-

לנוכח כישלון ההנפקה
פתחה הרשות לניירות ערך
האמריקאית בחקירה נגד
מנהלי ההנפקה. החקירה
התמקדה בכישלון המערכות
של נאסד"ק ובקבלת
ההחלטות של בכיריה מרגע
שהמערכות קרסו



הנפיקה כושלת. מייסד פייסבוק מארק צוקרברג לפני פתיחת המסחר במניית החברה

פייסבוק, וכי מצגי השווא שלה הובילו למסחר של 3,000,000 מניות בהערכת יתר של 316 מיליון דולר ביום ההנפקה של פייסבוק.

נטען גם כי נאסד"ק התרשלה כלפי ציבור המשקיעים, וכי תחזוקת מערכת קליטת הנתונים, כמו גם הבדיקות המוקדמות עובר ליום ההנפקה, לא בוצעו כראוי.

מערכות המסחר של נאסד"ק

לנאסד"ק מערכות הצלבה (Cross Process) לצורכי מסחר לאחר הליך IPO, הידועות גם כ-IPO Cross. מערכות אלה פותחו בהתייעצות עם גורמים שונים בשוק ונועדו לזהות מחירי פתיחה של מניות של חברות נסחרות. המחיר נקבע על בסיס ביקוש והיצע, הנגזרים מהוראות מסחר הניתנות לפני הפעלת מערכת ההצלבה.

עקרונית, סוחרים רשאים לתת הוראות מסחר לביצוע ב-IPO Cross לפני תחילת ההנפקה. המערכת מחזיקה הוראות מסחר אלה ב"סל החזקה" עד לתחילת הליך של מסחר הדמיה (Display Only Period) שנועד לדמות את המסחר בלי לחייב את המשתתפים בהצעותיהם. בעת מסחר הדמיה יכולים המשתתפים לשנות ולתקן את הצעותיהם על פי למידת ההתפתחות האבולוציונית הצפויה של המניה החדשה. מסחר הד-

מיה אורך עד כ-15 דקות, ואפשר להאריך את משכו. מטרתו לייעל ולשפר את הליך המסחר בעת הנפקה גדולה ולהגיע לדיוק רב יותר בקביעת שווי המניה.

בתום מסחר הדמיה נשלם הליך ה-IPO Cross בשברירי שניות, ובזמן זה מוערך שווי המניה. מערכות נאסד"ק מנתחות את הוראות המכירה והרכישה וקובעות את המחיר הרלוונטי למכירת מניות ההנפקה.

לאחר ההערכה הסופית של מחיר המניה מבצעת המערכת בדיקה נוספת כדי לראות כמה הוראות מסחר שונות, ועל פי הנתונים מתבצעת הערכה מחו-

לת את זירת המסחר נאסד"ק (החברה הבת). החברה הבת היא תאגיד הכפוף לרגולציה עצמית (self regulated organization), קרי תאגיד המבצע פעולות בעלות מאפיינים ציבוריים, ומתוקף זאת נהנה מחסינות SRO. חסינות SRO מעניקה לחברה הבת הגנה מוחלטת מחשיפה לתביעות אזרחיות בגין נזקים שנגרמו אגב פעולות שביצעה באמצעות נושאי המשרה בה, במסגרת תפקידה ה"ציבורי". החברה הבת רשומה כחברת מסחר בינלאומית בניירות ערך. בטרם היא מאשרת את רישומה של חברה כחברת SRO, הרשות לניירות ערך האמריקאית (SEC) בוחנת את קיומם ואת עמידתם של כללים פנימיים של החברה בדרישות חוק המסחר בניירות ערך. ממשל תאגידי זה נועד לוודא התנהלות הוגנת של זירת המסחר, תקשורת זורמת עם גורמים רגולטוריים, וכן להבטיח את יעילות השוק ואת הגינותו.

החברה האם אינה תאגיד SRO. לשם נוחות נכנה את החברה האם ואת החברה הבת יחד בשם נאסד"ק.

הנפקת פייסבוק

ב-18 במאי 2012 יצאה פייסבוק בהנפקה שבה הוצעו לציבור המשקיעים 421 מיליון ממניותיה במחיר של 38 דולר למניה. הוערך כי ההנפקה עתידה להניב גיוס הון של 16 מיליארד דולר.

ההנפקה נועדה לשעה 11:00 בבוקר, אך זמן תחילתה תהה התעכב. בתום יום ההנ-

פקה סגרה פייסבוק את המסחר במחיר 31 דולר למניה, שהיה צפי הנמוך ממחיר תחילת ההנפקה ב-18.42%.

לאחר ההנפקה תבעו כמה משקיעים את נאסד"ק בטענה כי ניזוקו ישירות מהתנהלותה ועקב כשלים ניהוליים בעת ההנפקה. לטענת התובעים, הוראות המסחר שניתנו לא עובדו כראוי על ידי מערכות נאסד"ק, ועל כן גם לא הוצאו אל הפועל במועדן.

נטען נגד נאסד"ק כי הציגה מצגים כוזבים מהותיים, ולחלופין העלימה עובדות מהותיות בדבר יכולתה להיערך להנפקה בסדר גודל של הנפקת

נפסק כי יש להבחין בין פעולות רגולטוריות של חברות המנהלות זירות מסחר, הנעשות לצורך שמירה על ההגיונות והשקיפות של המסחר, ובין פעולות כחברה מסחרית ציבורית המבקשת להשיא את רווחיה

דשת של שווי המניה. בדיקה זו היא בבחינת אישור לתקפות הליך ה-IPO Cross.

פעולות שנקטה נאסד"ק לקראת הנפקת פייסבוק

החברה האם התחרתה בתקיפות עם NYSE לקבלת הנפקת פייסבוק. ההנפקה הייתה חשובה מאוד, משום שהייתה עתידה להיות ההנפקה הגדולה ביותר שנערכה בנאסד"ק. לאחר זכייתה במכרז מסרה נאסד"ק הצהרות ובהן הבטיחה כי תוכל לעמוד בעומס שכרוך בהנפקה מסוג זה.

במסגרת ההכנות ערכה נאסד"ק מבחנים אחדים. על פי התביעה, מבחנים אלה חשפו את מגבלות המערכת של נאסד"ק, ואלה הטילו ספק באמינותה ובהבטחתה להיות מקור אמין לביצוע הנפקה בסדר גודל כזה. לטענת התביעה, למרות מידע זה המשיכה נאסד"ק לפרסם ולשווק את הטכנולוגיה המתקדמת

שברשותה. גילויים מוקדמים אלה לא הניאו את נאסד"ק מהנפקת פייסבוק. לעמדת התביעה, עיקר רשלנותה של נאסד"ק בניהול הנפקת פייסבוק נבע מאי-הכילת מלוא הביטולים בהליך המוקדם של ההנפקה (IPO Cross).

הנפקת פייסבוק וערכת ה-IPO Cross

ב-18 במאי 2012 יצאה לדרך הנפקת פייסבוק.

נאסד"ק החלה לקבל הזמנות במסגרת הליך המוקדם (IPO Cross), והללו נרשמו ב-holding bin בשעה 7:00 בבוקר. נאסד"ק הודיעה כי מסחר ההדמיה יחל בשעה 10:45 בבוקר, וכי מסחר משני (secondary trading) יחל ב-11:00.

בשעה 10:58 הודיעה נאסד"ק על הארכת הליך ההדמיה בחמש דקות, לבקשת החתמים המובילים של פייסבוק. בשעה 11:05 ביצעה נאסד"ק ניסיון ראשון לביצוע הליך ה-IPO Cross ולפתחת המכירות המשניות, אלא שהליך ה-IPO Cross לא נוהל כצפוי. בעת חישובי שווי המניה קיבלה נאסד"ק ביטול

שהיה אמור להיכלל בהליך החישוב המחודש של השווי, אולם בשברירי השנייה שבהם בוצע החישוב המחודש התקבלו ביטולים נוספים. אירועים אלה יצרו שרשרת של חישובים מחודשים שלא איפשרו לקבוע את המחיר הפותח של המניה ואת תחילת המסחר המשני. ה"לופ" שנוצר נבע מחוסר יכולתה של המערכת לקלוט יותר מביטול אחד בכל פעם ולשלב בחישוב החדש.

באותו הבוקר, סמוך לאירועים אלה, ערכו נושאי המשרה בחברה האם שיחת ועידה בהולה, והחליטו להשלים את הליך ה-IPO Cross למרות הפגמים שהתגלו עקב הלופ.

העברת נתוני ההנפקה למערכת חליפית לאחר התקלה במערכת הראשית

בשעה 11:13 פרסמה נאסד"ק הודעה לציבור כי צפוי עיכוב בהליך ההנפקה, והוא יחל בשעה 11:30.

נאסד"ק לא פירטה את הבעיות שנוצרו בהליך ה-IPO Cross, ובזמן זה העבירה את הליך ה-IPO Cross למערכת חליפית שנועדה לתת פתרונות בעת תקלות במערכת הראשית. הליך המסחר המשני החל בשעה 11:30:09. נושאי המשרה שהשתתפו בשיחת הוועידה היו ערים לכך שהעברת הליך ה-IPO Cross למערכת החליפית שלא נוסתה בעבר עלול להשמיט חלק מהוראות המסחר, ולא כל הודעות הביטול שנמסרו ייכללו בהליך.

כמו כן, ההנחיות הפנימיות של נאסד"ק מעניקות למחלקת המסחר בה את הסמכות לעצור מסחר בנסיבות מסוימות, למשל כשנבקע כי מתקיימת "פעילות חריגה בשוק" שעשויה להיות לה השפעה מהותית על שוק ההון, וכן בנסיבות שנאסד"ק קובעת כי יש לעצור את המסחר לצורך שמירה והגנה על ציבור המשקיעים. בשעות הראשונות של הנפקת פייסבוק נושאי המשרה הבכירים שהשתתפו בשיחת הוועידה הגיעו למסקנה כי נסיבות כאלה לא התקיימו.

ההחלטות להשעות מסחר, לאסור על סוחרים לסחור או להפעיל סמכות דיסציפלינרית הן פעולות רגולטוריות הנהגות מחייסיון. לעומת זאת, ההחלטה להגביר את כמות המניות הנסחרות אינה פעולה רגולטורית ואינה נהנית מחייסיון

הרשות פסקה כי כשחברת מסחר עורכת הנפקה, כמה לה החובה לוודא כי המערכות, ההליכים ותור כניות ההנפקה פועלים כראוי, ללא הפרעות ותוך שמירה על ביטחוננו של שוק ההון. הרשות פסקה כי נאסד"ק לא עמדה בחובותיה אלה, ולכן הטילה עליה קנס מינהלי ואף כמה התחייבויות עתידיות.

אחריותה המשפטית של נאסד"ק לכשלי הנפקת פייסבוק

(א) **כיסוי נזקים בגין מסחר בנאסד"ק.** לנאסד"ק כיסוי ביטוחי לתקלות טכניות העלולות להתרחש במערכותיה. הכיסוי הביטוחי תוקן באופן ספציפי בהקשר להנפקת פייסבוק, והרשות אישרה לנאסד"ק לשלם פיצוי מוגדר עד 62 מיליון דולר לנפגעי הנפ-קה זו. הכיסוי הביטוחי נועד לחברי נאסד"ק, אך לא היה בו כדי לכסות את נזקיהם של יתר הניזוקים, למשל retail investors.

(ב) **חסינות SRO והבה-חנה בין פעולות רגולטוריות הנהנות מחסינות ובין החל-טות הנהלה שיש בהן אינט-רס עסקי לנאסד"ק כחברה.** בבית המשפט טענה נאסד"ק כי טענות התביעה נוגעות להליכי הרגולציה הפנימית

שלה, ונגד טענות אלה היא נהנית מחסינות SRO המעניקה הגנה לא רק מפני אחריות אלא גם מפני הנטל שבניהול הליך ליטיגציה בבית המשפט.

בית המשפט הסכים עקרונית כי תאגיד הנהנה מסטטוס של SRO חסין מתביעות אישיות לפי-צויים בגין נזקים שנגרמו בהקשר לניהול רגולציה. דוקטרינת חסינות SRO היא דוקטרינה ייחודית; זוהי חסינות מוחלטת המוענקת בעת שנושאי תפ-קידים פועלים בתאגיד בעל מאפיינים ציבוריים, ות-כליתה להעניק הגנה למי שפועלים כזרוע ארוכה של הממשל. החסינות מוענקת בגין פעולות ספציפיות שמבצעים בעלי תפקידים שאופי תפקידם הוא צי-בורי ובעל מאפיינים רגולטוריים. כשהחסינות חלה, אי אפשר לתבוע את בעלי התפקידים בגין אירועים שהתרחשו בעת תפקידם הרגולטורי הנ"ל.

בשעה 13:50 הוציאה נאסד"ק את האישור המיוחל לקבלת הוראות המסחר. אלא שקריסת המער-כת שלה בשעות המוקדמות של ההנפקה ובשלבם המוקדמים של הערכת מחירה הובילה לאי-הכללתן של כ-30 אלף הוראות מסחר בהליך ה-Cross, שנמ-סרו בין 11:11 ל-11:30:09 בבוקר ונתקעו במעברים שבין שתי מערכות המסחר (הראשית והחליפית). כמו כן, כ-13 אלף הוראות מסחר נתקעו ושוחררו למסחר המשני בשעה 13:49:49 בצהריים, תוך הפ-חתת המחיר למניה בכ-93 סנט בין 13:15 ל-13:50. נאסד"ק פרסמה הודעות לציבור על אירועים אלה והבטיחה לתקן את המצב.

עקב כל האמור לעיל, המשתתפים בהליך ה-Cross, שהוראות המסחר שלהם לא נכללו בחישוב עד לשעה 13:00, ספגו הפסד משום שלא הרוויחו מעליית מחיר המניה ל-42 דולר.

לכל זאת נוסף כי נאסד"ק התמהמהה עד מאוד במתן הסברים למה שהתחולל במערכותיה. ציבור המש-קיעים נותר בעלטה בשעות קריטיות של המסחר, עובדה שהובילה בין היתר לשלילת יכולתם של בעלי המניות למכור את המניה ב-42 דולר. לבסוף, מקום שמחיר

בית המשפט קבע כי ההחלטה שלא לעצור את ההנפקה לא הייתה חלק רגולטורי בתפקידיה של נאסד"ק, ולפיכך הנתבעים אינם נהנים מחסינות בעניין זה ובית המשפט רשאי לחקור את התנהלותם של בעלי התפקידים הבכירים בה

המניות הנכונ לא פורסם התבסס המסחר על נתו-נים שגויים, לרבות הצעות לרכישה גבוהות מהמ-חיר שדרשו המוכרים. הרשות לניירות ערך דרשה מנאסד"ק להעביר נתוני מסחר ל-SIP (Securities Information Processor), שהיא מערכת רגולטורית של הרשות; בהנפקת פייסבוק הוזנו ל-SIP נתונים שגויים שהיו עלולים להטעות את המשקיעים.

ממצאי חקירת הרשות לניירות ערך בארצות הברית

לנוכח כישלון ההנפקה פתחה הרשות בחקירה נגד מנהלי ההנפקה. החקירה התמקדה בכישלון המע-רכות של נאסד"ק ובקבלת ההחלטות של בכיריה מרגע שהמערכות קרסו, והובילה להליכי אכיפה מי-נהלית שבהם נפסק על נקיטת הליכים נגד נאסד"ק.

אלא שמהותן של זירות המסחר דוגמת נאסד"ק, כמו גם תפקידן ומעמדן, השתנו לבלי היכר משנות ה-30 של המאה הקודמת, וחברות אלה שהחלו כא־רגונים ללא מטרות רווח והוחזקו במשותף על ידי כלל החברים בהם נהפכו לחברות ציבוריות נושאות רווחים המוחזקות על ידי בעלי מניותיהן. לפיכך נפסק כי יש להבחין בין פעולות רגולטוריות של חברות אלה, הנעשות לצורך שמירה על ההגנות ועל השקיפות של המסחר בשוק ההון, ובין פעולות שמ־בצעת נאסד"ק כחברה מסחרית ציבורית המבקשת להשיא את רווחיה לטובת בעלי מניותיה.

טבע דואלי זה של תאגידי SRO – מחד גיסא חב־רות פרטיות, ומאידך גיסא חברות הנושאות תפקי־דים בעלי מאפיינים ציבוריים – מחייב את ההבחנה ואת ההפרדה בין פעולות רגולטוריות ובין פעולות מסחריות הנעשות לטובת החברה. ההחלטה להשעות מסחר, לאסור על סוחרים לסחור או להפעיל סמכות דיסציפלינרית הן פעולות רגולטוריות הנהנות מחי־סיון; לעומת זאת, ההחלטה להגביר את כמות המניות הנסחרות אינה פעולה רגול־טורית ואינה נהנית מחיסיון. בית המשפט פסק כי נתב־

לה אם המערכת הטכנולוגית של נאסד"ק מסוגלת למלא את תפקידה; זוהי החלטה עסקית במהותה, הקשורה להצלחות של נאסד"ק כגוף עסקי.

בשאלה של תחולת חסינות SRO על טע־נות התביעה לעבירות של מצגים כוזבים ואי־גילוי נאות בהקשר למערכותיה, נפסק כי הנתב־עים נהנים מחסינות SRO חלקית בלבד. אשר למצגים המוקדמים שהוצגו בדבר יכולותיה הטנטטיביות של נאסד"ק לערוך את ההנפקה, אין מדובר במצגים רגר־טוריים מטבעם, אלא במצגים עסקיים שנועדו לקדם את ההנפקה ולפאר את שמה המסחרי של נאסד"ק כפלטפורמה ראויה להנפקות גדולות. על כן נאסד"ק אינה נהנית מחסיון SRO בהקשר למצגיה אלה.

לעומת זאת, אשר למצגים הקשורים לתקלות המערכת בזמן ההנפקה עצמה, הרי התקבלו החלטות רגולטוריות מטבען; אם יש צורך לדחות, לחדש או לבטל את ההנפקה כולה מחשש לפגיעה בציבור המשקיעים. הלכה קודמת בנושא זה קוב־עת כי חסינות SRO חלה לא רק על עצם פעולות הביטול או העיכוב של מסחר, שהן כמובן פעולות רגולטוריות באופיין, אלא גם על מועד ההודעות בדבר עצירה, בי־

**הרשות לניירות ערך בארצות
הברית פסקה כי כאשר
חברת מסחר עורכת הנפקה,
קמה לה החובה לוודא כי
המערכות, ההליכים ותוכניות
ההנפקה פועלים כראוי,
ללא הפרעות ותוך שמירה
על ביטחונן של שוק ההון**

טול או התחלה של מסחר. בית המשפט ציין כי יית־כן שתוצאות חסינות זו קשות כשמדובר בחסינות מוחלטת, אולם זו הייתה מטרת עיגונה של חסינות SRO בחקיקה.

הנפקת פייסבוק נהפכה מאירוע חגיגי לפיאסקו טכנולוגי ומשפטי בשברירי שניות. האירוע מחדד את האתגרים הצפויים למערכת המשפט בקביעת האחריות המשפטית של זירות מסחר בפרט ושל מתווכים פיננסיים בכלל. הקושי נובע ממעמד המוגבל כמתווכים מחד גיסא אך כבעלי השפעה מהותית על שוק ההון מאידך גיסא. משבר הסאב־פריים חידד אף הוא את הצורך בהתייחסות משפ־טית חדשה למתווכים הפיננסיים.

התביעה העיקרית בשאלת אחריותה של נאסד"ק לכשלי הנפקת פייסבוק עודנה מתבררת. ☞

עי נאסד"ק נהנים באופן חלקי מחסינות SRO בחלק מעילות התביעה הנזיקיות. נפסק כי הנתבעים אינם חסינים מטענות בגין כשלים במערכת המסחר של נאסד"ק שאינן נוגעות לעבודתה הרגולטורית אלא לעבודתה המסחרית ולטיב מערכתיה הטכנולוגיות כחברה המעניקה זירת מסחר בשוק ההון.

בית המשפט החזיק בעמדה כי ההחלטה שלא לעצור את ההנפקה לא הייתה חלק "רגולטורי" בת־פקידיה של נאסד"ק, ולפיכך הנתבעים אינם נהנים מחסינות בעניין זה, ובית המשפט רשאי לחקור את התנהלותם של בעלי התפקידים הבכירים בנאסד"ק. בית המשפט הבחין בין הפסקת מסחר עקב עבירה או הפרה של דיני ניירות ערך, אז החלטה כזאת נר־שאת מאפיינים ברורים של רגולציה, ובין המקרה דנן, שבו ההחלטה להמשיך במסחר נגעה לשא־