

## פרק א'

### מבוא — מאפייני שוק ההון הישראלי

שוק ההון בישראל מתאפיין במספר תווי-זיהוי, המיוחדים לו:

ראשית, זהו שוק הון קטן יחסית, במונחים עולמיים.  
שנית, שוק ההון בישראל הוא בעל ריכוזיות רבה מאוד.  
שלישית, קיימת בשוק ההון בישראל מעורבות רבה מאוד של הבנקים.  
רביעית, קיימת מעורבות רבה של הרשות לניירות ערך.  
חמישית, קיומה של חקיקה דינמית אך לעתים — דינמית מדי.  
שישית, בשוק ההון הישראלי מורגש חסר ניכר בסעדים אזוריים נאותים, ועקב זאת — קיימת תת-אכיפה אזורית-פרטית בדיני ניירות ערך.

מן הראוי להרחיב מעט אודות כל אחד ממאפייני שוק ההון הישראלי.

### שוק הון קטן

על המאפיין הראשון, גודלו של שוק ההון בישראל, אין להרחיב מילים, שכן הדברים ברורים וידועים. הדבר נובע מגודלה של המדינה ומגודל אוכלוסייתה; מההיקף המוגבל של כלכלתה, מהעובדה שחלק ניכר מהמשאבים הממשלתיים מיועדים למטרות צבאיות ובטחוניות, ולא למטרות תעשייתיות או כלכליות; מהעובדה שהחשיבה של מקבלי ההחלטות בישראל היא, מטבע הדברים, מוטת-ביטחון ולא מוטת-כלכלה; ומהעובדה שהיקף הפעילות הכלכלית-פיננסית בישראל, גם בתקופות שגשוג ורווחה, נחשבת צנועה ביותר, שלא לומר — זעירה ומבוטלת, ביחס לשווקים עולמיים.

בשל מגבלת הגודל, ומגבלת יכולת גיוס ההון וזמינות ההון, הנובעת מכך, קיימת זליגה מתמדת, ולעתים — נהירה ממש, של חברות ישראליות לבורסות בחו"ל, במיוחד בארה"ב. חברות אלו, רובן ככולן חברות טכנולוגיה, היי-טק ותקשורת, מבכרות לגייס הון בחו"ל ולא בישראל, עובדה הפוגעת קשות בשוק ההון הישראלי. יוזמה חיובית וחשובה מאוד בהקשר זה היא הרפורמה בתחום הרישום הכפול,

## דיני ניירות ערך

שמכוחו רשאית חברה הנסחרת בבורסה בחו"ל להירשם באופן מקביל למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, וזאת בהליך פשוט, זול ומהיר יחסית (ובלבד שהבורסה נכללת ברשימת הבורסות המוכרות, על פי החוק).

## שוק הון בעל ריכוזיות רבה מאוד

המאפיין המעניין יותר, אם כי גם הוא בעל זיקה לגודל המוגבל של השוק המקומי, הוא מאפיין ריכוזיות שוק ההון. לריכוזיות זו שני פנים:

פן אחד – השליטה במספר רב של חברות (ובמיוחד – החברות המובילות במשק) מצויה בידי מספר מצומצם מאוד של יחידים או משפחות.

פן שני – השליטה בתוך מרבית החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, נעשית באמצעות אחזקת גרעין שליטה (או דבוקת שליטה) משמעותית ביותר, העולה על 50%–60%.

באשר לפן הראשון ייאמר, כי הוא נובע באורח ישיר מהמאפיין הראשון שנסקר לעיל – גודלו הקטן יחסית של השוק המקומי.

ניתן להצביע על שלושה חסרונות בולטים בריכוזיות זו, אם כי ברור שרשימת החסרונות גדולה יותר:

ראשית, ריכוזיות זו מניבה שפע של ניגודי עניינים ואינטרסים בשוק הישראלי. שנית, הריכוזיות מגבילה מאוד את היכולת לבצע בישראל השתלטויות עוינות. מאחר שהשתלטות עוינת היא, לעתים, אמצעי חיובי להגברת תחרותיות, יעילות והגנה על אינטרסי המיעוט או אפשרות עבורם לממש אחזקות במחיר נאה, ברור כי הריכוזיות אינה תופעה מבורכת כל ועיקר.

שלישית, ונובע מכך – הריכוזיות הינה אויבו הבלתי-מוצהר של המשקיע הקטן. במקום בו מצויה ריכוזיות אין, ולא יכולה להיות, הגנה נאותה על האינטרסים של המשקיע הקטן. שכן, אם השולט בחברה אינו חושש מאיבוד שליטתו, ומאחר שהוא אוחד במקביל בסבך של חברות, הקשורות ביניהן בשרשור של אחזקות צולבות, ברור, כי אין הוא חושש מהמשקיע הקטן ואין הוא מוטרד מכך שהוא יעמוד על זכויותיו. ובמקום בו אין כל תחרות על שליטה, ברור, כי שוויון, הגינות והגנת זכויות המיעוט, מתקיימים, אם בכלל, בדוחק רב.

באשר לפן השני ייאמר, כי הריכוזיות בתוך החברה הבורסאית הישראלית שונה בתכלית מהמקובל בשוק ההון האמריקאי, למשל. בחברה בורסאית אמריקאית מקובל, כי האחוז הממוצע של הון החברה, המצוי בידי בעלי השליטה, נמוך בהרבה מהמקובל בישראל, ועומד לא-אחת על כ-25%–30% בלבד מהון מניות החברה.

השוני האמור נובע במידה רבה מגודלו המוגבל של שוק ההון בישראל, מהעדר זמינות של כסף, וממגבלות היכולת לגייס הון מהציבור. בארה"ב, להבדיל, בשל היכולת לגייס הון רב, בזמן קצר יחסית, ובשל היכולת לחזור על הליך הגיוס פעמים נוספות, נוצר דילול טבעי של גרעין השליטה בחברה הבורסאית.

## מעורבות גדולה מאוד של הבנקים בשוק ההון

סקירת מאפייני (או שמא נאמר — חולי) שוק ההון הישראלי לא תהא שלמה אם לא תוזכר אחת מאבני היסוד של שוק ההון הישראלי: מעורבות עמוקה ובעייתית של הבנקים בישראל.

על מעורבותם הבעייתית של הבנקים בשוק ההון בישראל כבר עמדה ועדת בייסקי, וגם בתי המשפט נדרשו לנושא בפרשת הבנקאים, ואין מקום לחזור כאן על הדברים, הנסקרים באריכות בהמשך ספר זה.

לענייננו נציין רק, כי בשל גודלו המוגבל כל כך של שוק ההון בישראל, משמשים הבנקים, בין מרצונם ובין בעל-כורחם, בשלל תפקידים, הם חובשים כובעים שונים, וממהרים להסירם לשם חבישת מגבעות אחרות. הכל על פי צרכי השעה והמקום.

הבנקים המסחריים הגדולים בישראל הם המלווים הגדולים עת מבקש אדם, חברה או קבוצת משקיעים, לרכוש שליטה בחברה ציבורית; חברות החיתום הגדולות, הקשורות אליהם, הן גם אלה שישמשו כחתמי ההנפקה. חברות הייעוץ וניהול התיקים הגדולות, הקשורות אף הן בדרכי-מעקף לבנקים, הן אשר ימליצו על רכישת ניירות הערך שיוצעו באותן הנפקות; הבנקים הם גם אלה שיעניקו אשראי לציבור הרחב, שיבקש לרכוש את אותם ניירות ערך, בין בהנפקה עצמה ובין מאוחר יותר — במהלך המסחר בבורסה. קרנות הנאמנות של אותם בנקים ירכשו בשמחה את ניירות הערך של אותן חברות, שלוו את האשראי הראשוני מאותו בנק ממש, כאמור לעיל. שלל תפקידים אלה יוצר, באורח הטבע, שלל של ניגודי אינטרסים לבנקים, ומעמידם במצב כלתי אפשרי ממש. במצב דברים זה, קשה לצפות מנציגי הבנקים או קרנות הנאמנות וקופות הגמל של הבנקים, להתנגד באסיפה-כללית של חברות ציבוריות לאישור עסקאות של בעלי-עניין באותן חברות. ויוזכר, עסקאות אלה, לא תמיד טובת הציבור הרחב היא המדריכה את אדריכליהן.

קשה לבוא בטענות אל נציגי הבנקים, הנותנים ידם לעתים, בין בתמיכה גלויה ובין בעצימת עיניים, לאישור אותן עסקאות. ככלות הכול, אותם בעלי עניין הם לקוחותיו הטובים של הבנק, וממנו הם לוו את ההון הראשוני לרכישת השליטה בחברה. קשה לראות כיצד יצביעו כנגד עסקאות אלו, במיוחד כאשר לעתים נועדות אותן עסקאות לאפשר לבעלי העניין לפרוע את חובותיהם לאותם בנקים.

## מעורבות גדולה של הרשות לניירות ערך

הרשות לניירות ערך הינה גורם דומיננטי מאוד בשוק ההון בישראל. נוכחותה מורגשת בפיקוח נמרץ על ההנפקות; בפיקוח על מערכת הדיווח השוטף והעתי של החברות הבורסאיות (לרבות דיווחים כספיים, דו"חות מיידים, ודיווח על עסקאות בעלי עניין); ביוזמה של הליכי חקיקה רבים; בפיקוח על פעילותם של קרנות הנאמנות, החתמים יועצי ההשקעות ומנהלי תיקי השקעות, וביצוע פעולות חקירה ואכיפה רבות ומגוונות. אין בישראל רשויות ממשלתיות כה יעילות ונמרצות, והדבר בוודאי ייחשב לזכותה של הרשות לניירות ערך. עם זאת, מעורבותה הגדולה, גורמת לכך ששוק ההון בישראל אינו מתנהל מעצמו. ספק רב האמנם מעורבות כה גבוהה היא אכן מבורכת, וספק גם אם תורם הדבר ל"שקט תעשייתי" בשוק ההון, ולרוגע מסוים הנדרש לשגשוגו.

## חקיקה דינמית, אך לעתים – דינמית מדי

התחום בו בולטת במיוחד מעורבותה של הרשות לניירות ערך הוא בתחום החקיקה. מחד גיסא, מביאה הרשות לניירות ערך לכך שהחקיקה בישראלית עוקבת, עקב בצד אגודל, אחר הנעשה בארה"ב בתחום חקיקת ניירות ערך, ומעמידה את ישראל בקידמת העשייה המשפטית בנושא זה. מנגד, מביא הדבר למבול בלתי פוסק, המתעדכן תדירות, של דברי חקיקה: בין בעדכון החקיקה הראשית (בדמות תיקונים לחוק ניירות ערך), בין בעדכון חקיקת המשנה בדמות תיקונים (לתקנות ניירות ערך השונות), ובין בעדכון תדיר של הוראות נוהל, החלטות מליאת הרשות לניירות ערך, ועוד.

רוח-תזוית זו של תיקוני חקיקה משווה לתחום ניירות ערך לא רק דימוי דינמי וחדשני. לעתים הופך הדבר את התחום לעצבני, לחסר שקט ונעדר מידה של ודאות. כך, למשל, עוד בטרם יבש הדיו בשנת 2003, על תיקון מס' 2 לתקנות ניירות ערך בעניין דו"חות מידיים, כבר יצא ובא (באותה שנה – 2003) תיקון מס' 3, לאותן תקנות ממש. יתר על כן, ריבוי החקיקה יוצר מצב בלתי אפשרי, בו בכל נושא קיימות מספר הוראות חוק רלוונטיות, כאשר פוטנציאל ההתנגשות בין ההוראות השונות רב וההתמצאות בין שלל הוראות החוק, באותו נושא, הופכת למשימה קשה ומסובכת. גם אם יש כוונה טובה וראויה בעדכון תמידי של הוויית שוק ההון בישראל לנעשה "מעבר לים", ולעדכון החקיקה הישראלית בהתאם, אולי מוטב לשמור לעתים על יציבות מסוימת, על ודאות ועל שקט יחסי.

## העדר סעדים אזרחיים נאותים ועקב זאת — העדר אכיפה אזרחית-פרטית בדיני ניירות ערך

בתחומים מסוימים של דיני ניירות ערך קיימת תת-אכיפה, בעוד בתחומים אחרים של דינים אלו מצויה אכיפה מוגברת.

תת האכיפה מצויה בהיבטים האזרחיים של עבירות בניירות ערך, והכוונה לעבירות של שימוש במידע פנים, תרמית בניירות ערך, פרט מטעה בתשקיף, וכן — מחדלי דיווח ועבירות דיווח. החקיקה הישראלית אינה מקנה זכות לתביעה פרטית ולקבלת סעדים כספיים (בין השבת נזק והפסד ובין פיצוי כספי נוסף לכך) בגין ביצוע עבירה בניירות ערך. משום כך, יתקשה מאוד משקיע מהציבור, שנפגע וסבל נזק כספי בשל שימוש במידע פנים של אדם אחר, למשל, או בשל תרמית בניירות ערך, לתבוע את נזקו (יצוין, כי באשר להטעיה בתשקיף קיימת תרופה למשקיע בהוראת סעיף 52א לחוק, אך גם זו מוגבלת ואינה מספקת).

המחוקק הישראלי שם את מבטחו באכיפה פלילית המבוצעת בידי הרשות לניירות ערך בצוותא עם הפרקליטות.

עקב שימת דגש זו, הוזנח כליל היבט אחר, חשוב ביותר של אכיפת הדין, והוא — האכיפה האזרחית. אכיפה זו מתקיימת באמצעות תביעות כספיות, בין פרטיות ובין ייצוגיות, המוגשות על ידי משקיעים מהציבור.

יש לזכור, כי חלק ניכר מהעבירות בתחום ניירות הערך כלל אינו נחשף. העבירות הנחשפות אינן בהכרח החמורות ביותר, אלא הן אלו שבמקרה, או שלא במקרה, עלה בידי הרשות לניירות ערך לגלותן. לא בהכרח עומדים לדין עבריינים שאכן חטאו את החטאים הקשים ביותר ולא בהכרח אלו הם העבריינים המועדים באמת בנושאי ניירות ערך בישראל.

חלק ניכר מהעבירות בתחום ניירות הערך קשה להוכחה במישור העובדתי, והעבירה של תרמית בניירות ערך או של שימוש במידע פנים, הן דוגמאות טובות לכך. בהעדר הודאה של מי מהעבריינים, יש קושי לחשוף מלכתחילה עבירות אלו, קל וחומר — להרשיע בהן.

נוסף לכך, קיים קושי משפטי בהשגת הרשעה בעבירות אלו ואחרות בתחום ניירות הערך, ולעתים נדרשת התביעה להצטייד בחוות דעת של מומחים, בנושאים טכניים ומורכבים, למשל, חוות דעת הנוגעות למידת ההשפעה (בפועל ובכח) של מידע על תנודת שערי מניות, או באשר למידת ההשפעה של פעולות הנאשם, במהלך המסחר בבורסה, על שערי מניות, ועוד. התוצאה היא, כי מימד ההרתעה בתחום ניירות ערך התעמעם במידה רבה.

נראה, כי יש מקום לשינוי יסודי ומקיף של החקיקה בישראל בתחום ניירות הערך באופן שתוקנה זכות תביעה אזרחית רחבה לכל המשקיעים, בגין כל העבירות בתחום ניירות הערך. במיוחד אמורים הדברים בעבירות החמורות — שימוש במידע פנים,

תרמית בניירות ערך, והכללת פרט מטעה בתשקיף. אכיפה אזרחית, פרטית, היא פיתרון שראוי לתת עליו את הדעת.

זאת ועוד, עד כה גילתה הפסיקה בישראל גישה לא־אוהדת, בלשון המעטה, להליכים שעניינם הגנה על המיעוט, בין באמצעות הליכים פרטיים ובין באמצעות תובענות ייצוגיות.

הלכת פסק דין א.ש.ת<sup>1</sup> המגבילה או מונעת הגשת תובענה ייצוגית מכח תקנה 29 לתקנות סדר הדין האזרחי היא דוגמא טובה ל"כתף קרה" זו מצד בתי המשפט בישראל לציבור המשקיעים. ההלכה מפסק הדין בפרשת מגן וקשת נ' טמפו, בקשר להוכחת נזק למשקיע מהציבור, היא דוגמא נוספת לגישה זו.<sup>2</sup>

בהקשר זה, לא למותר להזכיר את יוזמת הרשות לניירות ערך, כפי שפורסמה בחודש אוקטובר 2003, בדבר העתקת הדגש בתחום אכיפת דיני ניירות ערך לכיוון של אכיפה אזרחית. יובהר, כי אין הכוונה לאכיפה אזרחית-פרטית, שעליה דובר לעיל, אלא לאכיפה ממוסדת: כוונת הרשות לניירות ערך ליצור סיווג מחדש של כמה מהעבירות היותר נפוצות בתחום ניירות ערך (כגון – עבירות דיווח). באופן שהן ייחשבו לעבירות-קנס גרידא, ללא עונש מאסר. באופן כזה ייחסכו הליכי משפט יקרים, ממושכים ומיותרים.

אין ספק, כי יוזמת ה"אכיפה האזרחית" האמורה של הרשות הינה חיובית ורצויה. היא תאפשר הקלת העומס המוטל על אנשי הרשות לניירות ערך ועל חוקריה, מחד גיסא, על אנשי פרקליטות מחוז תל אביב (מיסוי וכלכלה), העוסקים בניהול ההליכים הפליליים, מאידך גיסא. היא תפנה את כל אנשי האכיפה לטפל בעבירות החמורות יותר, בעוד שהעבירות הזוטורות בחשיבותן ובחומרתן, יסתיימו בדרך הראויה להלן: עבירות של ברירת קנס או קנס מינהלי וכד'.

עם זאת, ראוי כי רפורמה כזו ושינוי חשיבותי (מבורך) כזה, יהיו מלווים גם בשינוי נוסף ובו־זמני: הקניית זכויות תביעה אזרחיות, פרטיות, למשקיעים מהציבור בגין כל אחת מהעבירות על פי חוק ניירות ערך, כאמור לעיל. אכיפה יעילה בתחומי הכלכלה והעסקים אינה יכולה להיעשות בלא אכיפה אזרחית ופרטית, בה מביא משקיע מהציבור את ריבו (ולעתים – את ריב הציבור כולו) ומבקש לבוא חשבון ולמצות את הדין עם התאגיד הבורסאי, או עם בעלי השליטה בו, שהפרו את הדין ופגעו בזכויותיו.

1 רע"א 3126/00 מדינת ישראל נ' א.ש.ת. ניהול פרויקטים וכח אדם בע"מ ואח' (טרם פורסם).  
2 ראו: ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בע"מ, פ"ד נא(2) 312. בפסק דין זה קבע בית המשפט העליון, כי כאשר הנזק הנגרם לבעל מניות מקורו בירידת ערך מניות החברה ושווי מניותיה, אזי אין קמה לבעל המניות עילת תביעה אישית, שכן מדובר בנזק הנובע מהנזק שנגרם לחברה. הלכה זו מונעת במקרים רבים אפשרות להגשתה של תביעה ייצוגית על ידי משקיעים מהציבור, שנפגעו ממצגים, ממעשי-הטעיה, ממעשי רשלנות ועוד, של חברות בורסאיות, של מנהליהן או של בעלי העניין בהן.