

פרק ד'

הבורסה לניירות ערך – תפקידים וסמכויות

תוכן עניינים

83	1. כללי
83	1.1 תפקיד הבורסה לניירות ערך בשוק ההון
83	1.2 מאפייני הבורסה לניירות ערך בישראל
84	1.3 רקע היסטורי
97	1.4 יחודיות ובלעדיות הבורסה לניירות ערך בשוק ההון הישראלי
98	1.5 תנאים מקדימים לקבלת רישיון לניהול בורסה בישראל
98	2. המבנה הארגוני של הבורסה
98	2.1 דירקטוריון
99	2.2 דירקטור חיצוני בדירקטוריון הבורסה
100	2.3 חברי הבורסה
107	3. תקנון הבורסה
107	3.1 כללי
107	3.2 מבנה התקנון
108	3.3 תוקפם של תקנון הבורסה ושל ההנחיות
110	3.4 הנחיות זמניות
111	4. סמכויות הבורסה
111	4.1 סמכות לסגירת הבורסה
112	4.2 סמכויות לגבי הצעה לציבור של ניירות ערך ורישום למסחר של ניירות ערך
115	4.3 סמכויות לגבי תנאי מינימום לתאגיד המציע ניירות ערך לציבור
117	4.4 סמכות הבורסה לדאוג "לניהול תקין והוגן" של הבורסה
125	4.5 סמכות הבורסה להפסיק או להשעות את המסחר בניירות ערך
128	5. כפיפותה של הבורסה לרשות לניירות ערך

דיני ניירות ערך

130	6.	ערעור על החלטת הבורסה
134	7.	שיפוט משמעותי
134	7.1	כללי
134	7.2	בירור תלונה
135	7.3	נהלי הדין המשמעותי בבורסה
135	7.4	ענישה
136	7.5	חשאיות הדיון
137	7.6	ערעור
137	7.7	תנאים ונוהל להשעיית חבר או לביטול חברות בבורסה
140	8.	שיטת המסחר בבורסה – שיטת ה"רצף"
140	8.1	כללי
141	8.2	יתרונות שיטת ה"רצף"
141	8.3	שלבי המסחר
144	8.4	הערות נוספות על שיטת המסחר
145	8.5	"עושי שוק"
146	9.	מגבלות החלות על חברי דירקטוריון ועובדי הבורסה בביצוע פעולות בניירות ערך
147	10.	מגבלות החלות על עובדים של חברי הבורסה בביצוע פעולות בניירות ערך

1. כללי

1.1 תפקיד הבורסה לניירות ערך בשוק ההון

הבורסה מהווה כיום גורם מרכזי בכלכלת ישראל, אם כי אין ספק שבשנים האחרונות חל פיחות ניכר במידת הדומיננטיות של שוק ההון בכלכלה הישראלית. זאת, הן בשל קריסת ענף ההיי-טק בעולם ובישראל, והן בשל המשבר הכלכלי הקשה הפוקד את ישראל בשנים האחרונות.

ואולם, אין ספק, כי פיחות זה הינו זמני וכי עם התאוששות הכלכלה יתאושש גם שוק ההון, ויחזור למעמדו המרכזי כבשנות ה-80 וה-90. נסיון העבר מלמד על המחזוריות והמעגליות בפעילות הציבור בשוק ההון. לאחר שנות שגשוג מגיעה מפולת שערים, חמורה במידה כזו או אחרת, שלאחריה יוצא ציבור המשקיעים, ללא הבדלי דת, גזע ומין, חבול ופצוע משוק ההון. רבים מהמשקיעים הפגועים נשבעים בנקיטת חפץ כי לא ישובו לסחור בניירות ערך, אך עם התאוששות השוק, כחלוף מספר שנים, ישובו אותם המשקיעים, או ילדיהם, שלא זכו לחוות את חווית הפגיעה בשוק ההון, וישקיעו את מיטב כספם בבורסה.

הבורסה מהווה, ללא ספק, את השוק העיקרי למסחר בניירות ערך, ובכל זמן נתון מתרכזים בה מרבית הביקושים וההיצעים לניירות הערך הרשומים בה. מקובל להבחין בשוק ההון בין שוק ההנפקות, המכונה – "השוק הראשוני", לבין שוק המסחר בניירות הערך, המכונה – "השוק המשני". בעוד שהשוק הראשוני מצוי בממלכתה של הרשות לניירות ערך, הרי שהשוק המשני מוסדר, מפוקח ומנוהל על ידי הבורסה לניירות ערך. הבורסה היא, למעשה, שוק מאורגן ומסודר למסחר בניירות הערך.

1.2 מאפייני הבורסה לניירות ערך בישראל

ניתן להצביע על מספר מאפיינים מרכזיים של הבורסה לניירות ערך בישראל:

1. שוק מאורגן למסחר בניירות ערך.
2. גוף המסדיר את עצמו (Self Regulatory Body): הבורסה מסדירה וקובעת לעצמה את סדרי פעולתה ונהליה, את השיטות ונהלי המסחר בה, את תנאי החברות בה, את אופי פעולתה ואת כללי התנהגות החברים בה, לרבות כללי משמעת ודרכי אכיפתם.¹
3. הגבלת המסחר לחברים בלבד: בהתאם לתקנון הבורסה, מוגבל המסחר בבורסה אך ורק לחברי בורסה, קרי – חברי בורסה לבדם הם הרשאים לבצע מסחר בבורסה. משמעות מגבלה זו היא, כי מי שאינו נמנה עם חברי הבורסה, חייב להעביר הוראותיו לקנייה או למכירה של ניירות ערך הנסחרים בבורסה, באמצעות חברי הבורסה.

1 ראו גם לוי, סמט וסרנת, הבורסה וההשקעה בניירות ערך (הוצאת שוקן, 1999), בעמ' 69–70.

4. פיקוח על ניירות הערך הרשומים למסחר. הבורסה מקיימת פיקוח הדוק על ניירות ערך הרשומים למסחר והנסחרים במסגרתה, פיקוח המתבטא הן בשלב ההצעה לציבור של ניירות ערך (שלב התשקיף או ההצעה הפרטית), והן פיקוח ובקרה על המסחר בניירות הערך השונים.

פיקוח זה מתבטא בשני מישורים עיקריים:

ראשית, פיקוח על מהלך המסחר, ובמידת הצורך – התערבות במסחר, לרבות השעיה, הפסקת מסחר וכד', בין זמנית ובין לתקופה ארוכה; שנית, פיקוח על התאגידים שהציעו את ניירות הערך לציבור, באמצעות פיקוח על מערכת הדיווח השוטף והתקופתי, בו מחויבים, על פי הדין, אותם תאגידים.

יתרונה של הבורסה הוא בהיותה מנגנון מסודר, מאורגן ומשוכלל, המונה את מרבית השחקנים הראשיים בשוק ההון. מנגנון זה מעמיד לרשות חבריו, ובאמצעותם – לציבור הרחב, את כל סוגי ניירות הערך והמכשירים הפיננסיים הקיימים – החל ממניות, אופציות על מניות (במובן של warrant), זכויות על מניות, איגרות חוב, מילוות ממשלתיים, אופציות (במובן של option) על מדד המעו"ף, או על מט"ח, ועוד.

שילוב זה של נוכחותם של כל השחקנים הראשיים, מחד גיסא, של שפע גדול של מכשירים פיננסיים, מאידך גיסא, ונוסף לכך – של מערכת ממוחשבת ויעילה, המצויה תחת פיקוח והסדרה, הופכת את הבורסה בישראל למנגנון יעיל ביותר, נוח לשימוש וזול יחסית. מנגנון זה מאפשר גם ביצוע עסקאות גדולות ומורכבות בניירות ערך, לרבות – עסקאות להעברת שליטה בחברות בורסאיות.

1.3 רקע היסטורי

שנות ה-50'

הבורסה התל-אביבית התאגדה בישראל בשנת 1953, ונרשמה במשרדי רשם החברות כחברה פרטית בערבון מוגבל לארגון המסחר בניירות ערך. הבורסה החלה לפעול בחודש דצמבר אותה שנה.² ראשית שנות ה-50' האירו פניהן לבורסה הצעירה, ועד לשנת 1953 נהנה שוק ההון משגשוג ומעליות שערים, ואף בוצעו בו מספר הנפקות של ניירות ערך, אם כי לא בהיקף גדול. ואולם, בראשית שנת 1954 התהפכה המגמה ושוק ההון הישראלי סבל מירידת שערים ממושכת, אף כי הדרגתית. השפל שפקד את שוק ההון נבע הן מעליית האינפלציה באותן שנים, מהעדר תמריצי מיסוי להשקעה בניירות ערך וממצב כלכלי ירוד באופן כללי.

בשנת 1955 התקבל בשוק ההון הישראלי כלי השקעה חדש – איגרות החוב. חלקן היו צמודות למדד המחירים לצרכן ואחרות היו צמודות לשער הדולר. הופעתן

2 יצוין, כי אף שהבורסה התאגדה, כאמור, כחברה פרטית, הרי שבהתאם להוראות סעיף 45 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"), נאסר על הבורסה להגביל את מספר חבריה.

החלישה במידה מסוימת את אפיק המניות בשוק ההון והפכה את איגרות החוב לאפיק השקעה סולידי אך מפתה, במיוחד לאור התשואות הנמוכות של המניות באותן שנים.

שנות ה־60'

שלהי שנות ה־50' כבר העידו על שינוי מגמה ועל התאוששות הולכת וקרבה של שוק המניות. שנת 1959 היתה שנה חיובית לציבור המשקיעים, בה החלו עליות שערים בשערי המניות, עליות שנמשכו גם בשנים הבאות, עד לשנת 1963.

הגיאות בשוק המניות לוותה בהתעוררות גם במגזר ההנפקות החדשות. קצב ההנפקות בשנים הראשונות של שנות ה־60' הכפיל עצמו, ביחס לשנות ה־50', בכפי שלוש, ואף יותר, כאשר בשנת 1963 לבדה בוצעו כ־40 הנפקות. בתום שנת 1963 היו בכורסה של תל אביב למעלה מ־45 חברות, בעוד שלפני השגשוג, בשנת 1959, היו רשומות רק 17 חברות.

אין ספק, כי כספי השילומים מגרמניה היוו גורם מרכזי בהתאוששות המשק הישראלי בכלל, ושוק ההון בפרט, באותן שנים. כספי השילומים נוצלו להשקעות רבות בשוק הנדל"ן ולהשקעות בכורסה. נוסף לנושא השילומים מגרמניה יש לציין גם את העובדה, כי העלייה מאירופה הביאה לישראל ציבור משכיל, ולעתים אף בעל הון, עובדה שתרמה אף היא לשיפור כלכלת המדינה.

השגשוג הכלכלי שיפר במידה ניכרת את התוצאות העסקיות של תאגידי רבים ושל חברות יצרניות, שניירות הערך שלהם הונפקו לציבור. בעקבות השיפור בעסקיהם, התרחבה גם מגמת חלוקת הדיבידנדים על ידי החברות הכורסאיות, עובדה שהפכה את ההשקעה במניות לאטרקטיבית יותר. נוסף לכך, יש לציין גם את העידוד הממשלתי להשקעות ולהון זר, שמצא ביטוי ביוזמות חקיקה שונות, שהעניקו פטור ממס לתושבי חוץ מהשקעות בניירות ערך הרשומים בכורסה, את ההקלות בשימוש במט"ח לצרכי השקעה בניירות ערך וכן את ההחלטה להגביל את מס ההכנסה על דיבידנד ממניות לשיעור מירבי של 25%.

עם זאת, משנת 1963 חלה נסיגה בפעילות שוק ההון בישראל, אשר נמשכה גם בשנת 1964. גם צעדים שנקטה הממשלה בשנה זו, כגון – מתן אישור לקופות־גמל להשקיע 5% מקרנות הצבירה שלהן במניות נסחרות, ולחברות הביטוח הותר להשקיע 10% מההון בכורסה, לא סייעו. ירידות השערים בכורסה לא התרחשו בחלל ריק והן נבעו במידה רבה מהמיתון הכלכלי, מהקשיים הפיננסיים של גופים רבים ומהאבטלה המתרחבת.

דעיכת הפעילות בשוק ההון נבעה, בנוסף, ממימוש מניות לאחר שנות הגיאות, וכן מהדיעות העקשניות בכלי התקשורת בדבר כוונת האוצר להטיל מס רווחי הון על השקעות בכורסה. שנים אלו של דעיכת שוק המניות היו באופן טבעי שנות שגשוג בעבור שוק איגרות החוב וכן המילוות הממשלתיים, אשר תפסו בהדרגה את מקום המניות, בהעדפותיו של המשקיע הישראלי.

ירידות השערים בבורסה נמשכו גם בשנים 1965–1966. התאוששות באה רק עם מלחמת ששת הימים, שהביאה לסיום המיתון ולשגשוג כלכלי במשק הישראלי. האצת הפעילות הכלכלית במשק הביאה לשיפור התוצאות העסקיות של חברות רבות, במיוחד מהמגזר היצרני והתעשייתי. מחזורי המסחר בבורסה גדלו במידה ניכרת, אך הדבר לא מצא ביטוי ניכר וממושך בשערי המניות בבורסה. הציבור לא גילה עניין רב בבורסה והגיאות לא נמשכה זמן רב, ולאחר שנת 1968 שבה הפעילות בבורסה ודעכה. מחזורי המסחר שעלו בשנת 1968 ביחס לשנים הקודמות, שבו והצטמצמו בשנת 1969. השנים 1969–1970 התאפיינו בירידת פעילות בשוק המניות, בצמצום ניכר של ההנפקות ובהפניית משאבים לשוק איגרות החוב הממשלתיות. ניתן לסכם את שלהי שנות ה־60, קרי – את התקופה שלאחר מלחמת ששת הימים ואשר נמשכה עד לאמצע שנת 1971, כתקופת "תרדמה" בבורסה.

שנות ה־70

שנת 1971 בישרה את תחילת השינוי בבורסה לניירות ערך בתל אביב. שוק המניות התאושש בהדרגה בשנת 1971 ועוד יותר – במהלך שנת 1972. מחזורי המסחר גדלו ועימם התאושש שוק ההנפקות. שוק המניות חזר לתפוס את מרכז הבמה בבורסה, מבחינת עניין הציבור והיקפי המסחר, וזאת, על חשבון אפיקי ההשקעה הסולידריים, דוגמת איגרות חוב קונצרניות או ממשלתיות ומילוות ממשלתיים. בשנת 1972 היתה כמחצית המסחר בבורסה במניות, והיקפי המסחר במניות גדלו פי שישה ויותר ביחס לשנים שלפניה.

שנת 1973 היתה, בלא ספק, שנה חשובה בהתפתחות הבורסה בתל אביב, לא רק בשל האירועים הכלכליים שאירעו בשנה זו אלא גם בשל מלחמת יום הכיפורים, והשלכותיה על כלכלת ישראל. בחודשים הראשונים של שנת 1973 התגברה האינפלציה, אשר הלכה והתחזקה לאחר מלחמת יום הכיפורים. הביקוש לאיגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן גדל בשיעור ניכר, עובדה שהשפיעה במידה מסוימת גם על עלייה במספר ההנפקות בבורסה של איגרות חוב.

שנת 1974 המשיכה את המגמה של דעיכת שוק המניות, אך באופן הדרגתי גם הצטמק שוק איגרות החוב. בשנת 1975 הואט קצב האינפלציה, שערי הריבית עלו, ומצב דברים זה הקטין את משיכת הציבור להשקעה באיגרות חוב צמודות מדד והעלה את האטרקטיביות היחסית של ההשקעה במניות.

ואכן, שנת 1975 היתה שנה חיובית לשוק המניות, בה עלו מחזורי המסחר וחלה התאוששות ניכרת גם בשוק ההנפקות. מגמה חיובית זו נמשכה גם בשנת 1976, בה הורגשה גיאות בשוק המניות, אף שהתאוששות זו לא לוותה בצמיחה כלכלית משמעותית. הפעילות בבורסה משנת 1977 ועד סוף שנות ה־70 הושפעה משלושה תהליכים: ויסות מניות הבנקים, התגברות האינפלציה והליברליזציה במטבע חוץ.

ויסות מניות הבנקים: הגורם המרכזי בפעילות הבורסה בשנים האמורות היה הוויסות הממושך, המסודר והמכוון, של מניות הבנקים על ידי הבנקים בישראל. תכליתה של מדיניות הוויסות היתה יצירת מציאות פיננסית בה מובטחת לציבור, הרוכש את מניות הבנקים, השקעה "מובטחת", ממש כאילו היו מניות אלו בגדר איגרות חוב או פיקדון שקלי צמוד מדד. הצלחתה של מדיניות הוויסות מסוף שנות ה-70, נעוצה במידה רבה במשאבים הכמעט בלתי מוגבלים של הבנקים. הצלחת מדיניות זו אכן הפכה את השקעה במניות הבנקאיות לאפיק השקעה בטוח, יציב ואף "סולידאי", לכאורה. מדיניות הוויסות הנמרצת הפכה את הבנקים לגורמים דומיננטיים בשוק ההנפקות, והפכה את המניות הבנקאיות למוקד המסחר בבורסה.

לא כאן המקום לנתח את מדיניות הוויסות,³ אך ברור, כי לאורך זמן היא הביאה ליצירת "מציאות וירטואלית", אם לעשות שימוש במונח הלקוח מעידן האינטרנט הנוכחי. במילים אחרות, הוויסות הוביל לניתוק מחירי המניות משוויין האמיתי. ויסות המניות הגדיל באופן ניכר את מחזורי המסחר בבורסה והפך את ההשקעה במניות לאפיק השקעה נפוץ ומקובל על כל שדרות האוכלוסייה, ולא נחלתו של ציבור מצומצם, כבעבר.

האינפלציה: תהליך האינפלציה התגבר בשלהי שנות ה-70 עד שבשנת 1979 הגיעה האינפלציה לשיעור שנתי העולה על 100%. מצב דברים זה האיץ בציבור הרחב לתור אחר השקעות שישמרו על ערך כספו, וכך פרחו השקעות במטבע חוץ, באיגרות חוב צמודות מדד, ובמיוחד – במניות בנקים.

הליברליזציה במטבע חוץ: בחודש אוקטובר 1977 נפל דבר בשוק ההון הישראלי, עת הכריז משרד האוצר על מה שכונה ה"מהפך" הכלכלי, שבמרכזו – הליברליזציה במטבע החוץ. במרכז תוכנית הליברליזציה עמד הרעיון, כי ייקבע שער חליפין יחיד, שנקבע על בסיס יומי, בהתאם לעקרונות של היצע וביקוש. נוסף לכך נקבע, כי אזרחי המדינה יהיו רשאים להפקיד סכומים בלתי מוגבלים בפקדונות עובר-ושב או קצובים לתקופות קצרות, הצמודים לשער החליפין של הדולר (חשבונות מסוג פת"ם – פיקדון תושב מקומי). שינויים אלו ואחרים שנכללו בתוכנית הליברליזציה עודדו במידה ניכרת זרימה של הון זר למשק הישראלי בכלל, ולבורסה לניירות ערך בפרט. מבין שלושת התהליכים והאירועים שנמנו לעיל – ויסות מניות הבנקים, התגברות האינפלציה והליברליזציה במטבע חוץ, אין ספק כי זה האחרון הושפע במידה ניכרת מהמהפך הפוליטי שהתרחש באותה שנה, 1977, עם ירידת מפלגת השלטון הנצחית (דאז) של ישראל, המערך, ועליית מפלגת הליכוד לשלטון. ה"מהפך" הפוליטי בא לידי ביטוי בהתגברות ניכרת של ההשקעות בבורסה ושל היקפי המסחר במניות בבורסה, וזאת, בין היתר, עקב מדיניות הליברליזציה במטבע חוץ, אך גם בשל

3 ראו הרחבה בנושא זה בפרק ט' העוסק בעבירת התרמית בניירות ערך, שם בסעיף 3.4.

דיני ניירות ערך

התקוות לשינוי במדיניות הכלכלית והמוניטרית. הגיאות בשוק המניות מצאה ביטוי בריבוי הנפקות, בין היתר, על ידי הבנקים, שניצלו את הנפקת ניירות הערך לגיוס הון נוסף מהציבור, הון אשר נדרש להם לשם המשך מדיניות הייצוב והוויסות של שערי מניותיהם.

אם בכל אלו לא היה די, הרי שבשנה זו, 1977, התרחש אירוע דרמטי נוסף, עת הגיע לביקור בישראל נשיא מצרים, אנואר סאדאת, בחודש נובמבר 1977. בדיעבד התחוור, כי התקוות שתלה ציבור המשקיעים בתהליך המדיני עם מצרים, בכל הנוגע להאצת השגשוג הכלכלי, לא התממשו. שוק המניות החל לדעוך והורגשה נטישה הדרגתית ומתגברת של משקיעים ממניות לאפיקים חלופיים, כגון השקעות צמודות למדד או צמודות מט"ח. כך החלה נפילת שערי המניות באופן שבתוך כחודש ימים בסוף שנת 1977 צנח המדד הכללי של המניות בכ-30%.

הירידות בשוק המניות, נמשכו בשנת 1978 ובשנת 1979, כאשר תשואה של מדד המניות בסוף שנת 1979 היתה תשואה שלילית של 25%. בשנה זו הגיעה לשיאה מדיניות הוויסות של מניות הבנקים, כאשר הבנקים מתמידים ומגבירים את מדיניות הוויסות והייצוב של שערי המניות הבנקאיות. כך אירע שעל אף ששערי המניות הלא-בנקאיות (שכוננו – "המניות החופשיות") קרסו בכ-50% במניות, ירדו שערי מניות הבנקים בכ-3% בלבד.

ביטוי נוסף להצלחת הוויסות, הצלחה קצרת ימים, היה הגידול הניכר בהיקפי המסחר במניות הבנקים, בעוד שמחזורי המסחר ביתר המניות הצטמצמו. רק בשלהי שנת 1979 החלה התאוששות בשוק המניות, אשר נמשכה גם במהלך שנת 1980.

שנות ה-80'

מדיניות הוויסות של הבנקים נמשכה בשנת 1980 ואיתה נמשכה גם הגיאות היחסית בשוק המניות, דבר שמצא ביטוי במספר ניכר של הנפקות, כולל של חברות חדשות. מדיניות הוויסות באה, עם זאת, לקיצה בשנה שלאחריה, כאשר התרחש אחד האירועים הדרמטיים בתולדות שוק ההון הישראלי. בינואר 1981 התרחשה מפולת שערים בשוק המניות הלא-בנקאיות, המניות אשר כוננו, כאמור, "המניות החופשיות". המפולת פסחה, באותו שלב, על המניות הבנקאיות, ששעריהן המשיכו לעלות עד למשבר המניות הבנקאיות, שהתרחש בחודש אוקטובר 1983, כפי שיפורט להלן.

בשנת 1982 התגברה הגיאות בשוק המניות וכל שדרות הציבור בישראל גילו עניין בנעשה בבורסה והשקיעו ממיטב כספם במניות, ובמיוחד – במניות הבנקים. אף שבשנה זו החלה "מלחמת שלום הגליל" ואף ששיעור האינפלציה בשנת 1982 גדל והגיע לכ-130%, לא היה בכך כדי לצנן את התלהבות הציבור משוק המניות. נפח המסחר בבורסה בשנת 1982 גדל בכ-50% לעומת שנת 1981, ומדד המניות הכללי עלה (ריאלית) בלמעלה מ-60%. מניות הבנקים, שזכו לוויסות מאסיבי ושיטתי, הניבו תשואה ריאלית שנתית העולה על 20%. הוויסות הפך את האפיק המנייתי למבוקש

ומפתה עבור ציבור המשקיעים, במיוחד לנוכח העובדה שהן תשואת פקדונות צמודי דולר והן תשואת איגרות החוב, היו נמוכות במידה ניכרת.

אחד הביטויים הבולטים להצלחת שוק המניות היה הצלחת קרנות נאמנות וקרנות פרטיות דוגמת "קרן רונית", בניהול אליעזר פישמן ויוסי ריגר. הצלחתה של קרן רונית היתה יוצאת דופן בכל אמת מידה, והיא הפכה למתחרה רצינית של הבנקים, בכך שהעניקה למשקיעים שירותים מוזלים לעומת הבנקים, והניבה למשקיעיה רווחים מרשימים. המניות בהן השקיעה קרן רונית הפכו מוקד משיכה למשקיעים רבים מהציבור, והצלחתה עוררה את שוק קרנות הנאמנות הבנקאיות, אשר ניסו להתחרות בקרן הפרטית המצליחה.

הגיאות של שנת 1982 לא פסחה כמובן גם על שוק ההנפקות, ובשנה זו לבדה בוצעו למעלה מ-120 הנפקות לציבור, הן של חברות חדשות והן של חברות קיימות, שהנפיקו ניירות ערך נוספים.

הגיאות בשוק המניות, שנמשכה כשלוש שנים, הסתיימה בראשית שנת 1983. בחודש ינואר של אותה שנה צנחו שערי המניות ה"חופשיות" (הלא-בנקאיות) בכ-20% ואילו מניות, שהיו יעדי השקעה של קרנות הנאמנות, ירדו ירידות חדות עוד יותר, בשיעורים שנעו בין 30% ל-70%. זאת, לאחר שפורסמה תוכניתו של משרד האוצר להגביל את אחזקותיהן המירביות של קרנות הנאמנות במניות. בסיכום שנת 1983 ירד מדד המניות הלא-בנקאיות בלמעלה מ-80%, וגם "קרן רונית" המבוקשת סבלה מצניחת שערים של כ-60%.

אף שהמניות הבנקאיות שמרו על יציבות יחסית, ושעריהן אף עלו (עד לחודש ספטמבר 1983), הרי שהמפולת בשוק המניות ה"חופשיות" הקטינה במידה ניכרת את היקפי המסחר בבורסה. באורח צפוי, הצטמצם גם מספר ההנפקות במידה ניכרת בהשוואה לשנת 1982, ובכל שנת 1983 בוצעו כ-70 הנפקות בלבד.

יציבות המניות הבנקאיות לא נמשכה לאורך זמן: בחודש אוקטובר 1983 התרחש משבר מניות הבנקים, לאחר שהתחוויר לבנקים, כי אין הם מסוגלים להמשיך ולממן את מדיניות הוויסות ההרסנית. חששה של הממשלה, כי התמוטטות מניות הבנקים תגרום למשבר כלכלי רחב, אילץ אותה להתגייס להגנת הבנקים ועקב כך גובש ההסדר שכונה – "הסדר המניות הבנקאיות". הסדר זה קבע, כי מניות הבנקים הופכות לניירות ערך בערבות של ממשלת ישראל, קרי – למעשה – לאיגרות חוב. ההסדר הבטיח לכל מי שהיו בידיו מניות בנקאיות, כי לאחר שימשיך להחזיק בהן חמש שנים נוספות, הוא יקבל תשואה מובטחת, ומועד פדיון נקבע לשנת 1988. חלופה אחרת לבעלי אותן מניות היתה להפוך את ההשקעה בהן למעין תוכנית חיסכון בלתי סחירה לתקופה של ארבע או שש שנים.

משבר המניות הבנקאיות גרם לפיחות חד ביותר של השקל לעומת הדולר בשיעור של – 23%. משבר המניות הבנקאיות אילץ את הנהלת הבורסה להשבית באורח זמני, למשך כשבועיים ימים, את הבורסה ולהפסיק את המסחר בה באותה תקופה.

דיני ניירות ערך

מיד לאחר חידוש המסחר היו, כצפוי, היצעים גדולים וחריגים של מניות בנקאיות, היצעים אשר נקלטו על ידי בנק ישראל, שפעל בתקופה זו כגורם מווסת ומייצב, שניסה למנוע תנודות חריפות מדי ולהרגיע את ציבור המשקיעים, במגמה להקטין את ההיצעים. צעדי המנע והייצוב של בנק ישראל לא מנעו את ירידת שערי המניות הבנקאיות, אשר באותה שנה, 1983, צנחו בכ-50%.

משבר המניות הבנקאיות גרם לאבדן אמון הציבור בשוק ההון הישראלי, ואנשים רבים איבדו את כל כספם במפולת המניות החופשיות ובמפולת המניות הבנקאיות, שבאה לאחריה, כאמור. מרבית הציבור הישראלי נכווה, במידה כזו או אחרת, מקריסת המניות, וחלקים נרחבים בציבור המשקיעים הדירו את רגליהם מהבורסה משנת 1983 ובמשך שנים ארוכות. השפל בבורסה נמשך, למעשה, משנת 1983 ועד אמצע שנת 1986.

רתיעת הציבור מנטילת חלק במסחר בבורסה נמשכה שנים ארוכות, אף שהכלכלה הישראלית התאוששה מהמשבר. בעזרת צעדים ממשלתיים ירד שיעור האינפלציה במידה ניכרת, נרשם שיפור במאזן התשלומים ובגירעון הממשלתי, וירד שיעור הריבית במשק. עד לאמצע שנת 1986 לא נרשם, כאמור, כל שיפור במצב שוק ההון הישראלי, והשנים 1984–1985 היו שנים של דעיכת המסחר בבורסה.

בשנת 1986 החל יישום הרפורמה בשוק ההון, במידה רבה כחלק מלקחי משבר המניות. רפורמה זו הגבירה את חשיבותם ואת מעורבותם של ה"משקיעים המוסדיים" בשוק ההון, דוגמת – בנקים, חברות ביטוח, קופות גמל וחברות השקעה גדולות. נוסף לכך, הוכנסו מספר מכשירים פיננסיים, דוגמת אופציות על מדד המניות או על הדולר, שכלול שוק האשראי והקטנת פערי הריבית. הרפורמה תרמה גם לפיתוח שוק איגרות החוב ובשנה זו, 1986, גדלו הנפקות איגרות החוב, הן מהסקטור הממשלתי והן מהסקטור הפרטי. הרפורמה אף עודדה את שכלול שוק המניות וגיוון האמצעים שעמדו לרשות המשקיע הישראלי מסוף שנות ה'80 ואילך.

שנת 1986 הסתמנה כשנת התאוששות של שוק ההון הישראלי, עובדה שמצאה ביטוי בגידול מחודש של שוק ההנפקות, לרבות בהנפקות של אג"ח ממשלתיות. הממשלה הנפיקה בשנה זו איגרות חוב בשווי מצטבר של כ-1.7 מיליארד דולר, והנפקות של אג"ח קונצרני באותה שנה עמד על סך של כ-400 מיליון דולר. עם זאת, ההתאוששות בשוק המניות, להבדיל משוק איגרות החוב, לא הגיעה במהרה, ולמעשה, רק לקראת סוף העשור – בשנת 1989, נרשמה התאוששות ממשית בשוק המניות.

כחלק מהצעדים לעידוד המסחר ולשכלול שוק ההון הישראלי, הוכנסה בשנת 1987 שיטת המסחר הדו-צדדית במניות הנבחרות בבורסה, רשימה שכונתה – רשימת "המשתנים". רשימה זו כללה את המניות הסחירות ביותר. תחילה היא כללה 25 מניות בלבד, אך מאוחר יותר הורחבה הרשימה וכללה את 100 המניות הסחירות

ביותר בבורסה. שיטה זו של מסחר דו-צדדי במניות הסחירות ביותר נמשכה כעשור, עד אשר בוטלה שיטת המשתנים בשנת 1997 ואומצה שיטת ה"רצף", שהיא שיטת מסחר דו-צדדית ממוחשבת, באשר לכל המניות בבורסה.⁴

חשוב לציין, כי עם אימוץ שיטת ה"משתנים", אומצה בשנת 1987 שיטת מסחר חלופית ביחס לכל יתר המניות בבורסה, שלא נכללו ברשימת המשתנים. מניות אלו נכללו ברשימה שיורית, שנקראה "הרשימה המקבילה". מטבע הדברים, נכללו ברשימה זו החברות הפחות סחירות, הקטנות, שההשקעה בניירות ערך שלהן היתה מסוכנת וספקולטיבית יותר. מניות אלו משכו לעתים את תשומת ליבו של ציבור המשקיעים, לא פחות מרשימת המשתנים, דווקא בשל התנודתיות הגבוהה של מניות אלה והסיכוי לרווחים גבוהים ומהירים יחסית.

במאמץ לעידוד שוק ההון, להגדלת מספר החברות המונפקות ולהגדלת הסחירות, גיבשו באותן שנים הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך כללים מקלים להנפקה של ניירות ערך בחברות הנסחרות במסגרת הרשימה המקבילה.

שנות ה-90'

בשנת 1990 חל שיפור במשק הישראלי. כמעט בכל המדדים, לרבות – גידול בתוצר לנפש, ויש הקושרים זאת לעלייה ההמונית מברית המועצות. התאוששות המשק באה לידי ביטוי גם בהתאוששות שוק ההון ובגידול בהיקפי המסחר בבורסה. גיאות זו נמשכה עד סוף שנת 1993, כאשר בינואר 1994 התרחשה מפולת קשה נוספת של מניות בבורסה של תל אביב, כפי שיפורט להלן. התשואה של מדד המניות בשנים 1990–1993 היתה – במונחים ריאליים – כ-200%.

בראשית שנות ה-90' הורגשה פריחה של ענף קרנות הנאמנות, וההשקעה באמצעותן הפכה נפוצה ביותר בשוק ההון הישראלי. לאור זאת, גדל מספר קרנות הנאמנות, גדל מגוון הקרנות המתמחות וגדלו היקפי המסחר באמצעות הקרנות. במקביל, החלו קופות הגמל לפעול בשוק ההון, והשפעתן הורגשה בהגדלת היקפי המסחר ובהגדלת היקף ומספר ההנפקות, שנקלטו בהצלחה על ידי השוק. בשנת 1990 התקיימו למעלה מ-80 הנפקות, הן של מניות והן של אג"ח.

בשנים 1991–1992 נמשכה מגמת עליית שערי המניות לצד גידול גם בהיקפי המסחר בבורסה ופריחה של שוק ההנפקות. בשנת 1991 חל גידול בהנפקות, בעיקר של מניות ופחות של אג"ח. במקביל עלו שערי המניות בשיעור ריאלי של כ-36%. ראוי לציין, כי בשנת 1991 התרחשו שני אירועים בעלי חשיבות לשוק ההון:

אירוע אחד בעל חשיבות רבה לפיתוח ושכלול המסחר בבורסה, היה אימוץ שיטת הכרוז הממוחשב – הכר"ם. אירוע שני, שאולי יש בו יותר מהסמליות, היה מחיקתן מהמסחר של מניות הבנקים שבהסדר המניות הבנקאיות.

4 להרחבה על שיטת ה"רצף", ראו סעיף 8 לפרק זה.

בשנת 1992 נמשכה הגיאות בשוק המניות וחלה עלייה ריאלית של כ-76% בשוק המניות. בשנה זו גם נרשם גידול בהנפקות, שהסתכמו בכ-4 מיליארד ש"ח, ובסך הכל הונפקו 94 (!) חברות חדשות, מתוך סך כולל של 163 הנפקות. לראשונה הונפקה בשנה זו בישראל קרן הון סיכון. מספר החברות הבורסאיות גדל בשנת 1992 בלמעלה מ-30%, והסתכם ב-286 בסוף שנת 1992.

לראשונה אושרו להנפקה הנפקות של חברות ה"בועה", קרי – חברות ללא כל עבר וללא כל פעילות, עם הון עצמי זעיר. חלק ניכר מחברות אלו השתמש בכספי תמורת ההנפקה להשקעה חוזרת בשוק ההון, קרי – רכשו מניות של חברות אחרות (חלקן חברות בועה אחרות, מאותה קבוצת חברות ממש). מחזורי המסחר בבורסה גדלו באותה עת, והגיעו למחזור יומי ממוצע של כ-150 מיליון ש"ח. בשנה זו גדל חלקן של קרנות הנאמנות ושל קופות הגמל בשוק ההון: הציבור הרבה לרכוש ניירות ערך באמצעות רכישת קרנות נאמנות והרבה לפעול באמצעות מנהלי תיקי ניירות ערך. גם קופות הגמל הגדילו את אחזקותיהן במניות.

השנים 1988–1993 התאפיינו בעליות שערים, בהתרחבות מחזורי המסחר בבורסה ובגידול ניכר בגיוסי ההון. הגורמים שהביאו לכך היו תהליך השלום, הקטנת שיעור האינפלציה ושיעור הריבית, העלייה הגדולה ממדינות חבר העמים והמשך הרפורמה בשוק ההון. מגמת העלייה בשערי המניות בבורסה נבלמה בראשית שנת 1993 אך היא התחדשה בחודש ספטמבר אותה שנה, כאשר בעקבות חתימת הסכמי אוסלו החלה גיאות מחודשת בשוק המניות.

באופן טבעי, התאוששות ה"שוק המשני", קרי – המסחר בבורסה, לוותה בגיאות גם ב"שוק הראשוני", הוא שוק ההנפקות. באותה עת, בשל שיטת החיתום, הסתיימו מרבית ההנפקות בחיתומי יתר עצומים (לעתים של פי 100 או 200, ויותר), שהעידו אמנם על להיטות הציבור לרכוש ניירות ערך, אך לא פחות מכך נבעו מהעובדה שנקבע מחיר מקסימום להנפקות. ואמנם, לאחר שנאסרה קביעת מחירי מקסימום הצטמצמו במידה ניכרת חיתומי היתר ועמדו על פי 2–3 בממוצע בלבד.

חידוש חשוב נוסף בבורסה בתל אביב בשנת 1993, לבד מביטול מחיר המקסימום להנפקות, היה תחילת המסחר באופציות על מדד המניות, אופציות המכונות כיום "אופציות מעוף", על שם מדד המעו"ף, שהן מתייחסות אליו.

קשה להגזים בחשיבות המהלך של הכנסת אופציות המעו"ף לפיתוחה של הבורסה בתל אביב ולשכלול המסחר בה. מדובר באמצעי פיננסי מרכזי, המצוי בכל בורסה המכבדת את עצמה, ומאפשר לא רק גיוון תיקי השקעות, אלא בעיקר – גידור סיכונים.

הגיאות בבורסה שנמשכה כארבע שנים, באה לסיום חד ופתאומי בחודש פברואר 1994, במפולת שערים קשה, שסחפה אחריה את כל ניירות הערך הנסחרים, ללא כל הבחנה.

כך אירע שבמהלך חודש ומחצה בלבד צנח מדד המניות הכללי בכורסה בתל אביב בכ-30%, אך יודגש, כי שעריהן של מניות רבות מאוד קרסו בשיעורים חדים, העולים על 50%.

שורה של גורמים חברו ליצירת מפולת השערים: החל בשורה של מעצרים מתוקשרים שביצעה הרשות לניירות ערך של אנשים בכירים בשוק ההון, לרבות כאלה שהועסקו בבנקים ובגופים בנקאיים אחרים; עבור בעובדה, כי פורסמה בכלי התקשורת בתקופה שקדמה למפולת שורה של מאמרים וכתבות בהם צוין כי רמת המחירים בכורסה גבוהה, ללא הצדקה כלכלית; כלה בכך שבשל שורה ארוכה של גורמים נוצרה תחושה רחבה בציבור של חוסר אמון כלפי שוק ההון, לרבות – כלפי הבנקים וגופים מוסדיים אחרים.

גורם שהאיץ עוד יותר את נפילות השערים היה העובדה, כי חלק ניכר מרכישות הציבור הרחב בשנות הגיאומטרית התאפשר אך ורק בזכות אשראי בנקאי נדיב. עם תחילת קריסת השערים בכורסה נדרשו לקוחות רבים של הבנקים למכור, מיידית, את תיק ניירות הערך שבידיהם, על מנת לפרוע את חובות האשראי. מכירות כפויות אלה (שמאחוריהן עמדו אותם גופים ממש שאיפשרו את עליות השערים מלכתחילה, במתן אישורים רחבים, ולעתים – חסרי אחריות) גרמו להחרפה בירידות השערים, במיוחד במניות הכר"מ.

קריסת השערים בשנת 1994 בשיעור של כ-50% במרבית מדדי המניות, לוותה גם בקיטון ניכר של פי שלושה ויותר במחזורי המסחר. בשנת 1994 עלו שיעורי הריבית והתגבר קצב האינפלציה. נוסף לכך, פרסם משרד האוצר את תוכניתו להטיל מס רווחי בורסה, תוכנית שלא יצאה אל הפועל, אך הגבירה את רתיעת המשקיעים מהשקעות בשוק ההון.

גם השנים שלאחר מכן, 1995–1996, המשיכו את מגמת דעיכת שוק ההון, את הצטמצמות מחזורי המסחר והפסקת ההנפקות. בשנת 1995 נפסקה מגמת ירידת שערי המניות, ואף הושגה בהן תשואה ריאלית קטנה. עם זאת, היקף גיוסי ההון נותר עדיין קטן ביותר. בשוק איגרות החוב נמשכה מגמת עליית התשואות וגידול במחזורי המסחר. רמת הפעילות של שוק ההון היתה נמוכה בשנה זו, כפועל נגזר מהמשבר של שנת 1994. גם פעילותן של קרנות הנאמנות ושל קופות הגמל בשוק ההון הצטמצמה. בשנת 1996 חווה שוק ההון תנודות חריפות: בשוק המניות נרשמה ירידה של כ-10% ריאלית, ובמקביל גדל במידה ניכרת היקף שוק האג"ח, ומחזורי העסקאות בשוק זה הסתכמו בכ-170 מיליון ש"ח לעומת 110 מיליון ש"ח בשנת 1995. בשנה זו קטן היקף גיוסי ההון ומחזורי המסחר הצטמצמו לכ-80 מיליון ש"ח, לעומת מחזור של כ-110 מיליון ש"ח בשנת 1995. הציבור הקטין פעילותו בשוק ההון, דבר שמצא ביטוי בהקטנת חלקן של קרנות הנאמנות וקופות הגמל, והגדלת ההשקעה בפקדונות שקליים ובתוכניות חיסכון.

דיני ניירות ערך

תחום בו הורגשה דווקא צמיחה בשנת 1996 היה תחום שוק המעו"ף והנגזרים על מט"ח.

שנת 1997 בישרה על שינוי חיובי, שכלל גידול במחזורי המסחר וחזרת הציבור אל הבורסה. במקביל וכצפוי גדל גם קצב ההנפקות לציבור של ניירות ערך. עם זאת, אין לדבר בשנה זו על גיאומטריה של ממש, אלא על התאוששות, לאחר שנים שחונות וקשות של שוק ההון. מחזורי המסחר בבורסה לא חזרו לרמתם מהשנים 1992–1994. בשוק המניות נרשמו בשנת 1997 עליות שערים, והעלייה הריאלית הסתכמה בכ-25%.

התפתחות מרכזית התרחשה בשוק ההון הישראלי בשנת 1997 כאשר בחודש אוגוסט הושקה מערכת ה"רצף", מערכת ממוחשבת של המסחר בניירות ערך בבורסה של תל אביב. בשנת 1997 הועברו לשיטה החדשה 130 ניירות ערך ואילו בשנת 1998 הושלמה העברת כל ניירות הערך למסחר בשיטת הרצף, למעט איגרות החוב הקונצרניות שהועברו בראשית 1999.

שנת 1998 התאפיינה בתנודתיות רבה, ובסיכומה ירדו המניות ריאלית בכ-5%. המחצית הראשונה של השנה היתה חיובית, עם עליות שערים, אך המגמה התהפכה מחודש יוני 1998 ואילך. שוק המניות הושפע בשנה זו מאוד מהתרחשויות גלובליות ומשינויים בשוקי ההון בעולם.

בראשית שנת 1998 גדל היקף ההשקעות הזרות בבורסה של תל אביב, אך מגמת השיפור בשוק נבלמה, בין היתר, בעקבות קריסת שוק ההון הרוסי וקריסת שערים בשורה של בורסות ברחבי העולם. לאור זאת מימשו המשקיעים הזרים את אחזקותיהם במניות בבורסה של תל אביב, עובדה שהאיצה את ירידות השערים. בשנת 1998 הושלם המעבר של כל המניות וכל ניירות הערך ההמירים לשיטת ה"רצף", ועקב כך הוגדרו מחדש מדדי המניות: מדד ת"א-100 החליף את מדד המשתנים, ומדד יתר המניות החליף את מדד הכר"מ.

ראוי להזכיר שני אירועים נוספים בשנת 1998 אשר השפיעו על שוק ההון: ראשית, קביעת כללי שימור הרישום בבורסה של תל אביב, אשר קבעו תנאי מינימום לחברות הנסחרות, כתנאי להמשך סחירותם של ניירות הערך שלהן בבורסה. שנית, פרסום המלצות ועדת ברודט, שדנה ברישום הכפול, קרי – בחברות הדואליות, הנסחרות בישראל ובחול במקביל, ואשר קבעה כללים שנועדו להקל על רישום כפול זה.

שוק המניות התאושש בשנת 1999 ועלה ריאלית בכ-50% בשנה זו, אם כי הורגשו תנודות חריפות בשוק המניות לאורך השנה. חל גידול גם מחזורי המסחר של כ-30% לעומת שנת 1998, והם הסתכמו בשנת 1999 בכ-320 מיליון ש"ח ליום, בממוצע. עם זאת, הצטמצם היקף גיוסי ההון באמצעות הנפקות, ומרבית הפעילות בתחום זה

פרק ד': הבורסה לניירות ערך – תפקידים וסמכויות

התרכזה בהקצאות פרטיות. להמחשה: היקף ההנפקות היה בשנה זו כ-1.6 מיליארד ש"ח, לעומת כ-5 מיליארד ש"ח בשנת 1998. רק 13 חברות חדשות הצטרפו לרשימת המסחר, כאשר שמונה מתוכן הן חברות-בת של חברות בורסאיות. בשוק אגרות החוב נרשמה עלייה ריאלית אם כי קטנו מחזורי המסחר.

תהליך ההפרטה באמצעות הבורסה נפסק לחלוטין בשנת 1999 והממשלה כלל לא גייסה כספים באמצעות הפרטה, בעוד שבשנת 1998 גייסה הממשלה למעלה מ-4 מיליארד ש"ח.

זאת ועוד, בשנת 1999 גייסה הממשלה רק כ-1.3 מיליארד ש"ח, לעומת כ-5 מיליארד ש"ח בשנת 1998 וכ-10 מיליארד ש"ח בשנת 1997. מבחינת המסחר בבורסה, הפך המסחר בניירות ערך נגזרים לממוחשב, כסיום הליך מיחשוב המסחר במסגרת שיטת הרצף.

שנות ה-2000

שוק ההון בישראל סבל מתנודתיות חריפה בשנת 2000. בעוד שתחילת השנה היתה חיובית ביותר, הרי שהמחצית השנייה הושפעה מירידות השערים החדות שאירעו בבורסת נאסד"ק ומקריסת ענף ההיי-טק. מחזורי המסחר היומי הממוצע בבורסה של תל אביב היה בשנת 2000 כ-470 מיליון ש"ח, לעומת כ-320 מיליון ש"ח בשנת 1999. בשוק אגרות החוב נרשמה עליית שערים קלה של כ-4%, לצד עלייה של כ-25% בהיקפי המסחר. בשנת 2000 אושר חוק הרישום הכפול, אשר אימץ את המלצות ועדת ברודט, בדבר הקלות על רישום כפול של חברות בישראל ובבורסות בחו"ל.

שנת 2001 היתה שנה קשה למדי למשקיעים בבורסה של תל אביב. זאת, על רקע ירידות השערים החדות בנאסד"ק, החרפת המצב הבטחוני, המיתון המעמיק במשק ופיגועי 11 בספטמבר בארה"ב. מחזורי המסחר היו נמוכים, גיוסי ההון התמעטו, הציבור הרחב המשיך להדיר את רגליו מהבורסה וגם הממשלה לא תרמה את חלקה, שכן תהליך ההפרטה נעצר כליל.

מחזור המסחר היומי בבורסה קטן בשנת 2001 לכדי 270 מיליון ש"ח בלבד בממוצע, לעומת כ-470 מיליון ש"ח בשנת 2000, ירידה של כמעט 50%. המסחר הדל התרכז בעיקר במניות המובילות, הנכללות ברשימת ת"א-25, והן ריכזו כ-70% מהמסחר.

באופן טבעי, התבטא השפל בשוק המניות בשגשוג שוק אגרות החוב, תוך עליות שערים וגידול היקפי המסחר. הורגש צמצום פעילותם של המשקיעים הזרים. שווי אחזקותיהם בבורסה של תל אביב (לא כבעלי עניין) קטן לכדי 2% בלבד משווי הכולל של המניות בבורסה.

מספר ההנפקות היה קטן וזניח, ודי אם ייאמר כי רק חברה חדשה אחת הציעה מניותיה לציבור בשנת 2001. בשוק הראשוני, שוק ההנפקות, גויסו בשנת 2001 רק

דיני ניירות ערך

כ-2.8 מיליארד ש"ח, לעומת כ-6 מיליארד ש"ח בשנת 2000. מנגד, בוצעו למעלה מ-60 הקצאות פרטיות, שהפכו לדרך המקובלת לגיוס הון ולהעברת שליטה בחברות בורסאיות. עובדה זו היא המשך המגמה של הרחבת השימוש בהקצאות פרטיות כתחליף זול, פשוט ומהיר לגיוסי הון, לעומת הנפקות לציבור באמצעות תשקיף. בכל אחת מהשנים 1999-2001 היה היקף גיוסי ההון באמצעות הקצאות פרטיות גבוה מהיקף הגיוס באמצעות הנפקות. בשנת 2001 גויסו בדרך זו כ-4 מיליארד ש"ח, ובשנה הקודמת גויס אף סכום גבוה יותר – כ-7.5 מיליארד ש"ח.

שנת 2002 לא האירה פנים למשקיע הישראלי, והמסחר בבורסה המשיך לדשדש במחזורי מסחר קטנים, בתשואות נמוכות ובחוסר עניין כללי מצד הציבור במסחר בבורסה.

המיתון המחריף, האבטלה הגוברת, עליית שיעור האינפלציה, פיגועי הטרור המתגברים והקיפאון בתחום המדיני, גרמו לקיפאון דומה גם בשוק ההון. המשבר הכלכלי המתרחב בעולם וירידות שערים חדות בבורסת הנאסד"ק בניו יורק (שירד בכ-30% בממוצע), לא תרמו אף הם לשיפור מצב שוק ההון בישראל. נוסף לכך, חל פיתוח חד בשער השקל מול הדולר ועלה באופן חד שער הריבית במשק.

בשנת 2002 היו ההשקעות הזרות בבורסה של תל אביב מעטות ביותר, תהליך ההפרטה נעצר כליל, ומספר ההנפקות ירד למינימום, כאשר רק חברה חדשה אחת הנפיקה מניות בשנת 2002.

בשנת 2002 התרחבה המגמה שהחלה עוד בשנת 2001, כאשר ניירות ערך רבים נמחקו מהמסחר: מגמה זו מוסברת בשני גורמים:

ראשית, הקשיים הכלכליים הביאו חברות בורסאיות רבות עד לחדלות פירעון, חלקן נקלעו להליכי פירוק ומניותיהן חדלו להיסחר בבורסה. לעתים באופן זמני, ולעתים – לבלי שוב.

הגורם השני, הוא הצעות רכש רבות של בעלי שליטה, שרכשו את המניות מהציבור, במחיר אפסי, והפכו את החברות לתאגידים פרטיים. זאת ועוד, חברות מסוימות נמחקו בשל אי עמידה בכללי שימור הרישום שקבעה הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

בסיכומו של דבר, הצטמצם מספר החברות הבורסאיות בשנת 2002 לכ-625, לעומת כ-650 בשנת 2001, 665 בשנת 2000, ומספרים דומים בסוף שנות ה-90. מדד המניות סבל מירידות חריפות, ובשנת 2002 ירד מדד ת"א-100 בכ-24%. מחזור המסחר הממוצע היומי היה רק כ-240 מיליון ש"ח, ירידה של כ-15% לעומת המחזור בשנת 2001, וירידה של כמחצית בהשוואה לשנת 2000. בדומה לשנת 2001, מרבית המסחר (למעלה מ-75%) התרכז במניות ת"א-25.

בשנת 2003 חלה התאוששות ניכרת בשוק ההון הישראלי על אף המיתון הכבד. מדד המניות תל אביב-25 עלה בשנת 2003 בכ-45% ומדד תל אביב-100 בכ-50%. שיעור

האינפלציה ירד בשנת 2003 לכ-0% והדפלציה התבטאה במיתון קשה. שנת 2003 התאפיינה באבטלה נרחבת, בירידה חריפה בתיירות ובתוצר התעשייתי, וכן בשביתות רבות על רקע מאבקי ההסתדרות והממשלה. ירידת שער הריבית כמשק, אשר נבעה מירידת שערי האינפלציה, הפכה את ההשקעה בבורסה לכדאית ולאטרקטיבית יותר. השיפור בשוק ההון הורגש במיוחד ברבעון האחרון של שנת 2003, וגדל בצורה ניכרת זרם ההנפקות של חברות בבורסה בתל אביב.

1.4 ייחודיות ובלעדיות הבורסה לניירות ערך בשוק ההון הישראלי

חשוב לציין, כי חוק ניירות הערך אינו מעניק לבורסה לניירות ערך בתל אביב בלעדיות או ייחודיות, ואין הוא מעניק לה את הזכות היחידה להפעיל בורסה לניירות ערך בישראל. ואכן, במהלך שנות ה-90' היו מספר יוזמות פרטיות להקמת בורסה שנייה, בעיקר – בירושלים, אך אלו לא קרמו עור וגידים. נדמה, כי לאור היקפו המצומצם יחסית של שוק ניירות הערך בישראל, ספק רב אם יש הצדקה כיום לפתיחת בורסה שנייה. רק התאוששות כלכלית ופריחה מחודשת של שוק ההון בישראל, יצדיקו שקילה מחדש של הנושא.

אף שהבורסה היא תאגיד, חברה בע"מ, הרשומה כחברה במרשם רשם החברות, אין דינה כדין חברה "רגילה", לא פרטית ולא ציבורית. שמה במובן זה, מטעה. אין היא חברה רגילה, ובמידה רבה נכון יותר להגדירה כרשות ציבורית, או לחלופין – כתאגיד הממלא תפקידים ציבוריים על פי דין. בין יתר תפקידיה ממלאת הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, תפקיד ציבורי על פי "דין", הוא חוק ניירות ערך.⁵ משום כך, גם תקנון הבורסה אינו ככל תקנון של חברה "רגילה". הן התקנון והן ההנחיות שהותקנו על ידי דירקטוריון הבורסה, על פי התקנון ומכוחו, נחשבים ל"תקנה בעלת פועל תחיקתי".⁶ המשמעות היא, כי תקנון הבורסה וההנחיות שהותקנו מכוחו, הם בעלי תוקף נורמטיבי מחייב כללי ואין הם בגדר הנחיות פנימיות של הבורסה. יש להוראות אלו תחולה על כלל הציבור.

5 ראוי, עם זאת, לציין, כי הוכעה דעה בפסיקה, על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי השופט א' שטרנמן), כי הבורסה אינה גוף סטטוטורי, וכי היא לא הוקמה מכח חוק ניירות ערך, אלא שהחוק קבע דרכים למתן רישיון לניהול בורסה, הא ותו לא. ראו ע"ש (ת"א) 1177/93 פיק"אפ רהיטים בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת פיק"אפ רהיטים") (לא פורסם), דינים מחוזי כרך כו (5), 193. נדמה, כי זוהי דעת יחיד שאינה מאפיינת, ובצדק, את תפישת בתי המשפט, שוק ההון וכלל הציבור, את הבורסה לניירות ערך בתל אביב.
6 ראו בעניין זה ע"א 4275/94, 6230 הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואח' נ' א' ת' ניהול מאגר הספרות התורנית בע"מ ואח' (להלן: "פרשת מאגר הספרות התורנית"), פ"ד (5) 485, בעמ' 506-507.

1.5 תנאים מקדימים לקבלת רישיון לניהול בורסה בישראל
חוק ניירות ערך קבע כללים מקדימים לפתיחתה של בורסה בכלל, לרבות — של בורסה שנייה:⁷
דאשית — הקמה וניהול בורסה מותנים ברישיון מאת שר האוצר. השר מחויב בהתייעצות עם הרשות לניירות ערך בטרם מתן רישיון כאמור.
שנית — רישיון יינתן רק לבורסה שהיא חברה שאינה מגבילה את מספר חבריה. שלישית — רישיון יינתן רק לבורסה שקבעה במסמכי ההתאגדות שלה כי מטרת ההתאגדותה היחידה ניהול בורסה לניירות ערך.
רביעית — רישיון יינתן רק לבורסה שקבעה במסמכי ההתאגדות שלה כי היא לא תחלק רווחים, והכנסותיה ישמשו רק לשם פעילותה.⁸
חמישית — הבורסה תתקין תקנון אשר יאושר על ידי שר האוצר, לאחר התייעצות ברשות לניירות ערך, וכן יאושר על ידי ועדת הכספים של הכנסת.
שישית — לא תיפתח בורסה בעיר בה כבר פועלת בורסה.

2. המבנה הארגוני של הבורסה

2.1 דירקטוריון

הבורסה מנוהלת על ידי דירקטוריון המורכב מ-15 חברים:⁹
1. שבעה דירקטורים מתמנים על ידי חברי הבורסה, כאשר חמישה מתוכם הם נציגי בנקים ושני נציגים נוספים הם חברי בורסה שאינם בנקים.
2. חמישה דירקטורים חיצוניים מתמנים על ידי ועדת מינויים, בהסכמת יו"ר הרשות לניירות ערך.¹⁰
3. דירקטור אחד מתמנה על ידי שר האוצר.
4. דירקטור אחד מתמנה על ידי נגיד בנק ישראל.
5. יו"ר הדירקטוריון, כפי שייבחר על ידי הדירקטוריון, כפוף להסכמת יו"ר הרשות לניירות ערך, ובלבד שמתקיימים בו תנאי הכשירות ביחס לדירקטור חיצוני בבורסה, כפי שיפורט להלן, והוא אינו בגדר "בעל עניין" בתאגיד בורסאי.¹¹

7 ראו סעיף 45 לחוק.

8 יצוין, כי על פי סעיף 45(ב)(2) לחוק הרי שהתנאי האמור יחול כל עוד יש בישראל לא יותר משתי בורסות פעילות, וכאשר יהיו יותר משתי בורסות, התנאי יתבטל.

9 ראו סעיף 45א. לחוק.

10 הדירקטורים החיצוניים מתמנים בידי "ועדת מינויים", המורכבת מארבעה חברים: שופט שמינה נשיא בית המשפט העליון; יו"ר הרשות לניירות ערך; יו"ר דירקטוריון הבורסה; דיקן הפקולטה למינהל עסקים, בעיר בה פועלת הבורסה, קרי — אוניברסיטת תל אביב, או חבר הסגל האקדמי שמינה אותו דיקן. ראו סעיף 45א(ד) לחוק. יודגש, כי סעיף 45א(א)(2) מתנה את בחירת ועדת המינויים בהסכמתו של יו"ר הרשות לניירות ערך.

11 על פי סעיף 45א(ג) לחוק, תקופת כהונתו של יו"ר דירקטוריון הבורסה היא חמש שנים, עם אפשרות הארכה לחמש שנים נוספות.

נוסף לכל אלו, יש חבר שישה-עשר בדירקטוריון, והוא מנכ"ל הבורסה, הנבחר על ידי הדירקטוריון, ואולם הוא משולל קול הצבעה בדירקטוריון.¹² באופן דומה, רשאי נציג הרשות לניירות ערך להיות נוכח בישיבות דירקטוריון הבורסה, בישיבות ועדות הדירקטוריון בחזקת משקיף, המשולל זכות הצבעה.¹³

2.2 דירקטור חיצוני בדירקטוריון הבורסה

2.2.1 תנאי הכשירות ביחס לדירקטור חיצוני בבורסה¹⁴

דירקטור חיצוני בבורסה מתמנה לתקופה של שנתיים בלבד, עם אפשרות להארכת כהונתו לעוד שתי תקופות, כל אחת מהן לשנתיים ימים.¹⁵ אדם כשיר להתמנות כדירקטור חיצוני בבורסה אם הוא אינו אחד מאלה:

- אינו חבר בורסה;
- אינו עובד של חבר בורסה או של חברה שבשליטת חבר בורסה;
- אינו עובד אצל בעל שליטה בחבר בורסה;
- אינו בעל עניין בחבר בורסה;
- אינו נותן שירותים בשכר, באופן קבוע, לחבר בורסה, לתאגיד שבשליטת חבר בורסה או למי ששולט בחבר בורסה;
- אינו בעל עניין בתאגיד שניירות הערך שלו נסחרות בבורסה.¹⁶

2.2.2 סיום כהונת דירקטור חיצוני בבורסה

דירקטור חיצוני בדירקטוריון הבורסה יחדל מלכהן בתפקידו זה, בטרם הסתיימה כהונתו, באחד המקרים המנויים להלן:¹⁷

1. הוא התפטר.
2. הוא נעדר מארבע ישיבות רצופות של הדירקטוריון, או משש ישיבות במהלך שנה, זולת אם ועדת המינויים, הנזכרת לעיל ובסעיף 45א לחוק, השתכנעה, כי היתה "הצדקה סבירה" להעדרותו.
3. לדעת ועדת המינויים, "נבצר ממנו" מלמלא את תפקידו.
4. לדעת ועדת המינויים, התקיים בו אחד התנאים הפוסלים אותו מלכהן כדירקטור חיצוני, כאמור לעיל.

12 ראו סעיף 45א(א)(6) לחוק.

13 ראו סעיף 51(ד) לחוק.

14 ראו סעיף 45א(ו) לחוק.

15 ראו סעיף 45א(ב) לחוק.

16 "בעל עניין" לענין סעיף זה הוא — האדם עצמו, או ביחד עם בן משפחתו. ראו סעיף 45א(ד)

לחוק. לענין הגדרת "בן משפחה" ראו סעיף 1 לחוק.

17 ראו סעיף 45ב לחוק.

2.3 חברי הבורסה

2.3.1 תנאים לקבלה כחברים לבורסה

תקנון הבורסה מתנה את חברותו של חבר בורסה בהיותו חברה שהתאגדה ונרשמה בישראל.¹⁸

תקנון הבורסה מבחין בין תאגיד בנקאי לבין תאגיד שאינו בנקאי, ותנאי החברות לכל אחד מהסוגים שונים:

כך, למשל, לגבי תאגיד בנקאי נדרש, בין היתר, כי מספר הלקוחות המינימלי שלו יהיה, במהלך 12 החודשים שקדמו לבקשת החברות שלו, 200 לקוחות בעלי תיקי ניירות ערך בשווי מזערי של 50,000 ש"ח לפחות.¹⁹ כן נדרש, כי החבר יבטח עצמו בכיטוח פעילותו בניירות ערך.²⁰ עוד נדרש ממנו, כי מנהל היחידה המרכזית לניירות ערך בתאגיד הבנקאי יהיה בעל הכשרה וידע בשוק ההון.²¹

להבדיל, ביחס לחברה רשומה שאינה בגדר "תאגיד בנקאי", מוצבים מכשולים רבים יותר, בטרם תאושר חברותה בבורסה:

ראשית, נדרש, כי בעל השליטה בחברה ומנהליה הבכירים הם "בעלי שם טוב", מונח עלום ומעורפל, שטיבו אינו ברור.²² עוד נדרש, כי בעל השליטה ומנהלי החברה לא הורשעו בעבירה שיש עימה קלון, לא הוכרזו פושטי רגל ולא היו בעלי עניין בתאגיד שהתפרק בלא ששילם את חובותיו.

שנית, לחברה הון עצמי מזערי, כנדרש על פי הנחיות הבורסה, כאשר יש הבחנה לעניין זה בין מי שהינו חבר מסלקת הבורסה למי שאינו כזה.²³

18 ראו תקנה 2 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

19 ראו תקנה 3 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה), יחד עם סעיף 3 להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה.

20 ראו תקנה 3 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי על פי תקנה 4ב, הרי שאם התאגיד הבנקאי אינו חברה רשומה, עליו לדווח לבורסה מיהם הבעלים האמיתיים, במישרין או בעקיפין. כמו כן חייב המועמד לקבלת חברות לדווח על כל שינוי באחזקות במניותיו.

21 ראו תקנה 3 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

22 ראו תקנה 5 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). בעניין זה ראוי לאזכר את ע"ש (י"ם) 47/93 יואב יצחק נ' רשות ניירות ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו (3), 855. בפרשה זו עתר העיתונאי יואב יצחק כנגד צירופה של חברת דברת-שרם כחברה בבורסה, בדיוק בשל עילה זו. יצחק טען, כי חברת דברת-שרם נעדרת "שם טוב", וזאת בשל פרשיות שונות בהן נחקרה החברה על ידי הרשות לניירות ערך, אף שלא הועמדה לדין ולא הורשעה. בית המשפט המחוזי בתל אביב קיבל את טענותיו של יצחק, לפיהן דרך קבלת ההחלטה בדירקטוריון הבורסה היתה שלא כדין, ביטל את ההחלטה על צירופה והחזיר את הנושא לדין מחודש בבורסה. למרבית הצער, גם הדיון בבית המשפט וההחלטה שניתנה בעקבותיו לא סייעו לשפוך אור על המונח העלום – "שם טוב".

23 ראו תקנה 15 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי ההנחיות קובעות מנגנון מורכב של חישוב ההון העצמי הנדרש. מנגנון זה מבוסס על שווי תיקי ניירות ערך של לקוחותיו, על היקפי המסחר של אותו חבר, ועוד. ראו בסעיף 5 להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה. כמו כן יצוין כי בהתאם לסעיף 15 להנחיות, הרי שההון העצמי המזערי הנדרש מתאגיד שאינו תאגיד בנקאי, יהיה 6 מיליון ש"ח לפחות.

שלישית, הזכות להעברת השליטה בחברה הוגבלה בתקנון ההתאגדות שלה, באופן התואם את הוראות תקנון הבורסה.²⁴

רביעית, החברה קבעה בתקנונה כי רוב הדירקטורים שלה יהיו תושבי ישראל. חמישית, רוב הדירקטורים של החברה הם בעלי ידע בשוק ההון. שישית, נדרש כי מנכ"ל החברה ומנהל יחידת ניירות הערך שלה, הם בעלי הכשרה וידע בשוק ההון, ובמידה שיחול שינוי בהנהלת החברה, היא תדווח על כך לאלתר לבורסה.

שביעית, יש לחברה נכסים, משוחררים מכל עיקול או שעבוד, בשווי ההון העצמי המזערי שלה.²⁵

שמינית, החברה היא בעלת הון חוזר חיובי בסכום שייקבע בהנחיות הבורסה.²⁶ תשיעית, מספר הלקוחות המזערי של מי שמבקש להתקבל כחבר בורסה יהיה במהלך 12 החודשים שקדמו לבקשת החברות שלו, 200 לקוחות בעלי תיקי ניירות ערך בשווי מזערי של 50,000 ש"ח לפחות.²⁷

עשירית, יש לחברה מנגנון, אמצעים, מערכות מחשב ותקשורת וכן כוח אדם מקצועי, המאפשרים את פעילותה התקינה בבורסה ומילוי חובותיה כלפי לקוחותיה, וכן כלפי הבורסה וחברי הבורסה.²⁸

אחת-עשרה, החברה ביטחה עצמה בביטוח מתאים לכיסוי תחומי פעילותה. שתים-עשרה, החברה השלימה תקופה של שנתיים פעילות בתחום ייעוץ להשקעות בניירות ערך או ניהול תיקי ניירות ערך.²⁹

יצוין, כי תקנון הבורסה קובע תנאים מחמירים אף יותר על מי שמבקש להיות חבר בורסה ואינו תאגיד בנקאי ואף אינו חברה רשומה. לגבי מועמדים כאלה דורש תקנון הבורסה מילוי של כל התנאים הנדרשים מחברה רשומה שאינה תאגיד בנקאי,

24 ראו תקנה 5 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

25 ראו תקנה 5ח לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). הנחיות הבורסה מוסיפות בעניין זה, כי מי שמבקש להיות חבר בורסה, ואינו תאגיד בנקאי, יהיה בכל עת בעל נכסים נזילים בשווי של לפחות 50% מההון העצמי שלו. ראו סעיף 1ב6 להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה.

26 ראו תקנה 5ט לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). הנחיות הבורסה מוסיפות וקובעות כי מי שמבקש להיות חבר בורסה ואינו תאגיד בנקאי נדרש להיות בעל הון חוזר מינימלי בשווי 50% מההון העצמי המזערי שלו. ראו סעיף 6ב להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה.

27 ראו תקנה 5י לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה), ביחד עם סעיף 3 להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה. יצוין, כי תקנה 5י מאפשרת לדירקטוריון הבורסה לפטור מעמידה בתנאי זה בדבר מספר לקוחות מינימלי, מבקש שהינו בית השקעות בינלאומי, אשר מחזור המסחר היומי הממוצע שלו הינו 100 מיליון דולר לפחות, ב-6 בחודשים שקדמו לבקשת החברות. ראו בעניין זה גם סעיף 4א להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה.

28 ראו תקנה 5יא לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

29 ראן תקנה 5יג לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה) ביחד עם סעיף 6א להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה. יצוין, כי בהתאם לתקנה 5יג, רשאי דירקטוריון הבורסה לפטור מעמידה בתנאי זה חברה בבעלות מלאה של חבר בורסה, אשר חבר הבורסה מעביר אליה את עסקי ניירות הערך המתבצעים על-ידו, במסגרת ארגון עסקיו מחדש, וזאת במטרה שתתקבל כחבר בורסה במקומו. כן רשאי לפטור חברה-בת של בית השקעות בינלאומי.

כפי שפורט לעיל בהרחבה. כן דורש התקנון שורה של תנאים נוספים, ביניהם ראוי למנות את התנאי כי דירקטוריון החבר ימנה לפחות שלושה חברים, מתוכם דירקטור חיצוני אחד לפחות, מינוי ועדת ביקורת ובה יהיה חבר לפחות דירקטור חיצוני אחד ומינוי מבקר פנימי.³⁰

באשר לנוהל לקבלת חברים, קובע תקנון הבורסה, כי הדירקטוריון ידון בבקשה בתוך 120 יום ממועד הגשתה של בקשה מלאה הכוללת את כל הפרטים והמסמכים הנדרשים על פי התקנון.

חשוב להדגיש, עם זאת, כי לדירקטוריון הבורסה שמורים סמכות ושיקול דעת לדחות בקשה להצטרף כחבר לבורסה, או להתנותה בתנאים, גם אם המבקש מילא אחר כל התנאים לחברות, כמפורט בתקנון ובהנחיות הבורסה.³¹ עם זאת, שימוש בסמכות זו ייעשה "בנסיבות מיוחדות" בלבד, כהגדרת התקנון, ובלבד שהחלטה כאמור תתקבל בקולותיהם של רוב חברי הדירקטוריון המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון, ורק לאחר שניתנה למבקש הזדמנות נאותה להביא בפני הדירקטוריון את עמדתו בכתב.

מבקש שבקשת המועמדות שלו אושרה, הופך ל"מועמד", סטטוס המלווה אותו במהלך "תקופת ניסיון", שלא תעלה על שנתיים. עם זאת, רשאי דירקטוריון הבורסה לפטור מועמד מתקופת הניסיון, כולה או חלקה, אם "המומחיות, הבקיאיות והניסיון" של מנהלי המועמד, כהגדרת תקנון הבורסה, מצדיקים זאת.³²

תקנון הבורסה מתיר, כמובן, למועמד בתקופת הניסיון לפעול בבורסה, קרי – לסחור בניירות ערך, ואולם, נאסר עליו להציג עצמו כ"חבר" הבורסה. מעניין, עם זאת, כי על אף הוראה זו, החובות החלות על חברי הבורסה יחולו על ה"מועמד" כבר מן היום הראשון של תקופת הניסיון.³³ לאחר השלמת תקופת הניסיון יחליט דירקטוריון הבורסה אם המועמד עמד בהצלחה בתקופת הניסיון, שאז יידרש המועמד לשלם את אגרת הרישום ויתקבל כחבר. מנגד, רשאי דירקטוריון הבורסה לקבוע כי המועמד לא עמד בהצלחה בתקופת הניסיון ואזי תידחה בקשת החברות, או לחלופין – תוארך תקופת הניסיון, ובלבד שתקופת הניסיון המצטברת לא תעלה על שלוש שנים.³⁴

2.3.2 תחומי הפעילות המותרים לחבר בורסה

תקנון הבורסה מגביל את פעילות חברי הבורסה על מנת שתחום העיסוק העיקרי שלהם (למעט אלו שהינם בנקים מסחריים), יהיה עיסוק בניירות ערך עבור אחרים.³⁵

30 ראו תקנה 6 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

31 ראו תקנה 78 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

32 ראו תקנה 9 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

33 ראו תקנה 10 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

34 ראו תקנה 11 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

35 ראו תקנה 12 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

תחומי פעילות נלווים לייעוץ להשקעות בניירות ערך או ניהול תיקי ניירות ערך והנחשבים לחלק מעיסוק בניירות ערך, הם – תחום החתמות, ניהול קרנות נאמנות וניהול קופות גמל. כל עיסוק בתחומים שאינם מנויים לעיל מחייבים קבלת אישור דירקטוריון הבורסה.³⁶

זאת ועוד, חבר בורסה ובעל שליטה בו חייבים לנהל את עסקי ניירות הערך שלהם במסגרת פעילותו של חבר הבורסה, או במסגרת מה שמכונה "חברה בפיקוח", קרי – חברה שבשליטת חבר הבורסה או בשליטת בעל השליטה בחבר הבורסה.³⁷ נוסף לכך, חייב חבר הבורסה לנקוט אמצעים נאותים כדי לוודא כי הן מנהליו הבכירים, הן חברות הנשלטות בידו והן עובדיו, ינהלו עסקי ניירות ערך בעבור אחרים במסגרת פעילותו של חבר הבורסה בלבד.³⁸

למגבלות הנוקשות הללו יש, עם זאת, חריגים, אך הדבר מחייב את חבר הבורסה, המבקש לנהל חלק מעסקי ניירות הערך שלו אצל חברי-בורסה אחרים, לדווח על כך מיידית להנהלת הבורסה.

במקרה כזה, הוא יהיה רשאי להעביר את תיקי ניירות הערך לניהולו של חבר בורסה אחר, אלא אם כן תודיע לו הנהלת הבורסה על התנגדותה ותזמן אותו לדיון, בו יוכל להשמיע טיעוניו. עם זאת, להנהלת הבורסה הסמכות להחליט מה ייעשה בסופו של דבר, והחלטתה מחייבת כמובן את חבר הבורסה. ביכולתה לכפות על חבר הבורסה להימנע מלהעביר את תיקי ניירות הערך או את הפעילות בניירות הערך לחבר אחר.³⁹

ראוי להזכיר בהקשר זה סייג נוסף למגבלות החלות על חברי הבורסה בניהול עסקי ניירות הערך שלהם: חבר בורסה יהיה רשאי לנהל תיקי ניירות ערך עבור אחרים, אצל חברה המוחזקת על ידו, ובלבד שעמד בתנאים הקבועים בתקנון הבורסה, שעיקרם – מתן הודעות מתאימות לבורסה, העדר זהות בין שמו של חבר הבורסה לבין שמה של החברה האחרת; עסקי החברה האחרת אינם מנוהלים ממשרדי חבר הבורסה, וכי היקף ההשקעות במסגרת הזו לא יחרוג ממגבלות הקבועות בהנחיות הבורסה.⁴⁰ החברות בבורסה מגבילה גם את יכולת החברים להעניק אשראי וערבויות לאחרים: כך, למשל, אוסר תקנון הבורסה על חבריה (למעט תאגיד בנקאי) לערוך לטובת צד

36 ראו תקנה 12 ב לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

37 ראו תקנה 12 ביחד עם תקנה 113 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). "שליטה" לעניין זה היא אחזקה בשיעור העולה על 50%.

38 ראו תקנה 13ג לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). האמור בתקנה זו אינו חל על חברה בשליטת החבר או בשליטת בעל השליטה בו, המנהלת קרנות נאמנות או קופות גמל.

39 ראו תקנה 113ד לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי הסתייגות הבורסה כאמור צריכה להינתן בתוך 14 מיום שהודיע לה חבר הבורסה על כוונתו, כאמור.

40 ראו תקנה 113(2) לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי חברה "מוחזקת" כוללת לעניין זה, על פי תקנון הבורסה, גם חברה המוחזקת בעקיפין, לרבות באמצעות חברת נאמנות, בני משפחה, חברה-בת, וכדומה.

שלישי כלשהו, למעט עבור לקוחו, ורק כנגד בטחון תיק ניירות הערך של הלקוח, או כנגד ערבות בנקאית. נוסף לכך, מנוע חבר בורסה (למעט תאגיד בנקאי) מלהעניק אשראי, למעט ללקוחותיו, ורק כנגד ביטחון, תיק ניירות הערך של הלקוח. בכל מקרה, מגבילות הנחיות הבורסה את היקף האשראי והערבויות, אשר אינם יכולים להיות גבוהים מפי ארבעה מההון העצמי של חבר הבורסה.⁴¹

2.3.3 חובות חברי הבורסה כלפי הבורסה וכלפי חבריה

- (1) חברי בורסה נושאים באחריות לכך שהם, עובדיהם ומנהליהם הבכירים, ימלאו אחר הוראות תקנון הבורסה וההנחיות שהותקנו על פיו.⁴² כן הם אחראים לכך שעובדיהם ומנהליהם לא יעסקו, במישרין או בעקיפין, בעסקי ניירות ערך באופן העלול לפגוע בלקוחות חבר-בורסה או במעמדו הפיננסי של חבר הבורסה.⁴³
- (2) נוסף לכך, נדרשים חברי הבורסה (למעט בנקים) לנהל מערכת חשבונות מסודרת וכן נדרשים לקבוע מדיניות השקעות בחשבון העצמי ("נוסטרו") של חבר הבורסה.⁴⁴
- (3) דירקטוריון הבורסה רשאי לדרוש, במקרים מיוחדים, מחבר בורסה דו"חות כספיים של בעלי מניות, המחזיקים ב-25% לפחות מהון המניות של חבר הבורסה, וכל מידע אחר אודותם.⁴⁵
- (4) כלפי חבר בורסה, שאינו תאגיד בנקאי, יש לדירקטוריון הבורסה מספר סמכויות חריגות:⁴⁶
 - ראשית, הדירקטוריון רשאי לדרוש, כי בעלי השליטה או הדירקטוריון של חבר הבורסה, יתנו ערבות אישית או ערבות נאותה של צד שלישי להבטחת התחייבויות החבר, הקיימות והעתידיות.
 - שנית, רשאי הדירקטוריון לדרוש מחבר בורסה להגדיל את הונו מעבר לסכום ההון העצמי המזערי, ולקבוע את דרכי השקעתו של ההון המוגדל.
 - שלישית, רשאי הדירקטוריון לדרוש מחבר בורסה להימנע מחלוקת רווחים, כולם או מקצתם.⁴⁷

41 ראו תקנה 15 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). כן ראו סעיף 13א להנחיות לפי חלק ראשון לתקנון הבורסה.

42 ראו סעיף 16 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). עוד מחויב חבר הבורסה לדווח לבורסה על כל הפרת הוראה מתקנון הבורסה, על ידי עובדיו או מנהליו הבכירים.

43 ראו סעיף 17 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

44 ראו סעיפים 18 ו-17א בהתאמה לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

45 יצוין, כי הוראה זו חלה רק על חבר בורסה שאינו תאגיד בנקאי. ראו סעיף 20 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). החלטת דירקטוריון הבורסה בעניין זה מחייבת הסכמת רוב חברי הדירקטוריון, המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון.

46 ראו סעיף 21 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

47 יצוין, כי "חלוקת רווחים" מוגדרת – כתשלומים מכל סוג שהוא, לרבות שכר לבעלי השליטה, דמי ניהול למנהלים ולדירקטורים והחזר הלוואות לבעלים, למנהלים ולדירקטורים. דרישת דירקטוריון הבורסה כאמור תיעשה רק כאשר הדבר דרוש, לדעת הדירקטוריון, ליציבות הכספית

- (5) חבר בורסה אינו רשאי להחליט על פירוק מרצון שלו, ללא אישור דירקטוריון הבורסה.⁴⁸
- (6) חילוקי דעות או מחלוקות בין חברי בורסה לבין עצמם ייפתרו בבוררות מוסכמת, ואם לא יסכימו על זהות הבורר, הוא ימונה על ידי יו"ר דירקטוריון הבורסה.⁴⁹

2.3.4 כללי התנהגות של חברי הבורסה כלפי לקוחותיהם

הבורסה קבעה בתקנונה מספר הוראות המחייבות את חברי הבורסה ביחסיהם עם לקוחותיהם. ראוי להעיר, כי הוראות דומות מצויות כיום בחוק הסדרת הייעוץ, החלות על מנהלי תיקי ניירות ערך ועל יועצי השקעות.

כך, למשל, מחויב חבר בורסה לפעול בנאמנות לטובת לקוחו, תוך התחשבות בטובת הלקוח ובהסתמך על שיקולים מקצועיים בלבד. חברי הבורסה מחויבים לנהוג בזהירות וברמת מיומנות שחבר בורסה "סביר" היה נוהג בהן בנסיבות דומות. כן הם מחויבים לנקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת ענייני לקוחותיהם ולפעול לטובתם באמונה ובשקידה.⁵⁰ הוראה חשובה נוספת היא זו האוסרת על חבר בורסה להעדיף את ענייניו האישיים על פני טובת לקוחו, וכן – להימנע מהעדפת ענייניו של לקוח אחד על פני רעהו.⁵¹

כנגזר מהחובה האמורה לעיל, נאסר על חבר בורסה להימצא במצב של ניגוד עניינים או ניגוד אינטרסים בין לקוחו לבין, או בין לקוחו לבין תאגיד שהוא שולט בו או בעל עניין בו.⁵² במידה שקיים ניגוד עניינים, יימנע חבר הבורסה מלבצע כל פעולה שיש בה משום ניגוד עניינים, אלא אם כן הסכים הלקוח בכתב לכל פעולה בנפרד.⁵³

חברי הבורסה חייבים לנהל חשבון ניירות ערך נפרד לכל אחד מהלקוחות, ולא לערב בין כספם של לקוחותיהם, וכן לא בין כספם האישי לבין כספי לקוחותיהם. חברי בורסה שאינם בגדר "תאגיד בנקאי" אינם רשאים להשתמש בכספי לקוחותיהם

של חבר הבורסה, ובלבד שהחלטה להציב דרישות כאמור תתקבל על דעת רוב חברי הדירקטוריון המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון, ולאחר שניתנה לחבר הבורסה הזדמנות להשמיע עמדתו.

- 48 ראו סעיף 22 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).
- 49 ראו סעיף 24 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).
- 50 ראו סעיף 25 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). באופן דומה – סעיף 11 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הסדרת הייעוץ").
- 51 ראו סעיף 25 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). ראו באופן דומה סעיף 16 לחוק הסדרת הייעוץ.
- 52 יצוין, כי אם קיים ניגוד עניינים, או שיש חשש כי יוצר, חייב חבר הבורסה להודיע על כך ללקוח. ראו באופן דומה – סעיף 15 לחוק הסדרת הייעוץ.
- 53 ראו סעיף 25 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי אין בהוראת סעיף 25 הנ"ל אמירה מפורשת שהלקוח חתם ואישר את הפעולה, לאחר שחבר הבורסה מסר וגילה לו אודות ניגוד העניינים, אך נראה כי הדבר מחויב המציאות, ולא ייתכן שהלקוח יחתום על הסכמה, בלא שנמסר לו לפני כן דבר קיומו של ניגוד העניינים, אחרת לא יכול להיחשב הדבר כהסכמה.

לשם פעילותם, לרבות לא לשם ביצוע פעילות פיננסית, כגון מתן הלוואות וכד'. בה בעת, נאסר עליהם לשעבד את כספי הלקוחות שבידיהם לטובת צד שלישי.⁵⁴ אחד האיסורים המרכזיים החלים על חברי בורסה הוא שלא לפעול בחשבונות לקוחותיהם במתכונת של שיתוף ברווחים, וזאת, במטרה למנוע מצב בו פועל חבר הבורסה על מנת למקסם את רווחיו שלו על חשבון רווחי הלקוח. משום כך נאסר על חברי הבורסה לקבוע הסדר עמלות או שכר טירחה המבוססים על חלוקת רווחים בינם לבין לקוחותיהם.⁵⁵

יצוין, כי ביחס למנהלי תיקי ניירות ערך ויועצי השקעות, קובע חוק הסדרת העיסוק בייעוץ להשקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הסדרת היעוץ") הוראה דומה אך לא זהה: חוק זה אוסר קבלת "טובת הנאה", שהינה הגדרה רחבה יותר מזו של השתתפות ברווחים.⁵⁶ מנגד, לא נאסרה במפורש בלשון חוק הסדרת הייעוץ חלוקת רווחים בין הברוקר ללקוח, וחסר זה עלול ליצור קושי פרשני, או שמא — לשמש כפירצה, שניתן יהיה לפרשה, אולי, כמתירה חלוקה ברווחים.

בדומה לחוק הסדרת הייעוץ, גם תקנון הבורסה מחייב את חבריו לערוך הסכם בכתב עם לקוחותיהם, ולמסור להם העתק ממנו קודם לתחילת מתן השירות.⁵⁷ תקנון הבורסה קובע, כי הסכם ההתקשרות עם הלקוח יכול, בין היתר, את שיעורי העמלות, דמי הניהול והחזר הוצאות, שיחויב בהם הלקוח ודרך חישובם. כמו כן חובה שייקבע בהסכם כי הלקוח רשאי לבטל בכל עת את ההתקשרות עם חבר הבורסה.⁵⁸

הוראה חשובה נוספת היא זו הקובעת כי פעולה בחשבון ניירות ערך של לקוח תיעשה רק על-פי הוראת הלקוח, ובכפוף להסכם ההתקשרות עמו. כאשר לא ניתנה הוראת הלקוח, על אף שנתבקש, יפעל חבר הבורסה על פי הוראות תקנון הבורסה. במידה שאין קיימות הוראות מתאימות בתקנון או בהנחיות הבורסה, יפעל חבר הבורסה על-פי מיטב שיקול דעתו, לטובת הלקוח.

במסגרת חובת הדיווח ללקוח, נדרש חבר הבורסה לדווח ללקוח בכתב על כל פעולה אשר בוצעה בעבורו. אם נבצר ממנו מלבצע הוראות שמסר לו לקוחו, יודיע ללקוחו על המניעה לביצוע הפעולות.⁵⁹ חובת הדיווח מחייבת גם דיווח ללקוח בכתב על

54 ראו סעיף 26 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). סעיף זה קובע בס"ק ג'(2), כי חבר הבורסה רשאי להלוות ללקוחות אחרים יתרות מזומנים של לקוח, אשר מנהל את תיק ניירות הערך שלו עצמו, לשם רכישת ניירות ערך. אך זאת, רק אם נתן הלקוח אישור מפורש, בכתב ושלא במסגרת ההסכם לפתיחת החשבון, למתן הלוואה כאמור.

55 ראו סעיף 28 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

56 ראו סעיף 17 לחוק הסדרת הייעוץ.

57 ראו סעיף 29 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה), והשוו — סעיף 13 לחוק הסדרת הייעוץ.

58 ראו סעיף 29 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

59 ראו סעיפים 31-32 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה), והשוו — סעיף 26 לחוק הסדרת הייעוץ.

ניירות הערך המוחזקים בחשבוננו ועל היתרה בחשבוננו, במועדים שייקבעו בהנחיות הבורסה.⁶⁰ כמו כן נדרש חבר בורסה, שהעניק אשראי ללקוח, למסור ללקוח דיווח על יתרות החובה שלו במועדים המקובלים במערכת הבנקאית.⁶¹

מאחר שחלק מחברי הבורסה הוא חברות ברוקרים או כאלה העוסקות, בין יתר עיסוקיהן, גם בניהול תיקי ניירות ערך, קובע תקנון הבורסה הוראות המבקשות להחיל על מנהלי תיקים, הפועלים באמצעות חבר בורסה, אותן הוראות החלות על חברי הבורסה עצמם, כמפורט לעיל.

על כן, נדרש חבר בורסה להתנות את קבלת הוראות הביצוע בניירות ערך ממנהל תיקים, בכך שייחתם הסכם בכתב בינו לבין מנהל התיקים. כן נדרש שייחתם הסכם בכתב בין מנהל התיקים לבין כל אחד מלקוחותיו, וכי הסכמים אלו יתאמו להוראות סעיף 35 לתקנון.⁶²

3. תקנון הבורסה

3.1 כללי

אף שהבורסה הינה חברה בערבון מוגבל, ואף שככל חברה גם היא נרשמה אצל רשם החברות לאחר שהגישה תקנון התאגדות, הרי שתקנון הבורסה אינו ככל תקנוני החברות. אין זה מסמך המסדיר את היחסים הפנימיים בין חבריו, בבחינת חוזה ביניהם, ככל תקנון מצוי של חברה מתאגדת. תקנון הבורסה, להבדיל, נועד להסדיר ולהבטיח את פעילותה התקינה של הבורסה, כמנגנון למסחר בניירות ערך. בתור שכזה, תקנון הבורסה, כעולה גם מלשון החוק, נועד לקבוע – "כללים לניהול תקין והוגן של הבורסה".⁶³

3.2 מבנה התקנון

תקנון הבורסה הוא מעשה חקיקה פנימי של הבורסה, שהינו יצירה אקלקטית ומקוטעת, קשה להבנה ולהתמצאות,⁶⁴ אשר כולל בסך הכל ארבעה חלקים:

60 פרק ה' להנחיות הבורסה (מדריך לחברי הבורסה) קובע בסעיף 30, כי חבר בורסה ינפיק לקוחותיו דו"ח תשואות אחת לרבעון, ודו"ח זה יכלול פירוט של שיעור התשואה המצטבר מתחילת השנה, בעבור הלקוח. כמו כן קובע הסעיף, כי התצוגה ללקוח תאפשר לו להשוות בין תשואות התיק בשנים השונות.

61 ראו סעיף 33 ביחד עם סעיף 29 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

62 סעיף 35 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה) קובע, כי הפרטים שאמורים להיכלל בהסכם בין הלקוח לבין מנהל התיקים הם – חובתו של מנהל התיקים להודיע לחבר הבורסה על הפעולות שביצע עבור לקוחותיו, על מנת שחבר הבורסה יוכל לזכות או לחייב את חשבון הלקוח אצלו. עוד יכלול ההסכם את חובת מנהל התיקים לקבל מלקוחותיו ייפוי כח, בו מסמיך הלקוח את מנהל התיקים לפעול בשמו ומטעמו.

63 ראו סעיף 46(א) לחוק. בעניין זה ראו גם פרשת מאגר הספרות התורנית, לעיל הערה 6, בעמ' 506–507.

64 בעיקר תמוהה החלוקה המכבידה בין התקנון לבין ההנחיות, חלוקה המקשה על קבלת תמונת־מצב

דיני ניירות ערך

1. המדריך לחברות.
2. מדריך המסחר בבורסה.
3. המדריך לחברי הבורסה.
4. מדריך המעו"ף.

המדריך לחברות

המדריך לחברות מורכב משלושה חלקים:

חלק ראשון – כללים והנחיות החלים על התאגידים הבורסאיים או על תאגיד המבקש להציע ניירות ערך לציבור.
חלק שני – הוראות וכללים החלים על תאגידים בורסאיים, לרבות כללי הדיווח וחובות הדיווח החלים עליהם על פי דין ועל פי תקנון הבורסה וההנחיות שהותקנו על פיו.
חלק שלישי – חוקי העזר של מסלקת הבורסה.

מדריך המסחר

מדריך המסחר כולל את כל הנהלים, הכללים וההנחיות, החלים על המסחר בניירות ערך בבורסה, על פי שיטת "הרצף", הנהוגה כיום בבורסה בתל אביב.

המדריך לחברי הבורסה

מדריך זה מפרט את תנאי הכשירות לחברות, את נהלי הקבלה וחובות החברים. כן מסדיר את השיפוט המשמעתית לחברי הבורסה, לרבות – נהלי העמדה לדין משמעתית, ניהול הליך השיפוט המשמעתית והעונשים.

מדריך המעו"ף

מדריך זה מסדיר את פעילות שוק המעו"ף וכולל את כללי מסלקת הבורסה המסדירים את המסחר בשוק המעו"ף.

3.3 תוקפם של תקנון הבורסה ושל ההנחיות

תקנון הבורסה נחשב ל"תקנה בעלת פועל תחיקתי", ובית המשפט העליון כבר הכיר בה כ"מסמך בעל תוקף סטטוטורי לכל דבר וענין, והמהווה חקיקת משנה."⁶⁵ סעיף 49 לחוק קובע, כי התקנון יפורסם "בדרך שיורה שר האוצר". ניסוח מעורפל זה מעלה את השאלה אם אין חובה לפרסם את התקנון (וכל שינוי המבוצע בו) ברשומות, דוגמת כל "תקנה בת תוקף תחיקתי" אחרת.

נהירה וברורה בכל נושא ונושא. גם חלוקת הנושאים והעדר שיטתיות במיספור סעיפים ועמודים בתוך ארבעת מדריכי הבורסה הנזכרים להלן, גורמים למסמכים אלו להיות קשים להתמצאות ומאוד לא נוחים לשימוש.

65 פרשת מאגר הספרות התורנית, לעיל הערה 6, בעמ' 515.

שאלה זו עלתה בשתי פרשות: פרשת חברת פיק-אפ רהיטים (משנת 1993) ופרשת מאגר הספרות התורנית (משנת 1994):

בפרשת פיק-אפ רהיטים טענה חברה זו, כי הבורסה ממלאה תפקיד ציבורי, על פי דין, וכי כנגזר מכך – תקנון הבורסה הוא תקנה בעלת פועל תחיקתי. משמעות הדבר, כי התקנון מחויב בפרסום, כשם שמחויבת בפרסום כל תקנה בעלת פועל תחיקתי.⁶⁶ בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי השופט שטרזמן, קבע באורח חד-משמעי כי הבורסה כלל אינה ממלאה תפקיד ציבורי ואינה תאגיד סטוטורי, ועל כן אין תקנון הבורסה בגדר "תקנה בעלת פועל תחיקתי".⁶⁷ דברים אלו נותרו עד כה בחזקת דעת מיעוט, דעת יחיד. העמדה המקובלת בפסיקת בתי המשפט בישראל, ובצדק, היא, כי לא רק שהבורסה ממלאה תפקיד ציבורי על פי דין, אלא שגם תקנון הבורסה וההנחיות המותקנות על פיו, הם בגדר "תקנה בעלת פועל תחיקתי", על כל הנובע מכך לעניין חובת הפרסום.

בפרשת מאגר הספרות התורנית נטען כנגד הבורסה, כי תקנון הבורסה וההנחיות שהותקנו על פיו, כלל לא פורסמו ברשומות, וכנגזר מכך – משוללים הם כל תוקף תחיקתי.⁶⁸ בפרשה זו היתה מסקנת בית המשפט שונה בתכלית, לעניין מעמדה הסטוטורי של הבורסה ולעניין מעמד התקנון וההנחיות שנקבעו על פיו.

יצוין, כי בפרשה זו קבע בית המשפט העליון, כנזכר לעיל, כי תקנון הבורסה וההנחיות שעל פיו, הינם בגדר – תקנה בעלת פועל תחיקתי.⁶⁹ כמו כן הצביע בית המשפט העליון על כך שפרשנות סבירה של סעיף 49 לחוק היא, כי אם לא צוין בו כי פרסום התקנון פטור מפרסום ברשומות, הדעת נודעת שמסמך בעל תוקף תחיקתי מחייב כזה, אכן יפורסם ברשומות. עם זאת, לא מצא בית המשפט העליון פגם יסודי באי-פרסום התקנון ברשומות, והסתפק בכך שהוא יפורסם בדרך בה קבע שר האוצר, מתוך הנחה, ששר האוצר יודע מהי הדרך המתאימה לפרסום מסמך זה, על מנת שיגיע לידיעת קהל הייעד המתאים.⁷⁰

ההלכה הנובעת מפסק דין זה היא, על כן, דו-משמעית ומעורפלת למדי. מחד גיסא, ניצבת קביעת בית המשפט העליון ולפיה תקנת הבורסה היא אכן "תקנה בעלת פועל תחיקתי"; מאידך גיסא – ובניגוד למקרים אחרים של תקנות בעלות פועל תחיקתי – נמנע בית המשפט מלמצוא פגם באי-פרסום כדין.

הלכה זו לא רק שסותרת היא הלכות קודמות של בית המשפט העליון, אשר הדגישו את חשיבות הפרסום של תקנות בנות פועל-תחיקתי,⁷¹ וסותרת את הוראת

66 ראו פרשת פיק-אפ רהיטים, לעיל הערה 5.

67 ראו, שם.

68 ראו – פרשת מאגר הספרות התורנית, לעיל הערה 6.

69 שם, בעמ' 515.

70 שם, בעמ' 525–526.

71 ראו, למשל, רע"פ 1127/93 מדינת ישראל נ' קליין, פ"ד מח(3) 485, ע"א 421/61 מדינת ישראל נ' האז, פ"ד טו 2193, וכן ראו: ע"פ 213/56 היועץ המשפטי לממשלה נ' אלכסנדרוביץ, פ"ד יא 695.

פקודת הפרשנות,⁷² אלא גם אין היא מדריכה – לעתיד לבוא – את הבורסה: האם חייבת היא לפרסם את התקנון (וכל שינוי עתידי בו), אם לאו? ראוי היה להנחות את הבורסה באופן ברור יותר באשר לחובת הפרסום בעניין זה. לחלופין, ראוי שהבורסה, בהיותה גוף הממלא גם תפקידים ציבוריים חשובים, תפרסם ברשומות את התקנון, על כל חלקיו. כן מתבקש, כי הבורסה תפרסם ברשומות כל שינוי או תיקון לתקנון הבורסה, לרבות כזה המתייחס להנחיות הבורסה. הדבר מתחייב בשל התחולה הרחבה של הוראות תקנון הבורסה והנחיותיו, על מאות תאגידים בורסאיים, על כל חברי הבורסה ועל כלל ציבור המשקיעים בישראל. יצוין עוד, כי חובת הפרסום, החלה על תקנון הבורסה, חלה גם על ההנחיות שהותקנו מכוחו. זאת, מאחר שכאמור, הלכה היא, כי אין מדובר ב"הנחיות פנימיות", הפטורות בדרך כלל מפרסום, אלא מדובר על תקנות בעלות תוקף תחיקתי מחייב, בדומה לתקנון הבורסה. משום כך מחויבת הבורסה לפרסם את ההנחיות, וכל שינוי בהן "בדרך בה יורה שר האוצר", וסעיף 49 לחוק יחול על פרסום ההנחיות בהתאמה.

3.4 הנחיות זמניות

סעיף 46 לחוק מסמיך את הבורסה לניירות ערך להתקין, כפוף לאישור הרשות לניירות ערך, הנחיות זמניות. תכליתן של הנחיות זמניות היא לבחון שינויים בתקנון, שהבורסה מבקשת לבחון לתקופת ניסיון, בטרם תאמץ אותן באורח קבע. יודגש, כי ההנחיות טעונות אישור גם של ועדת הכספים של הכנסת, אם כי לשון החוק קובעת, למעשה, כי ההנחיות יאושרו, אלא אם כן ועדת הכנסת תודיע, בתוך 14 מיום שקיבלה הודעה על כך, על התנגדותה. במילים אחרות, המחוקק העביר אל כתפי ועדת הכספים של הכנסת את הנטל לפעול על מנת למנוע את התקנת ההנחיות הזמנית, ולא הלך בדרך הרגילה, שלפיה נדרש אישור פוזיטיבי של הוועדה, לשם כניסתן לתוקף של ההנחיות.

חשוב להדגיש, כי מלשון סעיף 46 לחוק עולה, כי לא תותר התקנת הנחיות זמניות אשר אינן מבוססות על הצורך לבחון באורח זמני שינויים בתקנון. משמע, אין לעשות שימוש בכלי החריג של הנחיות זמניות, אלא לשם התכלית האמורה, ואין להפוך אמצעי זה לאמצעי שגרתו ורגיל. מותר, על כן, להתקין הנחיות זמניות באופן חריג בלבד, לשם בחינה – לתקופת ביניים קצובה שלא תעלה על שנה⁷³ – של שינויים, שמבקשת הבורסה לבצע בשיטות המסחר, בדרכי פעולתה וכדומה. כאמור, הדרך המוצעת כאן היא לפרסם ברשומות גם את כל ההנחיות הזמניות שמתקינה הבורסה.

72 ראו סעיף 17 לפקודת הפרשנות הקובע, כי תקנה בת פועל תחיקתי חייבת להתפרסם ברשומות, וכי תחילת תוקפה ממועד פרסומה.

73 ראו סעיף 46 (ד) לחוק, הקובע, כי תוקפן של הנחיות זמניות לא יעלה על שנה אחת, אם כי באישור הרשות לניירות ערך ניתן להאריך את תוקף ההנחיות הזמניות לשנה נוספת.

4. סמכויות הבורסה

4.1 סמכות לסגירת הבורסה

שני גורמים רשאים להחליט על סגירת הבורסה למסחר: הראשון – הנהלת הבורסה.

השני – שר האוצר, שהינו השר הממונה מטעם הממשלה על הבורסה ועל הרשות לניירות ערך.

השיקול אשר יכריע אם לסגור את הבורסה למסחר הינו אחד ויחיד – "טובת המשקיעים"⁷⁴.

על הנהלת הבורסה מוטלות מספר סמכויות שהעיקרית בהן – להסדיר את המסחר מדי יום ביומו, וזאת, על פי עקרון רציפות פעולתה של הבורסה. על פי סעיף 50 לחוק, "לא תיסגר הבורסה אלא אם יש לדעת שר האוצר הכרח לעשות כן לטובת ציבור המשקיעים". אם החליטה הנהלתה על סגירת הבורסה, עליה להודיע על כך מיד לשר האוצר, והשר רשאי להורות שהבורסה לא תיסגר, או שתפתח מחדש. בכל מקרה, אין הנהלת הבורסה רשאית לסגור את הבורסה ליותר מיום עסקים אחד, אלא באישור מוקדם של שר האוצר.⁷⁵

מלשון החוק ברור, כי אף שהבורסה מוסמכת להורות על סגירתה, הרי שמדובר בסמכות מוגבלת בלבד. הסמכות הסופית והמלאה מצויה בידיו של שר האוצר. גם אם תחליט הבורסה על סגירת הבורסה, חייבת היא להודיע על כך מיידית לשר האוצר, וזה האחרון רשאי לאמץ את ההחלטה או לדחותה, ובעשותו כאמור תתבטל החלטתה של הנהלת הבורסה, והיא לא תיסגר. במידה שנסגרה – רשאי השר להורות להנהלת הבורסה לפתחה מחדש.⁷⁶

הנהלת הבורסה מוסמכת, עם זאת, להפסיק זמנית את המסחר בניירות ערך של חברה מסוימת, אם לדעתה נתרחשו אירועים מיוחדים בחברה המצדיקים צעד כזה. הפעלת סמכות זו אינה יכולה להיות שרירותית, אלא מותנית בשיקול של שמירה על טובת הציבור.⁷⁷ עם זאת, רשאית הנהלת הבורסה להפסיק את המסחר בניירות ערך של כל חברה, שאינה ממלאת את חובתה להגיש במועד את דו"חותיה לבורסה. בעניין זה סמכויות הבורסה רחבות ובית המשפט לא ימהר להתערב בשיקול דעתה של הנהלת הבורסה.

74 ראו סעיף 50(א) לחוק.

75 ראו סעיף 50(ב) לחוק.

76 ראו סעיף 50(ג) לחוק.

77 ראו הרחבה בנושא זה בסעיף 4.5 לפרק זה להלן.

4.2 סמכויות לגבי הצעה לציבור של ניירות ערך ורישום למסחר של ניירות ערך

מאחר שלבורסה הוקנה מעמד מיוחד בהסדרת המסחר בניירות ערך בישראל, הוקנו לבורסה ולהנהלתה סמכויות רחבות להגביל את זכותה של חברה להציע ניירות ערך לציבור. ליתר דיוק, רשאית הבורסה להתנות את ההצעה באותם תנאים הנראים לה לנכון. סמכויות אלו מתבקשות לא רק לשם הסדרת המסחר בניירות ערך, אלא הן מתבקשות לאור הצורך להסדיר רישומם לראשונה של ניירות ערך למסחר.

נוסף לכך וכנובע מכך, יש לבורסה סמכות למנוע הצעה לציבור ורישום ניירות ערך למסחר בבורסה, אם לדעתה, דרך הצגת הדברים בתשקיף, או במסמך אחר בו מוצעים ניירות ערך (לרבות — במסגרת הקצאה פרטית), אינה נאותה, אינה מדויקת ואינה נכונה, או עלולה להטעות משקיע סביר. בנושא זה — דרך הצגת הדברים על ידי המציע — נראה, כי סמכויות הבורסה והרשות לניירות ערך עצמאיות ונפרדות, במובן זה שכל אחת משתי הרשויות רשאית להתנות תנאים ולדרוש הצגה נכונה ומדויקת יותר, לדעתן, של ההצעה של ניירות הערך.

חוק ניירות ערך אכן הסמיך את הבורסה להפעיל סמכויות רחבות אלו שלה: סעיף 46 לחוק קובע רשימה מפורטת של נושאים, שלגביהם יכול תקנון הבורסה להתייחס, ואשר עניינם הצעה לציבור של ניירות ערך. בין נושאים אלה ניתן למנות:

1. קביעת כללים לעניין "איפיוני חברה", שניתן לרשום את ניירות הערך שלה למסחר, מבחינת — תקופת פעילותה, היקף פעילותה, תוצאותיה העסקיות, שווי נכסיה והתחייבויותיה, זיקתה לתאגידיים אחרים וסיווגה לקבוצות רישום.⁷⁸
2. קביעת כללים לעניין "איפיוני ניירות ערך" שניתן לרשום למסחר, מבחינת — סוגם, שווים המזערי הכולל בעת הרישום, החלק המזערי שיוחזק על ידי הציבור, סמוך לאחר הרישום, מידת הפיזור של ניירות הערך וכן — המספר המירבי של סוגי ניירות הערך או של סדרות ניירות הערך.⁷⁹
3. קביעת כללים לעניין היחס בין מחיר ניירות הערך בהנפקה לבין מחירי ניירות הערך של החברה הנסחרים כבר בבורסה, וכן — אופן ההנפקה ודרך ההקצאה של ניירות הערך.
4. קביעת כללים המחייבים חברה בתנאים שוויוניים, וכן בדרך או במחיר זהים לכל, כתנאי לאישור ההצעה לציבור. כמו כן — קביעת כללים המתירים חריגה מהשוויון האמור, ובלבד שחריגה כאמור נעשתה על מנת לעודד השקעה בניירות ערך מסוימים או אם מדובר בהצעה לעובדי החברה.

78 ראו סעיף 46(א)(2)(א) לחוק. יצוין, כי רשאית הבורסה, בנוסף, לקבוע כללים שונים, ביחס לענפים שונים וביחס ל"סוג הפעילות הכלכלית" של החברה. ראו סעיף 46(א)(2)(א) סיפא לחוק.

79 ראו סעיף 46(א)(2)(ב) לחוק. ראו בעניין זה, גם ע"ש (ת"א) 931/90 תומסון אויל (ישראל) בע"מ נ' הבורסה לניירות-ערך בתל אביב בע"מ ואח' (להלן: "פרשת תומסון אויל") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 81.

5. קביעת כללים לעניין הקצאה פרטית, קרי – הצעת ניירות ערך שלא לציבור.⁸⁰
6. קביעת כללים לעניין מניעת עסקה או פעולה בניירות ערך על ידי "מחזיק" או סוג של מחזיקים, במהלך תקופה שתיקבע על ידי הבורסה.⁸¹
7. קביעת כללים לעניין חיוב חברה, המציעה ניירות ערך לציבור, לדאוג לכך שכל ניירות הערך שלה אכן יהיו נפרעים, קרי – כאלו שכל המחזיקים בהם אכן ישלמו את תמורתם לחברה.
8. קביעת כללים לעניין חיוב חברה כי כל ניירות הערך שלה יירשמו למסחר.

חשוב לציין, כי נוסף לכל אלה, רשאית הבורסה למנוע רישום למסחר של ניירות ערך, אם, לדעתה, קיים "ניגוד עניינים מהותי" בין החברה לבין בעל השליטה בה, או בין החברה לבין חברה שבשליטת בעל השליטה.⁸² מתן סמכות חריגה זו לבורסה, להתנות תנאים או למנוע (אם לא יתמלאו התנאים) הצעה לציבור של ניירות ערך, מעיד על כך שהמחוקק ראה גם בבורסה לניירות ערך, בדומה לרשות ניירות ערך, כמי שאמונה על האינטרס הציבורי, ועל הגנתו.

נדבך חשוב נוסף לסמכויות הבורסה לעניין רישום למסחר של ניירות ערך, התווסף לחוק ניירות ערך בשנת 1990, בתיקון מס' 11 לחוק. באותה עת התווסף לחוק סעיף 46ב, בו הוקנתה לבורסה סמכות רחבה שלא לרשום למסחר ניירות ערך, אלא אם כן אותם ניירות ערך שווים בזכויות הצמודות אליהם; במקרה בו כבר רשומים למסחר ניירות ערך של אותה חברה – הוסמכה הבורסה למנוע את רישום ניירות הערך החדשים, אלא אם כן שווים הללו בזכויותיהם לניירות הערך הרשומים. התנאה חשובה יותר היא, כי לא יהיה לחברה רשומה יותר מסוג אחד של מניות.⁸³

80 ראו סעיף 46(א)(2)(ה) לחוק. בעניין קביעת תקנות לעניין הצעה פרטית של ניירות ערך "לבעל עניין" שהינו גם עובד של החברה, ראו – ה"פ (ת"א) 739/92 י.ו.א.ל. ירושלים אויל אקספלורישין בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות-ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת י.ו.א.ל.") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 80. בפרשה זו ביקשה חברת יואל להקצות ניירות ערך למנכ"ל החברה, שהיה גם עובד וגם בעל עניין בחברה, מכח תפקידו. הבורסה ביקשה להחיל על ההצעה את הכללים החדשים שנקבעו באותה עת על ידה, ושליפיהם הצעה של ניירות ערך למנכ"ל, הינה למעשה הצעה פרטית לבעל עניין, על כל המשתמע מכך לענין הליך ההצעה. בית המשפט קיבל את עמדת החברה ולפיה מאחר שהבקשה לביצוע ההצעה הוגשה לפני שהותקנו תקנות חדשות, יחולו התקנות הישנות, שלא הבחינו בין מנכ"ל לבין כל עובד אחר של החברה.

81 ראו סעיף 46(א)(2)(ו) לחוק. יצוין, כי הוראה זו היא המסמיכה את הבורסה לקבוע את כללי החסימה של ניירות ערך שונים, חסימה, שמטרתה לאלץ את בעלי העניין, בעלי השליטה או ניצעים אחרים, שקיבלו ניירות ערך בהצעה פרטית, שלא למכור את ניירות הערך שהוקצו להם, במהלך תקופה מסוימת. בדרך זו תיווצר "מחויבות" מסוימת של אותם ניצעים לאותה חברה והם יקשרו – למשך תקופת זמן מסוימת – את גורל אחזקותיהם בגורל החברה.

82 ראו סעיף 46(ב) לחוק. יצוין, כי החלטה של הבורסה בעניין זה מחייבת מתן זכות לחברה להשמיע טיעוניה. כן היא מותנית בכך, שהיא תתקבל ברוב של שני-שלישים מבין חברי דירקטוריון הבורסה שנטלו חלק בישיבה בעניין זה. דרישות אלו מעידות על כך שמדובר על סמכות מרחיקת לכת של הבורסה בהגבלת זכות התאגיד להציע ניירות ערך לציבור.

83 השוו בעניין זה עם נסיבות המקרה של בג"צ 522/81 אברמזון נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואח' (להלן: "פרשת אברמזון"), פ"ד לח(2) 1, הנזכרת להלן בהמשך פרק זה, ואשר אירע

ואולם, למניעת אי השוויון, שהיה חיזיון נפוץ בבורסה בשנות ה-70 וה-80, יש בכל זאת מגבלות וסייגים:

ראשית, ניתן להנפיק מניות בכורה, קרי – מניות בעלות זכויות עדיפות על המניות הרגילות של החברה בקבלת דיבידנדים (אך ללא זכות הצבעה), ובלבד שחלפה שנה ויותר ממועד ההנפקה לציבור.

שנית, במידה שיש כבר לחברה סוגי מניות שונים, אין מניעה שיישאר המצב על כנו, ובלבד שבכל הצעה עתידית של ניירות ערך לציבור, יוצעו ניירות ערך בעלי זכויות הצבעה העדיפות ביותר.⁸⁴ במילים אחרות, הוראות החוק אינן מונעות הנצחת המצב הקיים, בו קיימים סוגים שונים של ניירות ערך לאותה חברה, אלא הוא מקנה לבורסה סמכות לדאוג לכך שניירות ערך חדשים שיוצעו לציבור בעתיד, יהיו בעלי התנאים הטובים ביותר, ביחס לניירות הערך הקיימים של אותה חברה.⁸⁵

שאלה היא, עד כמה מוסמכת הבורסה לניירות ערך להתנות תנאים ולהכתיב לחברה המנפיקה את הרכב היחידות או את חבילות ניירות הערך המוצעים על ידה. לכאורה, סמכות הבורסה אינה מוגבלת, אך יש לזכור, כי סמכותה משתרעת על הבטחת "ניהול הוגן ותקין" של המסחר, כאמור בסעיף 46 לחוק. שאלה פרשנית היא, שטרם נדונה לעומקה בפסיקה הישראלית, מהם גבולות סמכותה של הבורסה להתערב בשיקולי המנפיק. שיקולי מדיניות מחייבים להגדיל את סמכות הבורסה בעניין זה רק להגנה (אמיתית) על ציבור המשקיעים ולהחיל עליה את אמות המידה החלות על גופים ציבוריים, כגון – חובת הפעולה באורח סביר ומידתי.

פרשת חברת תומסון אויל ממחישה את גבול סמכויותיה של הבורסה לעניין קביעת תנאי הצעה לציבור.⁸⁶

חברה זו ביקשה להציע לציבור חבילה של ניירות ערך המורכבת מיחידות השתתפות בשותפות לחיפוש נפט, וביחד איתן – כתבי אופציה ליחידות ההשתתפות. המחלוקת בין החברה לבין הבורסה התגלעה בשאלת הרכב היחידות המוצעות, או ליתר דיוק – ביחס בין כמות האופציות לבין מספר יחידות ההשתתפות המוצעות: בעוד שהמנפיקה ביקשה להציע כמות כפולה של אופציות ביחס ליחידות השתתפות (יחס של 2:1), דרשה הבורסה שכמות האופציות תהיה רק מחצית מכמות היחידות.⁸⁷

לפני תיקון חוק ניירות ערך בנושא זה. יצוין, כי התנאי של סוג מניות אחד אינו חל על מניית מדינה מיוחדת, דוגמת "מניית זהב" שיש למדינה בחברות ממשלתיות מסוימות. ראו סעיף 46ב לחוק.

84 ראו סעיף 46ב(א) לחוק.

85 יצוין, כי ברבות השנים, ובין היתר – בשל לחץ שמקורו בשוק ההון, דאגה הבורסה לכך שיאוחדו סוגי מניות שונים, באופן שכיום לרוב התאגידים הבורסאיים יש מניה מסוג אחד בלבד, וזאת, בניגוד גמור לעבר, בו היתה נפוצה הנפקה לציבור של שני סוגים של מניות לאותה חברה, ולעתים אף יותר.

86 פרשת תומסון אויל, לעיל הערה 79.

87 תומסון אויל נימקה בקשתה בכך שיחס כפול של אופציות ליחידות השתתפות יהיה אטרקטיבי

בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי הנשיא דאז א' וינוגרד, קיבל את עמדת החברה, לפיה סמכות הבורסה משתרעת על הסדרת המסחר בניירות ערך הרשומים, בעוד שהאופציות ליחידות ההשתתפות לא נועדו להירשם למסחר, ולכן, לכאורה, סמכות הבורסה אינה חלה עליהן.

עם זאת, קבע בית המשפט, כי לדירקטוריון הבורסה יש סמכות ושיקול דעת לגבי כל בקשה לרישום ניירות ערך, וכי רשאי הוא להתנות את אישורו בתנאים. עם זאת, סמכות הבורסה מסויגת ל-"הבטחת זכויות הרוכשים", קרי – להגנת אינטרס הציבור. על כן, אף שנקבע כי אין דירקטוריון הבורסה רשאי להכתיב את התנאים, הוא רשאי שלא לאשר בקשה לרישום ניירות ערך למסחר.⁸⁸

בית המשפט אימץ, על כן, את גישת חברת תומסון אויל, כי סמכות הבורסה, על פי הנחיות הבורסה, היא להסדיר "סידורים טכניים", כלשון ההנחיות, שיאפשרו את המסחר ביחידות ההשתתפות שאינן רשומות למסחר. משמע, מדובר בסמכות טכנית ולא בסמכות להתנות תנאים. לאור זאת, קבע בית המשפט, כי החלטת הבורסה להתנות תנאים להצעת ניירות הערך אינה תקפה והדיון הוחזר לדירקטוריון הבורסה, על מנת שתוכל לדון מחדש בבקשת החברה.

4.3 סמכויות לגבי תנאי מינימום לתאגיד המציע ניירות ערך לציבור

תיקון מס' 11 לחוק ניירות ערך, שנתקבל בכנסת בשנת 1990, קבע רשימה ארוכה ומפורטת של נושאים שהבורסה רשאית להסדיר ולכלול בתקנונה, ואשר נוגעים לאיתנותה של חברה, המציעה ניירות ערך לציבור. כללים אלו איפשרו לבורסה לקבוע תנאי סף, שרק חברה אשר תעמוד בהם, תהיה רשאית להציע את ניירות הערך שלה לציבור המשקיעים. כללים אלו נועדו להגביר את אמון הציבור בבורסה ובשוק ההון ולהבטיח "ניהול תקין של הבורסה", כאמור בסעיף 46(א) לחוק.

ואכן, בעקבות תיקון זה החליט דירקטוריון הבורסה בשנת 1993 לקבוע תנאי סף להצעת ניירות ערך, למה שכונה אז "הרשימה המקבילה", שהיתה רשימת חברות מדרג שני בבורסה, בעיקר חברות צעירות וקטנות, יחסית. בהתאם לתנאים אלה, נדרש הון עצמי מיזערי של 3 מיליון דולר, במקום 2 מיליון דולר, קודם לתיקון; נדרש שהחברה המציעה תהיה בעלת ערך מוסף מיזערי של מיליון דולר (במקום 0.5 מיליון דולר קודם לכן), אך נקבע גם כי חברה בעלת הון עצמי של 6 מיליון דולר לפחות תהיה פטורה מהתנאי לעניין ערך מוסף; ובנוסף – נדרש ששווי אחזקות הציבור

יותר למשקיעים. כן טענה, כי הבורסה התירה בקשה דומה לשותפות נפט אחרת, חנ"ל. הבורסה טענה מנגד, כי במקרה הנ"ל הוצעו אופציות במובן של option, קרי – כאלו שהקנו זכות לרכישת הזכות המקורית, בעוד שתומסון הציעה לציבור אופציות במובן של warrant. ההבדל, לגישת הבורסה, הוא כי במקרה הראשון, מימוש אופציות אינו מדלל את בעלי נכס הבסיס, שכן הוא עובר מיד ליד, בעוד שבמקרה השני מדוללים בעלי נכס הבסיס.

88 ראו שם, בעמ' 7. ייאמר, כי קביעות אלו נראות לכאורה סותרות: אם מוסמכת הבורסה למנוע רישום, לא ברור כיצד היא מנועה מלהתנות תנאים. והרי ברור כי עד אשר לא יתמלאו התנאים הנראים לה נדרשים, לא תאשר הבורסה את הבקשה לרישום ניירות ערך למסחר.

במניות החברה לא יפחתו מ-2.5 מיליון דולר וכי הפיזור המיזערי יהיה לפחות 275 מחזיקים מהציבור, שבידי כל אחד מהם אחזקות בשווי מינימלי של 3,000 דולר. תיקונים אלו, עליהם החליט דירקטוריון הבורסה, עוררו תרעומת מצד חברות ציבוריות רבות, ולא פחות מכך – מצד חברות רבות שביקשו להפוך לחברות ציבוריות, אשר כללים אלו, שהחמירו את תנאי הסף הקודמים, הרחיקו אותן מהמטרה הנכספת. לאור זאת עתר איגוד החברות הציבוריות לבית המשפט המחוזי כנגד החלטת הבורסה.

בפרשה זו, שתכונה להלן – פרשת איגוד החברות הציבוריות,⁸⁹ דחה בית המשפט העליון את טענת איגוד החברות הציבוריות, לפיה לא היה דירקטוריון הבורסה מוסמך להתקין תקנות לעניין הגבלות על הצעה לציבור ולקבוע תנאי סף לחברה המבקשת להציע ניירות ערך לציבור.⁹⁰

בכך הפך בית המשפט העליון את החלטת בית המשפט המחוזי בתל אביב, אשר סבר, כי אכן דירקטוריון הבורסה פעל שלא בסמכות.⁹¹ בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי הנשיא וינוגרד) סבר, כי על פי החוק, הגוף המוסמך לקבוע את הכללים הינו האסיפה הכללית של הבורסה, ולא הדירקטוריון, וכי אצילת הסמכויות מהאסיפה הכללית לדירקטוריון נעשתה שלא כדין ושלא בסמכות. לנוכח מסקנה זו, נפסלו ההנחיות שהתקין דירקטוריון הבורסה כתיקון לתקנון הבורסה.

בית המשפט העליון סבר אחרת והפך את ההחלטה. נקבע, כי לדירקטוריון הבורסה היתה סמכות מלאה לתקן את הוראותיו של תקנון הבורסה ולקבוע הנחיות, מכח התקנון, לעניין תנאי סף להצעה של ניירות ערך לציבור לרישום ב"רשימה המקבילה". נוסף לכך, קבע בית המשפט העליון, כי לאסיפה הכללית של הבורסה היתה סמכות מלאה להאציל מסמכויותיו לדירקטוריון.⁹² בקביעה זו אימץ בית המשפט את הכרעתו בפרשה קודמת, בנושא דומה, שהובאה בפניו בעתירת חברת ניהול מאגר הספרות התורנית, להלן – "פרשת מאגר הספרות התורנית".⁹³

עוד נקבע בשתי הפרשות האמורות, כי חלוקת העבודה, כפי שנקבעה על ידי האסיפה הכללית של הבורסה בתקנון, בין התקנון מזה לבין ההנחיות שהותקנו על פי התקנון מזה, הינה כדין.⁹⁴

89 ראו ע"א 4276/94 הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואח' נ' איגוד חברות ציבוריות הרשומות בבורסה ואח' (להלן: "פרשת איגוד החברות הציבוריות-עליון"), פ"ד נ(5) 728. ראוי להעיר כי כללי הבורסה האמורים לעיל, כבר שוננו בחלקם. כך, למשל, החליטה הבורסה, באישור הרשות לניירות ערך, ב-31.12.03, להקל בדרישות לרישום חברה וקבעה, כי מספר המחזיקים המינימלי יהיה 100 ולא 275, אך מנגד הועלה שווי האחזקה המינימלי ל-16 אלף ש"ח.

90 ראו שם, בעמ' 733-734.

91 ראו ע"ש (ת"א) 354/94 איגוד חברות ציבוריות הרשומות בבורסה נ' הבורסה לניירות ערך (להלן: "פרשת איגוד החברות הציבוריות-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך א, 377.

92 ראו פרשת איגוד החברות הציבוריות-עליון, לעיל הערה 89, בעמ' 735.

93 פרשת מאגר הספרות התורנית, לעיל הערה 6.

94 פרשת איגוד החברות הציבוריות-עליון, לעיל הערה 89, בעמ' 735. ראו באופן דומה – פרשת

יצוין, עם זאת, כי בפרשת איגוד החברות הציבוריות היתה בכל זאת תמימות דעים בין בית המשפט המחוזי לבית המשפט העליון, הן בשאלת קיומם של שיקולים זרים בהחלטת דירקטוריון הבורסה והן בשאלת חוסר הסבירות בהחלטתו: שתי הערכאות כאחת דחו את הטענות, כאילו ההחלטות היו בלתי סבירות או נגועות בשיקולים זרים.

4.4 סמכות הבורסה לדאוג "לניהול תקין והוגן" של הבורסה

המחוקק העניק לבורסה סמכות רחבה ושיקול דעת רחב אף הוא, בכל הנוגע להפעלת הסמכות לדאוג לניהול תקין והוגן של המסחר בבורסה. ביטוי בולט לכך הוא היקף הסמכויות שהוענקו לבורסה בקביעת כללים, במסגרת תקנון הבורסה, לעניין הסדרת וניהול המסחר בניירות ערך.

כך, למשל, הוסמכה הבורסה לקבוע את הנושאים המפורטים להלן, הנוגעים לניהול המסחר:⁹⁵

1. קביעת כללים לעניין מועדי המסחר;
2. קביעת כללים לעניין קיום המסחר בקבוצות מסחר שונות, ובשיטות מסחר שונות;
3. קביעת כללים לעניין תנאים ונוהל להפסקת מסחר זמנית, או להגבלת המסחר בניירות-ערך כלשהם, או בקבוצת ניירות ערך מסוימת;
4. קביעת כללים לעניין פרסום תוצאות המסחר;
5. קביעת כללים לעניין תנאים ונוהל לביצוע עסקאות מחוץ לבורסה בניירות ערך הרשומים למסחר, על ידי חבר בורסה;
6. קביעת כללים לעניין ייחוד המסחר בבורסה לחברי בורסה בלבד, או למי שיאושר על ידי הבורסה, וקביעת תנאים למתן היתר כזה;
7. קביעת כללים לעניין הפיקוח והבקרה של הבורסה על קיום הוראות התקנון וההנחיות, לעניין פיקוח על המסחר.

על אף סמכויות רחבות אלו, ברור, כי סמכות הבורסה להתקין תקנון ולקבוע הנחיות, לשם "ניהול תקין והוגן" של המסחר בבורסה, אינה סמכות בלתי מוגבלת. אף שניסוח סעיף 46 לחוק הוא כולל ורחב, ברור, כי הבורסה כפופה, בהפעלת סמכותה, לביקורת שיפוטית המוחלת על כל רשות ציבורית אחרת, הממלאת תפקיד ציבורי על פי דין. כמו כן חלה על הבורסה כל מערכת הדינים החלה על רשות ציבורית הממלאת תפקיד על פי דין, לרבות כללי המינהל הציבורי. מובן שהביקורת השיפוטית באה נוסף

מאגר הספרות התורנית, לעיל הערה 6, בעמ' 540. והשוו עם עמדת בית המשפט המחוזי בפרשת איגוד החברות הציבוריות-מחוזי, לעיל הערה 91. בית המשפט המחוזי סבר שם, כי אם קבע החוק כי נושאים מסוימים (כגון – איפיוני חברה שתורשה להציע ניירות ערך לציבור) ייקבעו בתקנון דווקא, יש לכך חשיבות, והכוונה היא כי הכללים אכן ייקבעו בתקנון ולא במסמך אחר, דוגמת ההנחיות. ההנמקה לכך – התקנון (להבדיל מההנחיות) טעון אישור שר האוצר, אשר מחויב להתייעץ עם הרשות לניירות ערך ולקבל את אישור ועדת הכספים של הכנסת.

95 ראו סעיף 46 (א)(3) לחוק.

לביקורת שמפעילה רשות ניירות ערך על פעילות הבורסה, בהתאם להוראות סעיף 51 לחוק.

חוק ניירות ערך לא מיצה, כמובן, את מכלול הנושאים בהם הוסמכה הבורסה להוציא הנחיות והוראות מחייבות לתאגידים הבורסאיים. יתר על כן, אף אם קבע החוק רשימת נושאים, הרי שהוא, כמובן, לא מיצה את רשימת ההוראות שרשאית הבורסה להוציא תחת ידה.

כך, לדוגמא, העובדה, שהחוק קבע כי הבורסה רשאית להסדיר בתקנון הוראות לעניין "איפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר", כאמור בסעיף 46(א)(2)(א) לחוק, אינה כובלת את ידי הבורסה להחליט על אותם "מאפיינים". הוא הדין ב"איפיוני ניירות ערך שניתן לרשום למסחר", כאמור בסעיף 46(א)(2)(ב) לחוק. ראוי לתהות, עם זאת, מהי סמכות הבורסה לקבוע, ביום בהיר אחד, תנאי חדש לעניין "איפיוני" חברה, או נייר ערך. האם, למשל, העלאת רף המינימום לחברה המבקשת להציע ניירות ערך לציבור תהיה בתחום סמכותה?

פסיקת בתי המשפט, המועטה עד כה בנושא זה, מלמדת, כי בתי המשפט לא ערערו על סמכות הבורסה לקבוע כללים חדשים ומחמירים יותר לרישום ניירות ערך למסחר.⁹⁶ עם זאת, הדגיש בית המשפט בפרשת נמרודי לנד דבלופמנט, כי סמכות הבורסה מוגבלת למינימום ההכרחי לשם שמירה על המסחר ההוגן והתקיין.⁹⁷ ספק, עם זאת, אם כל החלטה בעניין זה תכובד על ידי בתי המשפט, וכלל אין זה ברור שגישת בתי המשפט בישראל בעניין זה תהיה, כי בענייני קביעת תנאים לרישום ניירות ערך או תנאים לעניין ניהול המסחר בניירות ערך, הבורסה היא אדון בלתי-מעורער בממלכתו.

נדמה, כי כל עוד לא תחרוג החלטתו של דירקטוריון הבורסה ממתחם הסבירות, יימנע בית המשפט מלהתערב בהחלטות הבורסה, כדרך בה נוהג בית המשפט בכל רשות ציבורית.⁹⁸ ואולם, כאמור, לכלל של כיבוד סמכויות הבורסה יש גם מגבלות, וכבר הובעה בפסיקה עמדת בית המשפט כי הבורסה אינה מוסמכת אלא לסמכויות שהוקנו לה בתקנון, "או למה שמשתמע ממנו מכללא באופן ברור וללא ספיקות ממשיות".⁹⁹

חשוב לציין, כי ככל סמכות מינהלית, יש לפרשה באורח סביר, אך גם באופן מינימלי קרי — לרשות הציבורית (הבורסה) מותר לפעול רק במידה המינימלית ההכרחית לשם הפעלת סמכותה, ואל לה לחרוג ממינימום הכרחי זה.¹⁰⁰ ברור, כי

96 ראו, למשל, פרשת איגוד החברות הציבוריות-עליון, לעיל הערה 89.
 97 ראו ע"ש (ת"א) 272/89 נמרודי לנד דבלופמנט בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת נמרודי לנד דבלופמנט"), פ"מ תש"ן (2) 89, בעמ' 95.
 98 ראו למשל — ע"א 1326/91, 1760 הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ נ' מרקוס דוד כץ, מלונות הירדן ואח' (להלן: "פרשת מלונות הירדן"), פ"ד מו(2) 441.
 99 ראו בג"צ 555/77 בבצ'וק נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת בבצ'וק"), פ"ד לב(2) 377, בעמ' 389. כן ראו פרשת נמרודי לנד דבלופמנט, לעיל הערה 97, בעמ' 94.
 100 ראו שם, בעמ' 95.

אם וכאשר תנקוט הבורסה פעולות, או תקבל החלטות, שייראו כחריגה מסמכותה או כחריגה ממתחם הסבירות של פעולתה, לא ייתן בית המשפט יד לדבר, כפי שאכן קרה בפרשת נמרודי לנד דבלופמנט. בפרשה זו ניסתה הבורסה להציב מגבלות מחמירות על זכותה של חברה להציע ניירות ערך לציבור. ואמנם, כאשר התחוויר לבית המשפט, כי נסיון הבורסה ל"הסדיר את המסחר" חורג ממתחם הסבירות ופוגע בזכויותיה הלגיטימיות של חברה, תוך ניסיון להכתיב לחברה תנאים נוקשים לשם הצעה לציבור, הוא ביטל את החלטת הבורסה.

ניתן להמחיש גישה זו של בתי המשפט בשני מקרים: פרשת חבת כים-ניר ופרשת חברת נמרודי לנד דיבלופמנט.

בפרשת כים-ניר הציעה חברה זו את מניותיה לציבור בתשקיף, בו נכללה גם התחייבות של החברה לרכוש מהציבור, בהצעת רכש, 60% מהמניות שהוצעו בהנפקה, במחיר המינימלי בהנפקה, וזאת לאחר כשלושה חודשים ממועד ההנפקה. הבורסה סירבה לאשר את התשקיף, בנימוק, כי אם החברה אכן תבצע את הצעת הרכש אזי יקטן שיעור אחזקות הציבור מתחת ל-25% ממניות החברה, שהוא המינימום הקבוע בתקנון הבורסה. החברה ערערה על החלטת הבורסה ובית המשפט המחוזי אימץ דווקא את גישת החברה ודחה את גישת הנהלת הבורסה.¹⁰¹

יצוין, כי החברה הציעה את הצעת הרכש דווקא על מנת לשדר לציבור המשקיעים אמון במניותיה ולהקנות להם מעין "רשת ביטחון", כך שאם שער מניות החברה יצנח לאחר ההנפקה, כפי שאכן קורה לא אחת, תרכוש החברה מהמשקיעים את מניותיהם. בית המשפט דחה את הגישה הפטרנאליסטית של הבורסה וקבע, כי אין ביכולתה או בסמכותה למנוע הצעת רכש, כל עוד יהיה הפרש זמנים סביר בין מועד ההנפקה לבין מועד הצעת הרכש.

הבורסה לניירות ערך ערערה על החלטת בית המשפט המחוזי לבית המשפט העליון, וקיבלה עיכוב ביצוע להחלטת בית המשפט המחוזי. עיכוב ביצוע זה גרם, למעשה, לכך שהחברה נמנעה מלממש את ההתחייבות האמורה להתחייבות חוזרת כלפי ציבור המשקיעים. בסופו של יום, ולנוכח העיכוב בבירור הערעור שהגישה הבורסה לבית המשפט העליון ועיכוב הביצוע, החליטה החברה לוותר על ההתחייבות לרכישה חוזרת, ולבצע את ההנפקה בלעדית.¹⁰²

ואולם, פרשת כים-ניר לא הסתיימה בהליך הערעור של החברה כנגד החלטת הבורסה לניירות ערך, והערעורים הנגדיים של הבורסה, כפי שפורטו לעיל: בשנת 2000 הוגשה על ידי החברה ו-13 מבעלי מניותיה ומייסדיה תביעה בנוזיקין, על סך

101 ע"ש (ת"א) 10/95 כים-ניר שירותי תעופה בע"מ נ' הבורסה לניירות-ערך בתל אביב בע"מ (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו (2), 954.

102 במאמר מוסגר ייאמר, כי אף שהחברה נסוגה מכוונתה לבצע רכישה חוזרת, עמדה הבורסה על ערעורה בפני בית המשפט העליון. ואולם, גם בית המשפט העליון אימץ את החלטת בית המשפט המחוזי ודחה את עמדת הבורסה לניירות ערך. ראו ע"א 1094/95 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ נ' כים-ניר שירותי תעופה בע"מ (לא פורסם).

כ-17 מיליון ש"ח, כנגד הבורסה לניירות ערך, בגין החלטתה האמורה וסיכול תוכנית הרכישה החוזרת מהציבור. בית המשפט המחוזי בתל אביב מפי השופט ע' מודריק דחה את תביעת החברה, בקובעו, כי אף שאין חולק שהבורסה חבה חובת זהירות מושגית וקונקרטי, הרי שחובה זו לא הופרה על ידי הבורסה במקרה דנן.¹⁰³ הכרעת בית המשפט במקרה זה מעניינת, שכן שהיא מלמדת על גבולות האחריות של הבורסה לניירות ערך, בהיותה רשות ציבורית, בגין פעולותיה והחלטותיה. נפסק, כי התובעים לא הצליחו להוכיח כי הבורסה היתה יכולה להעריך כי החלטתה תשליך על מבנה ההנפקה ועל הקטנת היכולת לחלק דיבידנד לבעלי המניות. לגישת השופט מודריק, נדרש מהתובעים להוכיח כי הבורסה יכולה היתה לחזות (נכון למועד קבלת החלטותיה) את ההתפתחויות בשוק ההון ואת השלכותיהן של התפתחויות אלו על ההנפקה.

קביעה זו חשובה, שכן משתמע ממנה כי מבחינת חובת הצפיות, הרי שקיימת חובה שכזו ומוטלת היא על הבורסה. משמע, מקובל על בית המשפט כי הבורסה היתה אמורה לצפות, במישור הנורמטיבי, כי החלטותיה ישפיעו על החברה ועל מבנה ההנפקה. השאלה שנותרה (ועליה השיב בית המשפט בשלילה) היא אם בפועל, בנסיבות אותו מקרה, היתה יכולה הבורסה לצפות את ההתרחשויות.

מאחר שמקובל על בית המשפט כי קיימת חובת זהירות מושגית ביחס לפעילות הבורסה, יש מקום לתהות – כיצד לא אמורה הבורסה לחזות כי יחולו שינויים, כאלו ואחרים, בשוק ההון, אשר עלולים להשפיע על הנפקות תלויות-ועומדות. יתר על כן, מאחר והבורסה היא זו שביקשה מבית המשפט העליון לעכב את ביצוע החלטת בית המשפט המחוזי (שאימץ דווקא את עמדת חברת כיס-ניר) מתבקשת השאלה: האם בנסיבות אלו, של עיכוב ביצוע, לא יכלה הבורסה, כעניין של צפיות סבירה, להניח כי העיכוב עלול לגרום נזק לחברה ולבעלי מניותיה?

אף שהחלטת הבורסה בעניין כיס-ניר הוגדרה על ידי בית המשפט העליון כמרחיקת לכת, לא מצא השופט מודריק בבית המשפט המחוזי לקבוע כי ההחלטה "אבסורדית" או שרירותית. גם אם החלטת הבורסה היתה שגויה, אין הדבר הופך אותה לבלתי סבירה, על פניה.

קביעה זו של בית המשפט נראית נכונה, אף שנוותרת תחושה לא נוחה מהעובדה שרשות ציבורית (והבורסה ממלאת, ללא ספק, תפקיד ציבורי) מקבלת החלטות הפוגעות, או העלולות לפגוע, באופן קשה באינטרסים כספיים ואחרים של תאגידים בורסאיים ושל בעלי המניות בהם, ואיש אינו נושא באחריות לנזקים אלו. קשה למתוח

103 ראו ת"א (ת"א) 2367/00 כיס-ניר שירותי תעופה בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (טרם פורסם). בתביעתם טענו החברה ו-13 מייסדיה ובעלי מניותיה, כי היא נאלצה לדחות את ההנפקה בכשישה חודשים חודשים, בשל סירוב הבורסה לאשר את הרכישה החוזרת. הדחייה גרמה, לטענת התובעים, נזק רב לחברה ולבעלי מניותיה, ובין היתר נמנעה מהחברה הנאה מתמורת ההנפקה בתקופת הדחייה האמורה, גויס על ידי החברה סכום נמוך יותר בהנפקה (בשל שינוי מבנה ההנפקה), נמנעה חלוקת דיבידנד בשל הרעת תנאי השוק ועוד.

קו ברור בין החלטה שגויה לבין החלטה בלתי סבירה. ככלות הכל, גם החלטה בלתי סבירה, יכולה להיחשב כשגויה או כמוטעית, גרידא. שאלה היא, ולא כאן המקום לעסוק בה, מהם תחומי האחריות והחבות של הרשות המינהלית בגין החלטות שגויות או בלתי סבירות, שהיא קיבלה.

החלטת בית המשפט המחוזי בתביעה האזרחית של כים-ניר, שנסקרה כאן, הינה החלטה ראשונה ויחידה עד כה בסוגיית האחריות בנוזיקין של הבורסה לניירות ערך. מפסיקה זו משתמע (אף שהדברים לא נאמרו שם במפורש) כי רק במקרים חריגים וקיצוניים, בהם יוכח שהחלטת הבורסה לניירות ערך בלתי סבירה או שרירותית, ניתן יהיה לחייב את הבורסה בפיצוי בגין החלטותיה.

חסרה, עם זאת, בפסיקה זו הבהרה אם רק אי-סבירות קיצונית או שרירות לב מצד הבורסה יוכלו להקים עילת תביעה נזיקית כנגד הבורסה, או שמא, גם רשלנות גרידא מצד הבורסה תאפשר תביעה כזו והכרה בחבות בנוזיקין מצד הבורסה כלפי התאגיד הבורסאי ובעלי מניותיו.

יש להבהיר עם זאת, כי פסיקת בית המשפט דנן נבעה גם מהעובדה שהנזק שנגרם לכיר-ניר (לטענתה) נגרם בעיקרו בשל עיכוב הביצוע, ולא במישרין בשל החלטת הבורסה. ככלות הכל, החלטת הבורסה נדחתה ובוטלה על ידי בית המשפט, שקיבל את ערעור החברה, כאמור לעיל. משום כך ברור, כי אם נגרם נזק לתובעים, לא הוכחה הסיבתיות בינו לבין ההחלטה המינהלית דווקא, אלא – לכל היותר – בין הנזק לבין ההחלטה השיפוטית (עיכוב הביצוע).

בשולי דיוננו זה ראוי להאיר קביעה חשובה נוספת בהחלטת השופט מודריק: נדחתה טענת הבורסה כאילו היא פועלת בכפיפות לרשות לניירות ערך, ואזי אין היא אחראית לתוצאות החלטותיה. טיעון מופרך זה נדחה מכל וכל על ידי בית המשפט.

הפרשה השנייה המלמדת על היקף הביקורת השיפוטית ביחס להחלטות הבורסה, היא פרשת חברת נמרודי לנד דיבלופמנט. בפרשה זו דרשה הבורסה מחברת נמרודי לנד דיבלופמנט להציע לציבור לרכוש מניות בחברה, בתנאים שווים לתנאי העסקאות, שבמסגרתן רכשה החברה את מניותיה של חברת הכשרת היישוב מידי בנק לאומי לישראל בע"מ ומהסוכנות היהודית. החברה אכן מילאה אחר הוראות הבורסה, אך מיד לאחר מכן קיבלה הנהלת הבורסה החלטה חדשה ולפיה יהיו חייבים בעלי מניות המחזיקים, לבד או בצוותא, ב-50% לפחות מזכויות ההצבעה של חברה בורסאית, להחזיק, במקביל, ב-25% לפחות ממניות אותה חברה. עוד החליטה הבורסה כי בעלי מניות יסוד בחברה בורסאית, יהיו מחויבים להחזיק בידיהם לפחות 25% מהון החברה.

יצוין, כי בחברת הכשרת היישוב, היו שני סוגי מניות, מניות רגילות ומניות יסוד, וכי חברת נמרודי לנד דיבלופמנט החזיקה בכל מניות היסוד ובכ-43% מהמניות הרגילות של חברת הכשרת היישוב. כאשר ביקשה הכשרת היישוב לבצע הנפקה לציבור של ניירות ערך, התנתה הבורסה את אישורה בהתחייבות של חברת האם

שלה, נמרודי לנד דיבלופמנט, כי היא תחזיק ב-25% לפחות מהון המניות של הכשרת היישוב, כל עוד היא מחזיקה במניות היסוד של החברה.

בעקבות החלטה זו עתרו שתי החברות לבית המשפט המחוזי בתל אביב, כנגד החלטת הנהלת הבורסה. בסופו של יום, דחה בית המשפט המחוזי, מפי הנשיא דאז וינוגרד, את עמדת הבורסה מכל וכל וביטל את החלטות דירקטוריון הבורסה.

ביטוי נוסף לנכונות בית המשפט להתערב בשיקוליה של הבורסה, בעניינים הנוגעים במישרין דווקא לניהול המסחר בניירות ערך, היה במקרה בו עתר סטודנט למשפטים, אריה בבצ'וק, לימים פרופסור נכבד, כנגד החלטת הבורסה להעביר מסחר במניה מסוימת למסחר חד-שבועי, קרי – מסחר המתנהל יום אחד בשבוע בלבד (בדרך כלל – יום שלישי בשבוע). בית המשפט העליון פסק, ברוב דעות, כי הבורסה חרגה מסמכותה בהחלטתה להעביר את המסחר במניות חברה מסוימת ממסחר רגיל, יומי, למסחר חד-שבועי, כזה המתקיים רק ביום אחד בשבוע בלבד. בית המשפט העליון קיבל את עמדת העותר, שלפיה אף שהבורסה הוסמכה על פי חוק ניירות-ערך, באותה עת (שנת 1977) להפסיק את המסחר במניה כלשהי, לתקופה קבועה או מוגבלת, היא לא היתה רשאית להעביר את המסחר במניה כלשהי למסחר יום אחד בשבוע בלבד, קרי – לשנות את ימי המסחר.¹⁰⁴

אין ספק, כי נכונותו של בית המשפט העליון להתערב בהחלטות הבורסה, ולהפכן, נבעה במידה רבה מניסוחו של חוק ניירות ערך באותה עת, ניסוח שלא הקנה לבורסה מרחב רב לשיקול דעתה, ואיפשר קביעות, כי מדובר בהחלטה החורגת מסמכות הבורסה. כיום, עם תיקוני החקיקה הרבים שבוצעו בחוק ניירות ערך, נדמה, כי המחוקק הקנה להנהלת הבורסה שיקול דעת רחב למדי לשם הסדרת המסחר, באופן שרק החלטות שרירותיות או בלתי סבירות יבוטלו על ידי בית המשפט.

נדמה, בהקשר זה, כי החלטת הבורסה בעניין בבצ'וק בוודאי אינה יכולה ליפול לגדר החלטות "שרירותיות או בלתי סבירות". נהפוך הוא. דווקא נימוקי שופט המיעוט בבית המשפט העליון, השופט אשר, מצטיירים כנכונים יותר במקרה דנן. במיוחד משכנע נימוקו של שופט המיעוט, ולפיו, אם הוסמכה הבורסה להפסיק כליל את המסחר במניה כלשהי, לזמן קצוב או קבוע, הרי מקל וחומר ברור כי מוסמכת היא לשנות גם את ימי המסחר או לצמצמם.¹⁰⁵

החלטת הבורסה דנן היא בוודאי מוגבלת יותר מהחלטה בדבר הפסקת מסחר

104 יובהר, כי נוסח חוק ניירות ערך היה באותה עת שונה מנוסחו הנוכחי: באותה עת הוסמך דירקטוריון הבורסה לקבוע את שעות המסחר, אך לא את ימי המסחר, ולשם שינוי ימי המסחר (שנקבעו בחוק לימים א'-ה') היה צורך בשינוי תקנון, ולא בהחלטת דירקטוריון הבורסה, כפי שנעשה בפרשת בבצ'וק. יצוין עוד, כי כיום שונה נוסח החוק, ולפי סעיף 46(א)(3)(א) לחוק רשאית הבורסה לקבוע בתקנון כללים לעניין "מועדי המסחר", ניסוח המקנה לה שיקול דעת רחב דיו על מנת לקבוע גם את ימי המסחר.

105 ראו פרשת בבצ'וק, לעיל הערה 99, בעמ' 385-386.

קבועה, והיא נופלת בוודאי לגדר "הסדרת המסחר" בניירות ערך, סמכות טבועה של הנהלת הבורסה.

יובהר, כי נכונותו של בית המשפט העליון להתערב בשיקולי הבורסה לניירות ערך אינה בלתי מוגבלת, כפי שהוכיחה פרשה אחרת – פרשת מלונות הירדן. בפרשה זו ערער איש עסקים, מרקוס כץ, על החלטתה של הנהלת הבורסה למחוק מן המסחר את מניות חברת מלונות הירדן.¹⁰⁶

המערער טען כי מאחר שתלויה ועומדת תביעתו לקבלת חלק ממניות החברה האמורה, הרי שיש למנוע את מחיקת המניות מהמסחר בבורסה. זאת, אף שהחברה ביקשה לבצע מחיקה זו והיא כמעט השלימה הצעת רכש מהציבור, באופן ש-99.8% ממניות החברה כבר היו בידי בעלי השליטה ורק אחוז מיזערי של 0.2% מהמניות נותרו עדיין בידי הציבור. על רקע זה, סירבה הנהלת הבורסה לעכב את החלטה בדבר מחיקת המניות מהמסחר, וסירבה גם לבקשה להשהות את החלטתה, ואת המסחר באופן זמני, עד שתתברר תביעתו לקבלת חלק ממניות החברה.

יצוין, כי בית המשפט המחוזי דווקא נעתר לבקשת כץ, והורה בצו זמני למנוע את מחיקת המסחר כל עוד לא תוכרע תביעת כץ למניות, אך ההחלטה בוטלה על ידי בית המשפט העליון, אשר נתן תוקף להחלטת הבורסה.¹⁰⁷

מקרה אחר, בו התערב בית המשפט בהחלטות הבורסה, היה בפרשת חברת ציון החזקות, בה ביטל בית המשפט את החלטת דירקטוריון הבורסה להחיל את כללי החסימה של ניירות ערך על מניות הטבה שהוקצו על ידי חברה, לאחר איחוד הון מניות.¹⁰⁸ ציון החזקות טענה, כי אין הצדקה לחסום את מניות הטבה, בשל שורה ארוכה של נימוקים, ביניהם – הנימוק, כי אין כאן הקצאה "פרטית" אלא ל"ציבור" גדול למדי של כל בעלי סוג אחד של מניות החברה; הנימוק, כי אין מתקיים הרציונל לביצוע חסימה, שהינו – מניעת הימלטות בעלי שליטה מאחזקותיהם במניות חברה; הנימוק, כי אין כאן הקצאה פרטית, שכן החברה לא קיבלה כל תמורה והקצאת מניות הטבה היתה רק במישור שבין בעלי המניות; וכך הנימוק שההליך לאיחוד סוגי המניות בוצע דווקא בשל לחצי הבורסה, ואין מקום להעניש את בעלי המניות בשנית. בית

106 ראו פרשת מלונות הירדן, לעיל הערה 98.

107 ראו שם, שם.

108 ע"ש 839/93 ציון החזקות בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת ציון החזקות") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך א, 460. באותו מקרה היו לחברת ציון החזקות שני סוגי מניות, ובעקבות לחצי הבורסה היא נאותה לאחד אותם לסוג אחד, שווה-זכויות, של מניות. ואולם, מאחר שהיו הבדלים בין הזכויות והשווי של שני סוגי המניות, החליטה החברה להקצות מניות הטבה לבעלי המניות מהסוג העדיף, על מנת לפצותם על איחוד המניות. הבורסה אישרה את האיחוד ואת הקצאת מניות הטבה, אך הורתה כי מניות הטבה יהיו חסומות, בהתאם לכללי החסימה של הבורסה, כפי שהדבר חל לגבי מניות המוקצות בהקצאה פרטית. יובהר, כי כללי החסימה מנעו מימוש על ידי בעלי המניות החסומות למשך שלוש שנים, כאשר במרוצת שלוש השנים המניות משתחררות באופן הדרגתי מהחסימה.

המשפט המחוזי בתל אביב, מפי הנשיא דאז וינוגרד, אכן קיבל את עמדת המערערת, בנימוק כי כלל אין מדובר בהקצאה "פרטית" וכי ההקצאה בוצעה ל"ציבור".¹⁰⁹

פרשה נוספת, בה קרא תיגר משקיע מהציבור על החלטות הבורסה, היתה בפרשת אברמזון, בה עתר עורך דין אפרים אברמזון לבג"צ כנגד הבורסה.¹¹⁰ אברמזון ביקש לחייב את הבורסה לאסור הצעת ניירות ערך לציבור, אלא אם כן מדובר בניירות ערך המקנים זכויות שוות לכל בעלי המניות. זאת, בניגוד למצב ששרר באותה עת (שנת 1981), בה הוצעו מניות מסוגים שונים, בעלות זכויות הצבעה לא-שוויוניות, ולעתים הוצעו גם מניות ללא זכויות הצבעה כלל.

אף שאין חולק שהקניית זכויות בלתי-שוויוניות לבעלי מניות באותה חברה, ואף שהנפקת מניות בעלות זכויות שונות ולא שוויוניות, היא מתכון לחוסר הגינות, לחוסר שוויון ולפגיעה באינטרסים של ציבור המשקיעים, לא היסס בית המשפט העליון להתגייס להגנת הבורסה. זאת, אף שגם ועדות מקצועיות, שמונו על ידי הבורסה עצמה, על ידי שר האוצר והרשות לניירות ערך (דוגמת ועדת צוקרמן, ועדת חת, ועדת דובשני), היו תמימות דיעים כי אי השוויון האמור הוא רעה חולה, בדרגה זו או אחרת, וכי כולן סברו, כי יש לסלק רעה זו, בין באופן מלא ובין באופן חלקי, בין באופן מיידי או מדורג.¹¹¹

במילים אחרות, בעניין הנוגע באמת לנהלי מסחר והמצוי באמת במתחם שיקול הדעת הלגיטימי של הבורסה, דוגמת נסיבות פרשת בבצ'וק, ביכר בית המשפט העליון לנקוט גישה מתערבת וביטל את החלטתה של הנהלת הבורסה. להבדיל, בעניין מהותי בהרבה שלא נגע לניהול המסחר השוטף, אלא לעיצוב דמותו של שוק ההון בישראל, ובעניין שנגע לזכויות המיעוט ולזכויות ציבור המשקיעים, ביכר בית המשפט העליון להתיר להנהלת הבורסה שיקול דעת רחב ביותר.

ספק רב, אם החלטת הבורסה, שנדונה בפרשת אברמזון, לעניין אי השוואת זכויות ההצבעה והימנעותה מלאסור הנפקת ניירות ערך המעניקים זכויות הצבעה שונות ולא-שוויוניות, יכולה להיחשב כהחלטה הנוגעת "להסדרת מסחר הוגן ותקין", כאמור בסעיף 46(א) לחוק. בוודאי לא לעניין התיבה — "הוגן".

חוסר האחידות בפסיקת בתי המשפט בסוגיה מוגבלת וצרה, כשאלת סמכות הבורסה ושיקול דעתה בקביעת קריטריונים למסחר, בולט ומטריד. מחד גיסא, ניתן להצביע על פרשת נמרודי לנד דבלופמנט ועל פרשת בבצ'וק, בהן לא היססו בתי המשפט להתערב בהחלטות הבורסה, החלטות שלפחות בפרשת בבצ'וק ניתן להגדירן כנופלות בגדר "הסדרה" או "ניהול המסחר". מאידך גיסא, בעתירתו של אברמזון, חוזר בית

109 ראו שם. יצוין, כי בית המשפט כלל אינו עוסק בפרשה זו בשאלת סמכויות הבורסה או דירקטוריון הבורסה לקבוע הגבלות על הקצאת מניות ככלל, ומניות הטבה בפרט, ואינו דן באופן עקרוני בשאלת סבירותה של ההחלטה.

110 פרשת אברמזון, לעיל הערה 83.

111 ראו שם, בעמ' 45-47.

המשפט העליון לעמדת המתבונן מהצד, הממאן להתערב בפעולות הרשות הציבורית, הבורסה, כל עוד לא נפל – לדעתו – פגם יסודי במעשיה.¹¹² אם אמנם זוהי אמת המידה להתערבות בית המשפט בהחלטות הבורסה, קשה להבין מדוע לא יושמה אמת מידה זה בפרשות האחרות שנזכרו לעיל. ממילא, למקרא שלוש פסקי הדין בפרשות הנזכרות, קשה לדעת מהי באמת מדיניותו השיפוטית של בית המשפט, ואם גישתו היא לכבד את שיקול הדעת המינהלי, למעט במקרה של חריגה מסמכות או אי־סבירות, כעולה מפרשת אברמזון; או שמא גישת בית המשפט הינה גישה המצמצמת, ככל האפשר, את סמכויות הגוף המינהלי והרואה בו רק כלי ואמצעי להבטחת מסחר מסודר בניירות ערך, כעולה מגישת בית המשפט המחוזי בפרשת נמרודי דנן.

4.5 סמכות הבורסה להפסיק או להשעות את המסחר בניירות ערך
המחוקק העניק לבורסה סמכות ושיקול דעת רחבים, לעניין הפסקת המסחר בניירות ערך, או השעייתו, ולמעשה – הותיר לבורסה את ההחלטה אילו תנאים ואילו כללים ונהלים לקבוע לעניין זה.¹¹³ יודגש, כי סמכות זו אינה מוגבלת רק להשעה זמנית או להפסקה לתקופה קצובה, אלא היא משתרעת גם על אמצעי קיצוני יותר, והוא – מחיקה מהמסחר של ניירות ערך, בין שמחיקה כזו נעשית ביוזמת הבורסה ובין שהיא נעשית ביוזמת התאגיד הבורסאי עצמו.

לעתים, מדובר בהחלטת דירקטוריון הבורסה להשעות באורח זמני את המסחר בניירות ערך מסוימים, בשל "אי־בהירות" במצב החברה,¹¹⁴ ולעתים מדובר על מחיקה מוחלטת מהמסחר של ניירות ערך שאינם עומדים עוד בקריטריונים שנקבעו לכך.¹¹⁵ גם בנושא השעיית המסחר או הפסקתו, באורח קבוע או זמני, סמכויות הבורסה רחבות, כמו־גם שיקול הדעת המוענק לה. לא במהרה יתערב בית המשפט בהחלטת הבורסה, החלטה המוחזקת כמקצועית ועניינית, בהעדר ראיה לסתור.¹¹⁶ ואולם,

112 מקרה נוסף, בו נמנע בית המשפט מלהתערב בשיקולי הבורסה, היה בפרשת חברת קונסורטיום, שביקשה תחילה למנוע מהבורסה להפסיק את המסחר במניותיה, לאחר שהחברה נמנעה מלהגיש דו"חותיה כדין, והסחירות במניה היתה נמוכה ביותר. לאחר מכן ביקשה החברה מבית המשפט להורות לבורסה להחזיר את המניה למסחר, אף שגם היא הודתה שלא עמדה בדרישות החוק לעניין הגשת דו"חות כספיים. ראו ע"ש (ת"א) 1124/90 קונסורטיום אחזקות בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (לא פורסם), דינים מחוזי, לב(8) 88.

113 ראו סעיף 46(א)(5) לחוק.

114 ראו, למשל, ע"ש (ת"א) 122/96 בר סול בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת בר־סול") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(1) 202.

115 ראו, למשל, פרשת מלונות הירדן, לעיל הערה 98.

116 ראו בעניין זה – ת"א (ת"א) 207/81, המ' 741/81 בית הרכב בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות־ערך בתל אביב בע"מ (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב(8) 84, שם נדחתה בקשת חברה למנוע, בצו מניעה זמני, מהבורסה למחוק את מניות החברה מהמסחר, לאחר שסחירות המניות ירדה מהמותר על פי תקנון הבורסה, ולאחר שניתנו לחברה מספר ארכות להגדלת הון החברה.

אין מדובר בסמכות בלתי מוגבלת וגם החלטות ענייניות עלולות להיות מוטעות ואף מנוגדות לדין ולמידת הצדק. על כן, לא היסס בית המשפט להתערב בהחלטות הבורסה ולבטלן, אף בנושא הנוגע במישרין "לניהול והסדרת המסחר", כגון שאלת הפסקת המסחר בניירות ערך כאלה או אחרים.

כך אכן אירע בפרשת חברת בר־סול, שבה ביקשה הבורסה בשנת 1995 להשעות את המסחר במניות החברה באורח זמני, בשל מה שכונה על ידי הבורסה "אי־בהירות" ביחס לעסקי החברה. הרקע לכך היה מצבה הכספי הקשה של החברה והעברת השליטה בה, כאשר לא היה ברור אם באמצעות בעלי השליטה החדשים תצליח החברה לעלות על דרך המלך. הבורסה לניירות ערך החליטה להשעות באופן זמני את המסחר במניות החברה, אך זו התנגדה בטיעון, כי בעוד שאכן מצבה הכספי קשה, וקיים ספק אם היא תמשיך להתקיים, הרי שאין כל "אי־בהירות" בנושא. החברה טענה, כי היא דיווחה לציבור המשקיעים על המצב לאשורו. בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי סגן הנשיא, השופט י' לויט, קיבל טיעונים אלה וביטל את החלטת הבורסה.¹¹⁷

פסיקת בית המשפט בפרשת בר־סול מחדדת את ההבחנה בעניין זה בין "אי־ודאות" (לגבי עתיד החברה) לבין "אי־בהירות", מונח המתייחס לטיב או למהות המידע הנמסר לציבור. בעוד ש"אי־בהירות" מעיד על כשל בדיווח הנמסר מהתאגיד הבורסאי לציבור המשקיעים, הרי ש"אי־ודאות" אינו מעיד על כשל או על מחדל דיווחי כלשהו, אלה הוא מעיד על מצב דברים אובייקטיבי, שאין בו כדי להצדיק נקיטת צעדי מנע מצד הנהלת הבורסה. זאת, במובחן מאי־בהירות, שאכן מצדיקה נקיטת אמצעי הגנה על ציבור המשקיעים, כל עוד לא תפזר החברה את עננת "אי־בהירות", המעיבה ממעל. קביעה חשובה מפי בית המשפט המחוזי בפרשת בר־סול היא זו הנוגעת לסמכות הבורסה לגונן, כביכול, על ציבור המשקיעים, קביעה המגבילה גישה "פטרנאליסטית" זו של הנהלת הבורסה:

"הבורסה איננה מוסמכת כיום, לפי החוק והתקנון כאחד, להחליט אילו מבין ניירות־הערך הנסחרים בה הפכו 'מסוכנים' מדי בעבור ציבור המשקיעים. היא מוסמכת רק להבטיח כי אם אכן הפכו ניירות ערך מסוכנים להשקעה, ידע ציבור המשקיעים על סכנה זאת, ולא יסבור לתומו כי הוא משקיע בניירות־ערך נטולי־סיכון, וימצא עצמו שם את כספו על קרן הצבי."¹¹⁸ (ההדגשה במקור).

גישת בית המשפט המחוזי בפרשת בר־סול צריכה לשמש קו מנחה למדיניות השיפוטית הראויה מצד אחד, ולמדיניות הבורסה בקבלת החלטותיה מצד שני. הבורסה, כדברי השופט לויט שם, אינה רשאית ואינה מוסמכת להחליט עבור ציבור המשקיעים מהי השקעה נכונה, טובה או בטוחה בעבורו.

117 ראו פרשת בר־סול, לעיל הערה 114.

118 ראו שם, בעמ' 15-16.

מדברים ברורים אלו מתחייבת המסקנה, כי הבורסה אחראית רק לכך שכל המידע הרלוונטי יימסר, ובמועד המתאים לכך, לידיעת ציבור המשקיעים. מנקודה זו ואילך אדון הציבור לגורלו ואל לה לבורסה לנכס לעצמה את תפקיד פטרוני הציבור. משום כך, אין יכולה הבורסה ליטול לעצמה את ההחלטה איזו חברה עומדת בפני סכנת התמוטטות, פירוק או כינוס נכסים, אלא אם כן מסרה הנהלת החברה על כך בדיווחיה לציבור.

ברור, עם זאת, כי אם יש לדעת הבורסה מקום שהנהלת חברה תבהיר את מצבה ותמסור פרטים ומידע לציבור המשקיעים, אזי רשאית היא ומוסמכת לדרוש זאת מהנהלת החברה. אם זו לא תיענה, כמובן רשאית הבורסה לנקוט צעדי מנע, כגון השעיית המסחר וכד'. בה־בעת, אין חולק, כי רשאית הנהלת הבורסה להפסיק מסחר או להשעותו כאשר מתרחש אירוע מהותי בחיי חברה, על מנת לאפשר לציבור לקלוט את הדיווחים, לעבד ול"עכל" אותם. באותה מידה רשאית, כמובן, הבורסה גם להשעות מסחר בשל אי־תקינות המסחר או סכנה לתקינותו.¹¹⁹

באופן דומה, ספק, אם יתערב בית המשפט בשיקוליה המקצועיים של הנהלת הבורסה, אם ישתכנע כי זו פעלה במקצועיות, משיקולים ענייניים ושקלה את כל השיקולים הנוגעים לעניין. כך אירע, למשל, בפרשת חברת הצמיגים "אליאנס", שנכנסה להליכי פירוק ומניותיה הושעו מהמסחר למשך כשנתיים. הבורסה בתל אביב – לאחר תקופה ארוכה זו של השעיית מסחר – הורתה על מחיקת המניות מהמסחר, ובית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי השופט לויט, העניק גיבוי מלא להחלטות הבורסה.¹²⁰

שאלה מעניינת, אגב סוגיית סמכות הבורסה להפסיק או להשעות את המסחר, היא אם רשאית הבורסה להתיר לחברה להפסיק זמנית, וביוזמת החברה, את המסחר בניירות הערך של החברה. שאלה זו התעוררה בפרשת חברת גרופית, אשר ביקשה להשעות זמנית את המסחר, על מנת לבדוק אפשרות של הנפקה בארה"ב.¹²¹ החברה ביקשה להשעות זמנית את המסחר עד אשר יוברר לה הסיכוי להנפיק בארה"ב.¹²² הבורסה התנגדה לאפשרות של השעיה זמנית של המסחר, שכן לגישתה היא מוסמכת על פי

119 למשל, כאשר היקף אחזקות הציבור ירד מהיקף מסוים, וקיים חשש של תנודתיות חריפה וקיצונית. ראו, למשל, פרשת מלונות הירדן, לעיל הערה 98.

120 ראו ת"א (ת"א) 842/88, המ' 8334/90 אליאנס מפעלי צמיגים וגומי בע"מ (בפירוק) נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואח' (לא פורסם), דינים מחוזי כרך לב(8) 86. יצוין כי מחיקת המניות נעשתה לאחר שמניות החברה שהיו רשומות במקביל בבורסה בניו יורק, נמחקו אף שם מהמסחר. בית המשפט נימק החלטתו בכך, שבמשך שנתיים בהן הושעו המניות מהמסחר, לא הוכן כל הסדר נושים והחברה לא יצאה מהליכי הפירוק. בנסיבות אלו נקבע, כי החלטת הבורסה סבירה.

121 המ' (ת"א) 838/96, 857/97 גרופית הנדסה אזרחית ועבודות ציבוריות בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "פרשת גרופית") (לא פורסם), דינים מחוזי כרך כו(6) 998.

122 החברה ביקשה להפסיק את המסחר משום שהיה פער משמעותי בין שווי מניות החברה בבורסה בתל אביב, לבין השווי האפשרי של החברה אם תונפק בארה"ב. בלעדי הפסקת המסחר בתל אביב, לא היתה מצליחה החברה, לטענתה, לקדם את הליך ההנפקה בארה"ב.

תקנון הבורסה רק להשעות את המסחר, ככל שיש "אי־בהירות" ביחס למצב החברה וההשעיה נדרשת לטובת הציבור. לחלופין, יכולה חברה, ביוזמתה, לבקש למחוק את מניותיה מהמסחר. ואולם, עמדת הבורסה היתה, כי אין היא יכולה להתיר לחברה להשעות באופן זמני את המסחר במניותיה, ביוזמת החברה.

עמדת הבורסה אומצה במלואה על ידי בית המשפט המחוזי, שאף דחה את הטענות שלפיו רשימת העילות להשעיית המסחר או להפסקתו זמנית, כמפורט בתקנון הבורסה, אינה רשימה ממצה וסגורה.¹²³ בית המשפט המחוזי, מפי השופט אלשיך, קבע שם, כי מאחר שלא הותקנו תקנות המתירות השעיית מסחר מרצון, קרי – ביוזמת חברה, אלא רק בנסיבות הנכפות על חברה, אזי אכן מדובר ברשימה סגורה וממצה של מקרים.¹²⁴

5. כפיפותה של הבורסה לרשות לניירות ערך

ביחסים שבין הבורסה לניירות ערך לבין הרשות לניירות ערך, אין ספק, כי הבכורה שמורה לרשות לניירות ערך.

הרשות היא זו אשר מפקחת על הבורסה ועל פעילותה, ועניין זה מצא ביטוי מפורש בסעיף 51 לחוק. ביטוי נוסף ליחסי הכפיפות שבין הבורסה לבין הרשות לניירות ערך, ניתן למצוא בהוראת סעיף 45 לחוק, לפיו מחויבת הבורסה למסור לרשות לניירות ערך ולרשם החברות את דו"חותיה הכספיים, וזאת לא יאוחר מתום שישה חודשים מתום השנה המדווחת. זאת ועוד, הבורסה מחויבת למסור לרשות דו"חות על פעילות הבורסה, בהתאם להנחיות שתמסור לה הרשות לניירות ערך. קרי – הרשות לניירות ערך היא גם זו אשר תקבע לבורסה אילו דו"חות ואיזה מידע עליה למסור לרשות.¹²⁵

על מנת לאפשר לרשות לניירות ערך פיקוח ובקרה אפקטיביים על הנעשה בבורסה, רשאי נציג הרשות להיות נוכח בישיבות דירקטוריון הבורסה, בישיבות של ועדות הדירקטוריון וכן באסיפות הכלליות של הבורסה.¹²⁶

123 ראו פרשת גרופית, לעיל הערה 121, בסעיף 16 לפסק הדין.

124 בית המשפט התייחס שם גם לסכנה הנעוצה בכך שחברות יוכלו לתמרן ולעשות שימוש בהפסקת מסחר יזומה, כל אימת שיהיה נוח להן הדבר. ראו שם, בסעיף 15 לפסק הדין. יצוין, כי בסופו של יום, ובשל דחיית בקשת החברה, אכן נמחקו מניות החברה מהמסחר בבורסה, ביוזמת החברה ולבקשתה, אך גם הליך ההנפקה בארה"ב לא הניב פירות, ובסופו של דבר, חדלו מניות החברה מלהיסחר והחברה חדלה להיות חברה בורסאית-ציבורית בישראל. יש להעיר כי בעקבות זאת הוגשה תובענה ייצוגית כנגד חברת גרופית, בעלי השליטה בה והדירקטורים שלה על ידי משקיע מהציבור, בטענה כי הנתבעים התרשלו בהחלטתם למחוק מרצונם את מניות החברה מהמסחר בבורסה בתל אביב, בטרם הונפקה החברה. ראו ת"א (ת"א) 21050/98 רבין נ' גרופית הנדסה אזורית ועבודות ציבוריות בע"מ ואח'. למען הגילוי הנאות יצוין כי המחבר היה בין באי-כוחו של התובע בתובענה ייצוגית זו.

125 ראו סעיף 51(ג) לחוק.

126 ראו סעיף 51(ד) לחוק. מלשון הסעיף עולה, כי הנציג משולל זכות הצבעה ונוכחותו תהא כשל משקיף בלבד.

יתר על כן, בהתאם להוראת סעיף 51(ב) לחוק רשאית הרשות להתערב בפעילותה של הבורסה ולהורות לה כיצד לפעול, אם סברה שהבורסה אינה פועלת כדין, אינה פועלת באופן התואם את תקנון הבורסה ואינה שומרת על מסחר הוגן ותקין בבורסה. במקרה שהרשות סברה כך כאמור, עליה לאפשר לבורסה להסביר את מעשיה ופעולותיה, ועליה לאפשר ליו"ר דירקטוריון הבורסה למסור הסברים כאמור. ואולם, לרשות לניירות ערך שמורות זכות ההכרעה והמילה האחרונה, ואם לא תשתכנע הנהלת הרשות כי הבורסה פעלה כדין או כראוי, שמורה לה הסמכות להורות לבורסה כיצד לפעול.

המחוקק הסדיר, אם כן, באופן ברור וחד את מערכת היחסים בין שני גופים אלו. בעשותו כן דאג למנוע חיכוכים מיותרים ואי-ודאות לעניין חלוקת הסמכויות בין שני גופים נפרדים אלו, העוסקים שניהם בהיבטיו השונים של שוק ההון. אין ספק, כי הבהירות התחיקתית הכה-נדירה, מבורכת, ולו בשל העובדה כי בהירות וודאות יחסכו מאבקי כח מיותרים לעתיד.

מלשון החוק ברור, כי לרשות לניירות ערך הבכירות הבלתי מעוררת בנושאי ניירות ערך, וזאת, גם כאשר אמורים הדברים בממלכה, הלכאורה-בלעדית של הבורסה – המסחר בניירות ערך. גם שם, בממלכה זו, אין הבורסה אדון המולך לבדו, והרשות, כמעין אדון נסתר, אוזנת בידיה את הסמכות להורות לבורסה לפעול בדרך הנראית לה ראויה. במקרה של חילוקי דעות, ההכרעה היא בידי הנהלת הרשות לניירות ערך. יתרה מזאת, בית המשפט המחוזי כבר הביע דעתו כי הרשות לניירות ערך, ולא הבורסה, היא אשר מופקדת על האינטרסים של ציבור המשקיעים, בעוד הבורסה, לדבריו:

"אינה אלא אורגן לרישום ניירות-ערך ולניהול העסקאות בהן בדרך שתבטיח את המסחר התקין וההוגן, ואל לה להתיימר וליטול מסמכויות שהחוק העניק במפורש (בסעיף 2) לרשות לניירות-ערך".¹²⁷

נדמה, כי התבטאות חריפה זו של בית המשפט כלפי הבורסה, נעוצה במידה רבה בנסיבות המקרה, בהן פעלה הבורסה באורח בלתי-סביר ושרירותי. ואולם, בה-בעת מצטיירת קביעת בית המשפט באותו מקרה כקיצונית וכחוטאת למדיניות הרצויה. ראיית הבורסה לניירות ערך כ"אורגן לרישום ניירות-ערך ולניהול עסקאות בניירות-ערך", ותו לא, הינה תפישה צרה, צרה מדי, ואף טכנית, של תפקיד הבורסה. תפקיד הבורסה אינו תפקיד טכני, ועל כן אין לפרש את סמכויותיה באופן צר וטכני גרידא. לא ניתן לומר, באותה נשימה, כי הבורסה אמורה "להבטיח את המסחר התקין וההוגן" (משימה בעלת גוון ציבורי מובהק) וכי היא "אינה אלא אורגן לרישום ניירות-ערך ולניהול עסקאות".¹²⁸ אף אם חרגה הבורסה מסמכותה ופעלה, לדעת בית

127 ראו פרשת נמרודי לנד דבלופמנט, לעיל הערה 97, בעמ' 99.
128 ראו שם, בעמ' 99, מול האות ב', והשוו בעמ' 99 מול האות ז'.

המשפט, בשרירות ובחוסר סבירות, בנסיבות אותה פרשה, גם אז אין הצדקה לאפיין את תפקידה לטכני-גרידא.

זאת ועוד, אף אם ביחסים שבין הבורסה לבין הרשות לניירות ערך ברור, הן מלשון חוק ניירות-ערך והן מהפסיקה בנושא זה, כי הבכורה שמורה לרשות לניירות ערך, גם אז אין הצדקה לשלול מהבורסה את תפקידה לשמור על האינטרס הציבורי. שלילה כזו, כפי שנעשתה על ידי בית המשפט המחוזי בפרשת נמרודי לנד דבלופמנט, מנוגדת גם לרוח חוק ניירות ערך, לפיו תפקיד הבורסה, גם אם משני הוא ביחס לרשות לניירות ערך, אינו תפקיד טכני, כלל ועיקר. ככלות הכל, הסמכות להסדרת מסחר הוגן ותקיין וסמכות הבורסה להתקיין בתקנון ובהנחיות הבורסה תנאים כה רבים ושונים לרישום למסחר של ניירות ערך ולקבוע תנאי סף שונים ומשתנים לרישום ניירות ערך, מעידות על כך שהמחוקק סבר שיש להעניק להנהלת הבורסה מרחב פעולה ושיקול דעת רחבים, אף אם לא בלתי-מוגבלים.

6. ערעור על החלטת הבורסה

בהתאם לסעיף 47 לחוק, רשאי כל מי שרואה עצמו נפגע מהחלטת הבורסה לערער על ההחלטה לבית המשפט המחוזי.¹²⁹

מבחינת סמכות מקומית ברור, כי מאחר שהבורסה היחידה, נכון להיום, בישראל פועלת בעיר תל אביב, הרי שבית המשפט המחוזי, המוסמך לדון בערעורים על החלטת הבורסה, הוא בית המשפט המחוזי בתל אביב. ואולם, קיים חריג לאמור לעיל והוא ביחס לערעור על החלטת הבורסה בעניין שיפוט משמעותי או בעניין חברותו של אדם בבורסה (בין צירוף חבר ובין השעייתו): ערעור כזה יוגש לבית המשפט המחוזי שבתחום שיפוטו מצויה הכתובת הרשומה של החברה המנהלת את הבורסה.¹³⁰

המחוקק הבחין בין שני סוגי ערעורים על החלטות הבורסה:

סוג אחד — ערעור בעניין חברות בבורסה (לרבות סירוב הבורסה לקבל חבר לשורותיה, החלטתה להשעות חבר מחברותו, או לבטל את חברותו) או החלטת הבורסה בעניין משמעותי.

סוג שני — ערעור בכל נושא אחר.

שני סוגי הערעורים יוגשו לבית המשפט המחוזי, אך ייחודו של הסוג השני נעוץ בכך שבו יכולה להיות צד גם הרשות לניירות ערך. המערער חייב להגיש העתק מהודעת הערעור גם לרשות לניירות ערך, וזו תבחר אם היא מעוניינת להשמיע

129 לסדרי הדין לעניין הגשת ערעור, ראו תקנות ניירות ערך (סדרי דין), התשל"א-1970.
130 ייאמר, כי אמנם, סביר להניח שמשרדה הרשום של החברה המנהלת את הבורסה לניירות ערך בתל אביב יהא אף הוא בתל אביב, אך מנוסח הוראת הדין עולה, כי אם החברה תהיה רשומה בעיר אחרת שאינה תל אביב, תשתנה סמכות השיפוט בהתאם. ראו תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (סדרי דין), התשל"א-1970.

עמדתה באותה סוגיה. תכלית הוראה זו לאפשר לרשות לניירות ערך, כמי שאמונה על האינטרס הציבורי בנושאי ניירות ערך, להיות נוכחת ולהשמיע עמדתה באותם ערעורים הנוגעים לסוגיות ציבוריות.

בעניין זה דומה מעמדה של הרשות לניירות ערך למעמדו של היועץ המשפטי לממשלה, בתובענות ייצוגיות, למשל, בהן הוא רשאי להתייצב, אף ביוזמתו, ולפרוש בפני בית המשפט את עמדתו, כנציג הציבור וכי שמופקד על האינטרס הציבורי. ברור, כי מעורבותה של הרשות אינה דרושה לערעורים מהסוג הראשון, שעניינם, כאמור, חברות בבורסה ודין משמעותי, אך היא בוודאי מתבקשת בערעורים מהסוג השני. ואמנם, בסוגיות משפטיות שונות שהובאו בפני בית המשפט המחוזי, ואשר נגעו לסוגיות ציבוריות רחבות, כגון הנחיות הבורסה לעניין תנאי סף של חברות ל"רשימה המקבילה" ולשם הצעת ניירות ערך לציבור, אכן התייצבה הרשות לניירות ערך כצד להליכים, לצידה של הבורסה.¹³¹

יצוין, כי מאחר שהערעור המוגש על החלטת הבורסה, בהתאם לסעיף 47 לחוק, הינו הדיון הראשון בפני ערכאה שיפוטית, אין מניעה, כי בית המשפט המחוזי הדן בערעור ישמע עדים ויעיין בחוות דעת של מומחים.¹³²

ראוי להעיר, כי תיקון מס' 9 לחוק ניירות ערך משנת 1988, הוא אשר הקנה את זכות הערעור על החלטת הבורסה, וכי קודם לתיקון האמור, היה הסעד למי שנפגע מהחלטת הבורסה – לעתור לבית המשפט העליון, בשבתו כבית משפט גבוה לצדק.¹³³

היקף הביקורת השיפוטית על החלטות הבורסה, נדון בסעיפים 4.2–4.4 לעיל (סמכויות הבורסה להסדיר את המסחר).

שאלה נוספת, הנוגעת לכך היא – האם לנוכח קביעת זכות ערעור על החלטת הבורסה, זכות שנקבעה רק בשנת 1988 כאמור, הורחב היקף הביקורת השיפוטית על פעולות הבורסה ועל החלטותיה.

דעה אפשרית אחת היא, כי, אכן, המעבר מדיון במסגרת עתירה לבג"צ לערעור מרחיבה את היקף הביקורת השיפוטית. דעה אפשרית אחרת היא, כי אין שינוי של ממש וכי אותם עקרונות שעמדו לנגד עיני בג"צ, בדונו בעתירות כנגד הבורסה, הם גם אלה העומדים כיום בפני בית המשפט המחוזי הדן בערעורים על החלטות הבורסה. ברור, כי אין דומה דיון בעתירה לבג"צ לדיון בערעור, במובן זה שדיון בערעור מאפשר פרישה רחבה יותר של יריעת המחלוקת ומאפשר הבאת ראיות רבות ומגוונות, תוך אפשרות של שמיעתן, להבדיל מהמקובל בבג"צ. זאת, במיוחד לאור העובדה, שערעור על החלטת הבורסה הוא, בדומה לכל ערעור על החלטה מינהלית, דיון

131 ראו למשל – פרשת איגוד החברות הציבוריות-עליון, לעיל הערה 89.

132 ראו – למשל פרשת נמרודי לנד דבלופמנט, לעיל הערה 97, בעמ' 91.

133 ראו למשל העתירות לבג"צ בפרשת בבצ'וק, לעיל הערה 99, ובפרשת אברמזון, לעיל הערה 83, הנזכרות לעיל.

ראשון בפני ערכאה שיפוטית. בשל כך, הלכה היא, כי בית המשפט של הערעור ייטה לשמוע עדים ולקבל לידיו ראיות, באורח המקל על המקובל בהליכי ערעור "רגילים".¹³⁴

מקובלת הדעה, אשר הובעה על ידי בית המשפט העליון עצמו, כי דיון בערעור מרחיב את זכות הטיעון של המערער, ביחס לעתירה לבג"צ:

"עצם הענקת זכות ערעור במקום הפנייה אל בית המשפט הגבוה לצדק, מעידה על הרחבת זכויות האזרח. בשבתו כבית משפט גבוה לצדק, בית המשפט קופץ את ידו, ואף אם הגבול בין ערעור ועתירה לבית המשפט הגבוה לצדק הולך ונעשה מטושטש, המגמה של בית המשפט הגבוה לצדק היא לצמצם את ידת התערבותו. אותה מגמה אינה חולשת על ערעור, כשהענין בא אל בית המשפט מרשות מינהלית".¹³⁵

מנגד, אין ספק, כי גם בית המשפט העליון, בשבתו כבית משפט גבוה לצדק, הגדיל את קטיגוריות המקרים הראויה להתערבותו. גישת האקטיביזם השיפוטי, שמצאה ביטוי בפסיקותיו הרבות של בג"צ, בוודאי טישטשו את הגבול, הדק ממילא, בין הליך של ערעור לבין הליך של עתירה לבית המשפט הגבוה לצדק. משום כך, נדמה, כי הדברים המצוטטים לעיל, כפי שהושמעו על ידי בית המשפט העליון בשנת 1969, ספק אם הם תקפים באותה מידה גם כיום.

נדמה, כי בשל חוסר האחידות הכה גדול בפסיקה בנושא סמכות הבורסה, לנוכח העמדות השונות והמנוגדות כל כך, כפי שנשמעו בסוגיה זו בתי המשפט השונים בישראל, הרי שלא מעבר מזכות עתירה לבג"צ לזכות ערעור, היא הראויה להתייחסות בסוגיה זו. לא מעבר פרוצדורלי זה הוא המשליך על היקף הביקורת השיפוטית על החלטות הבורסה. שיקולי בית המשפט ושיקולי מדיניות משפטית, עד כמה שהם נשקלים בכל מקרה, הם אשר יכריעו את הכף. המסגרת המשפטית — בין במסגרת ערעור ובין במסגרת עתירה לבג"צ — תשמש לצורך כך תפאורה בלבד.

חשוב עם זאת לציין, כי בית המשפט אינו ממהר להתערב בשיקול דעת הבורסה, המוחזקת כ"בעלת המקצוע" בתחום ניירות ערך והמסחר בהם, וכבעלת המוחזקת בנושאים אלו. בית המשפט אמנם לא יהסס להפוך החלטת הבורסה, אך עם זאת הוא יעשה זאת רק כאשר השתכנע כי היא פעלה בחוסר סבירות, בחריגה מסמכותה או בשרירות.

לעניין זה יפים הדברים שנאמרו על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב בפרשת חברת האמה בע"מ, ואשר אומצו גם על ידי בית המשפט העליון בפרשת מלונות הירדן —

"בית המשפט שלערעור מוסמך לשנות או לבטל את החלטתה של הבורסה,

134 ראו בעניין זה פרשת נמרודי לנד דבלופמנט, לעיל הערה 97, שם בעמ' 91.

135 ע"א 461/69 ביטון נ' הממונה על מס בולים, פ"ד כד(1) 50, בעמ' 55.

וכן להחליט כל החלטה, שהבורסה היתה רשאית להחליט, אולם לא יעשה כך כאשר הבורסה היתה מוסמכת לפעול כפי שפעלה, כאשר היא פעלה על סמך נתונים ושיקולים ראויים בלבד, וכאשר החלטתה היא סבירה. ובמיוחד כך כאשר ההחלטה עליה מערערים היא פרי המומחיות של הבורסה".¹³⁶

כהערת אגב לנושא הערעור על החלטת הבורסה ייאמר, כי חברה המבקשת לערער על החלטת הבורסה רשאית לדרוש מהבורסה לקבל לידיה את פרוטוקול הדיון, בו התקבלה ההחלטה שנגעה אליה, וכן העתק מהמסמכים שהוצגו לחברי דירקטוריון הבורסה אגב הדיון ולשם קבלת ההחלטה. עם זאת, נפסק על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב, כי מדובר ב"פרוטוקול רשות", קרי – הבורסה אינה מחויבת לערוך אותו, אלא היא בחרה לעשותו ביוזמתה. על כן אין היא מחויבת לרשום פרוטוקול מילולי, מדויק, אלא כזה המתעד את עיקרי הדברים. בבחינת – "דיווח אמת, ולא דיווח מלא".¹³⁷

לנוכח קביעה זו דחה בית המשפט את בקשת חברה, שביקשה לערער על החלטת דירקטוריון הבורסה, לקבל לידיה את קלטת הדיון, ואימץ את גישת הבורסה, לפיה היא מחויבת למסור לחברה את הפרוטוקול בלבד.¹³⁸

ניתן להרהר על גישה זו, המבחינה בין פרוטוקול "רשות וחובה" כאמור, בפעילותה של רשות ציבורית בכלל, ושל גוף ציבורי שמבקשים לערער על החלטתו בפרט. נדמה, כי דרישת הגילוי הנאות, שחלה כידוע לא רק בנושאי ניירות ערך, אלא גם בנושאי מינהל ציבורי ומינהל תקין, מחייבת לחשוף בפני האזרח, המערער על החלטה מינהלית, את כל המידע הרלוונטי. הדגש צריך להיות על "כל" המידע. הבורסה מתפקדת במובנים רבים כרשות ציבורית, אף אם היא התאגדה כחברה פרטית. אם לרשות ציבורית יש סיבה למנוע חשיפת קלטת של דיון, הדבר אומר דרשני, ומעיד על כוונה להסתיר ועל כך שהפרוטוקול המודפס, אינו כולל, ככל הנראה, את כל תוכן הדברים שנאמרו באותו דיון. שאם לא כך, ולא בוצעה מלאכת "עריכה" בדיוני הנהלת הבורסה, מה טעם יש לבורסה למנוע את חשיפת המידע?

136 ראו ע"ש (ת"א) 1631/92 האמה בע"מ נ' רשות לניירות ערך ואח', פ"מ תשנ"ג (2) 383. ראו גם פרשת מלונות הירדן, לעיל הערה 98, בעמ' 451. כן ראו פרשת בר-סול, לעיל הערה 114, בעמ' 9.

137 ראו – ע"ש (ת"א) 659/94 הרטן מלונאות ונופש בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (לא פורסם), דינים מחוזי כרך (7) 127.

138 יצוין, כי לצורך ההבחנה בין "פרוטוקול חובה" לבין "פרוטוקול רשות" מתבסס בית המשפט המחוזי על פסיקת בית המשפט העליון בפרשת מורדוב – בג"צ 990/92 מורדוב נ' עיריית תל אביב, פ"ד מז(1) 474.

7. שיפוט משמעתית

7.1 כללי

תקנון הבורסה קובע, כי חבר הבורסה יהיה כפוף לדין משמעתית לפי התקנון.¹³⁹ עבירת משמעת מוגדרת בתקנון כמעשה או כמחדל שבוצע בידי חבר בורסה או בידי עובד או מנהל בכיר של חבר בורסה, שהינם אחד מאלו:

- א. הפרת הוראה הקבועה בתקנון או בהנחיות על פיו, או הפרת החלטה של דירקטוריון הבורסה.
- ב. התנהגות שאינה הולמת חבר בורסה.

יודגש, כי לפי התקנון, אחראים לעבירת משמעת גם הדירקטורים של חבר הבורסה, המנכ"ל ובעל השליטה בו, אלא אם כן יוכיחו אלה שהעבירה נעברה שלא בידיעתם או שנקטו את כל האמצעים הסבירים כדי למנוע את העבירה.¹⁴⁰ יצוין, כי בהתאם לסעיף 53 לתקנון, הרי שבכל הנוגע לתאגיד בנקאי, ייחשב כמנהל בכיר בחבר בורסה, לעניין סעיפים 51–52 לתקנון (הדנים בעבירות משמעת, כאמור לעיל), רק המנכ"ל והמנהלים האחראים ליחידה או למחלקות הקשורות לשוק ניירות הערך.

7.2 בירור תלונה

הזכות להגשת תלונה שמורה לכל אדם, כאשר נוהל בירור התלונה הוא מינוי קובל, בעל השכלה משפטית, אשר מתמנה על ידי דירקטוריון הבורסה.¹⁴¹ לצורך בירור התלונה רשאי הקובל לדרוש מחבר הבורסה, שכנגדו הוגשה התלונה, או מהבורסה עצמה, כל מידע הנחוץ לו, לדעתו, לשם בירור התלונה, והחבר והבורסה מחויבים למסור לו את המידע. שיקול דעתו של הקובל רחב: יכול הוא לגנוז את התלונה, אם סבר כי אינה מגלה עבירת משמעת אף לכאורה, אך במקרה כזה הוא חייב להודיע על כך למתלונן בכתב, בצירוף נימוקיו.¹⁴² אם סבר הקובל, כי התלונה מגלה לכאורה עבירת משמעת, יפנה למושא התלונה ויבקש את תגובתו לתלונה. לאחר קבלת התגובה ולאורה, רשאי הקובל להחליט כי אין התלונה מגלה עבירת משמעת אף לכאורה, או שהינה טורדנית או קנטרנית, ואזי יגנוז את התלונה ויודיע על כך למתלונן בכתב בצירוף נימוקיו. אם סבר הקובל, כי יש בתלונה ממש, והיא מגלה לכאורה ביצוע של עבירת משמעת, יכין הקובל קובלנה

139 ראו סעיף 50 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

140 סעיף 52 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

141 קובל יכול לשמש בתפקיד זה באורח קבוע, או למקרה מסוים.

142 ראו סעיף 56 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). על החלטת קובל לגנוז תלונה, רשאי המתלונן לערור בכתב בפני יו"ר דירקטוריון הבורסה בתוך 30 יום מיום שנודעה לו ההחלטה לגנוז את התלונה.

בכתב, יפרט בה את העובדות המהותיות וכן את עבירת המשמעת המיוחסת למשיב ויפנה ליושב ראש הדירקטוריון בבקשה למנות מותב, בפניו תתברר הקובלנה.

7.3 נהלי הדין המשמעתי בבורסה

לשם דיון בעבירת משמעת, ימנה יו"ר דירקטוריון הבורסה מותב של שלושה אנשים או מספר בלתי זוגי גדול יותר, מבין חברי הדירקטוריון ומבין חברי הבורסה ועובדיהם. לפחות אחד מחברי המותב יהיה דירקטור חיצוני בדירקטוריון הבורסה ואחד מהם בעל השכלה משפטית. לדיון בקובלנה חייב מושא התלונה, המשיב, להתייצב בעצמו, אם כי הוא רשאי להיות מיוצג על ידי עורך דין.¹⁴³

למותב הדין בקובלנה, יש סמכות לכפות על כל חבר בורסה או עובד או דירקטור של חבר בורסה להתייצב בפני המותב ולהעיד בפניו או להמציא כל ראיה שתידרש על ידו. דיון משמעתי בבורסה אינו מוגבל לסדרי הדין והראיות של הליכים משפטיים המתנהלים בבתי המשפט, והמותב הדין בעניין הוא אשר יקבע את סדרי הדין ולראיות הנראים לו מתאימים לעניין.

הוראה זו תמוהה למדי, ואינה מתיישבת עם עקרונות מקובלים לפעולתם של טריבונלים מינהליים או משמעתיים אחרים. יש מקום, כי הבורסה תקבע סדרי דין, ראיות ונוהל, אשר יחולו על כל ההליכים המשמעתיים המתנהלים במסגרתה. בלתי סביר, כי כל מותב של בית דין משמעתי, יקבע לעצמו, באורח עצמאי ונפרד, את סדרי פעולתו, ללא קשר למקובל בהליכים אחרים באותו מוסד ממש. הדבר פוגע, כמובן, גם בזכויות הצד כנגדו ינוהל ההליך המשמעתי, וביכולתו לצפות מראש את מהות ההליך המשמעתי, המתנהל כנגדו.

המותב חייב לערוך פרוטוקול, אם כי אין הוא חייב להיות פרוטוקול מילולי של הדין, אלא כזה הכולל את עיקרי הדברים.¹⁴⁴

החלטות המותב תתקבלנה ברוב דעות חבריו, ואם ולא ימצא רוב דעות בקרב חברי המותב להחלטה באשר לאמצעי משמעת מסוים, תיחשב כהחלטת המותב אותה החלטה, אשר, לדעת יושב ראש המותב, מקילה ביותר עם המשיב.¹⁴⁵

7.4 ענישה

אמצעי המשמעת שניתן לחייב בהם הינם:

- א. התראה.
- ב. נזיפה.
- ג. קנס כספי שלא יעלה על 300,000 ש"ח.

143 ראו סעיף 59 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי המותב רשאי, בדומה לנעשה בבית משפט, לשחרר את המשיב עצמו מלהתייצב אם נכח במקומו עורך דינו.

144 ראו סעיפים 60–62 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

145 ראו סעיף 64 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

- ד. קנס כספי בסכום של עד פי ארבעה מסכום טובת ההנאה שנצמחה לעברייני המשמעת.
- ה. איסור או הגבלה של המשך עיסוקו של עובד או מנהל בכיר בעסקי ניירות ערך אצל חבר, לתקופה קצובה או לצמיתות.
- ו. איסור על החבר לעסוק בעסקאות שונות או בסוגי עסקאות מסוימים בניירות ערך בבורסה או מחוץ לבורסה, לתקופה שלא תעלה על שישה חודשים.
- ז. השעיית החבר לתקופה שלא תעלה על שישה חודשים.
- ח. ביטול חברותו של חבר.¹⁴⁶

עונש נוסף, שלעיתים הינו רלוונטי וחשוב למתלונן, לא פחות (ולעיתים – יותר) מאשר העונש המשמעתי, הוא חיובו של המשיב, על ידי המותב, להתנצל, באופן ובדרך שתקבע, בפני המתלונן. זאת, נוסף לכל אמצעי משמעת שיוטל על המשיב.¹⁴⁷ בכל שלב משלבי ההליך המשמעתי רשאי המותב להחליט על השעייתו הזמנית של החבר, או של עובד של חבר בורסה, או על הטלת איסור על חבר הבורסה לעסוק בסוגי עסקאות שיקבעו עד לסיום ההליכים בעניינו.¹⁴⁸

7.5 חשאיית הדיון

דיוני המותב בדין משמעתי בבורסה מתקיימים בדלתיים סגורות.¹⁴⁹ יש לבקר הוראה זו, שבוודאי אינה מתיישבת עם עקרונות פומביות הדיון ומהווה פתח לתחושת הסתרה ו"סגירת עניינים (לא נעימים) בשקט", בין שתחושות אלו מבוססות ובין אם לאו. מסך החשאיית האופף את דיוני הבורסה בדין משמעתי, אינו מתמצה בניהול הליכים סגורים וחשאיים. במרבית המקרים, וכדרך של שיגרה, נמנעת הבורסה מלפרסם את שם המשיב, כנגדו הוגשה התלונה, וזאת אף כאשר הורשע חבר הבורסה בדין משמעתי.

כיאה ל"מועדון חברים", רק "נסיבות מיוחדות המצדיקות זאת" הן אשר על פי תקנון הבורסה יצדיקו את חשיפת זהות העברייני.¹⁵⁰ גם הוראה זו ראויה לביקורת ולהרהור שני: אם חבר בורסה (ומדובר, ככלות הכול, בבנקים המסחריים או בחברות הגדולות בישראל בתחומי השקעות וניירות הערך) ביצע עבירה, בוודאי זכאי ציבור המשקיעים בבורסה לדעת אודות ביצוע עבירת המשמעת והעונש שהוטל על החבר העברייני.

מתבקש עוד, כי הבורסה תפרסם פרסום מרוכז ובאורח תקופתי את כל עבירות המשמעת שבוצעו, עם פירוט של חברי הבורסה שהועמדו לדין, מהות העבירות

146 יודגש, שניתן להטיל גם עונש על תנאי שיקבע המותב. ראו סעיף 66 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

147 ראו סעיף 68 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

148 תקופת ההשעיה לא תעלה על שלושה חודשים.

149 ראו סעיף 73 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

150 ראו סעיף 73 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

המשמעותיות, זהות המותב שישב בדין והעונשים שנגזרו על כל אחד מחברי הבורסה שהורשעו. דיווח כזה, שראוי לפרסמו לידיעת הציבור הרחב, יאפשר ביקורת ציבורית נאותה על ההליכים המשמעתיים בבורסה. הדבר גם יבטיח כי עבירות לא "יטואטאו אל מתחת לשטיח", וכי יהיה מתאם ברמת הענישה, במקרים השונים. פרסום כאמור בוודאי יסייע בהרתעה ובמקביל יאפשר, כאמור, ביקורת ציבורית.

7.6 ערעור

זכות הערעור על החלטת המותב בקובלנה מוקנית, כמובן, לשני הצדדים להליך, בתוך 30 יום ממועד מסירת ההחלטה. הערעור יידון בפני דירקטוריון הבורסה. בעת הדיון בערעור, יאפשר הדירקטוריון לקובל ולמשיב לטעון בפניו את טענותיהם, אולם הוא לא ישמע ראיות, אלא מטעמים מיוחדים שיירשמו.¹⁵¹

מעניין, כי התקנון קובע הוראות שונות לעניין הרוב הנדרש לשם הפיכת החלטת המותב או אימוצה: בעוד שלצורך דחיית הערעור, ואימוץ החלטת המותב נושא הערעור, נדרש רוב רגיל של חברי הדירקטוריון (51%), הרי שלצורך הפיכת ההחלטה וקבלת הערעור נדרש רוב מיוחס של רוב חברי הדירקטוריון (51%) המהווים 75% מחברי הדירקטוריון שנכחו בישיבה. הוראה זו נועדה, ככל הנראה, להגן על עקרון סופיות הדיון המשמעתי, אך לשם כך היא מתפשרת באופן מוגזם על עיקרון אחר והוא עקרון הצדק. שכן, מקשה היא, שלא לצורך ובלא הצדקה עניינית, על זכות הערעור על החלטות מותב בדין משמעתי.

7.7 תנאים ונוהל להשעיית חבר או לביטול חברות בבורסה

דירקטוריון הבורסה מוסמך להגביל את עיסוקו של חבר בורסה, לתקופה זמנית או באורח קבע, משמע – להשעותו מפעילות, חלקית או מלאה, בבורסה, או אף – במקרים חריגים – לבטל כליל את חברותו בבורסה. כל החלטה בעניין זה תיעשה רק לאחר שיתאפשר לחבר הבורסה להביא טענותיו בפני דירקטוריון הבורסה, טרם ההחלטה.¹⁵²

תקנון הבורסה קובע, כי דירקטוריון הבורסה רשאי לאסור על חבר לעסוק בעסקאות מסוימות או בסוגי עסקאות מסוימים בניירות ערך, במסחר בבורסה או מחוץ לבורסה, לתקופה שיקבע הדירקטוריון, וזאת במספר מקרים:¹⁵³

1. מונה לחבר הבורסה מפרק זמני או כונס נכסים, או שנתקבלה על-ידו החלטה על פירוק מרצון.
2. הוגשה בקשה לפירוק חבר הבורסה בעילה של חדלות פירעון, והבקשה לא הוסרה או לא נמחקה תוך 30 יום.

151 ראו סעיפים 70–71 לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

152 ראו סעיף 83 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

153 ראו סעיף 75 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

דיני ניירות ערך

3. חבר הבורסה חדל מלקיים את תנאי הכשירות המפורטים בתקנון או בהנחיות הבורסה.
4. אם קבלת החבר לבורסה הותנתה בקיום מספר דירקטורים או בעלי מניות ומספר זה פחת מכל סיבה שהיא, ולא הושלם תוך המועד שנקבע בדרישת הבורסה.
5. התגלו פגמים מהותיים בניהול עסקיו התקין של חבר הבורסה, ופגמים אלו לא תוקנו תוך המועד שנקבע בדרישת הבורסה.
6. החבר לא פעל בהתאם להחלטת הדירקטוריון ולא השעה מנהל בכיר או עובד שלו, המייצג את חבר הבורסה בדירקטוריון הבורסה או ועדותיו, השעיה שנדרשה בשל הגשת כתב אישום כנגד אותו עובד או מנהל בכיר.
7. חבר הבורסה לא פעל בהתאם להחלטת מותב בדין משמעת.
8. אם בעל השליטה בחבר בורסה נקלע לחדלות פירעון, להליכי פירוק, או לכל אחד מהמקרים המפורטים בפסקאות 1-5 לעיל, ולדעת דירקטוריון הבורסה הדבר עלול להשפיע על פעילות חבר הבורסה.
9. הוגש כתב אישום נגד חבר הבורסה או כנגד בעל שליטה בו ולנוכח חומרת כתב האישום סבור דירקטוריון הבורסה, כי יש לאסור על החבר מלעסוק בעסקאות מסוימות או בסוגי עסקאות מסוימים.
10. הותלה או בוטל רשיונו של חבר הבורסה לעסוק בניהול תיקים או בייעוץ השקעות על פי חוק הייעוץ, ולנוכח חומרת המעשה או המחדל, בגינם הותלה או בוטל הרישיון, סבור דירקטוריון הבורסה, כי יש לאסור על חבר הבורסה מלעסוק בעסקאות מסוימות או בסוגי עסקאות מסוימים.

זאת ועוד, דירקטוריון הבורסה רשאי להשעות חבר מחברותו בבורסה, לתקופה שיקבע, ובלבד שלא תעלה על שישה חודשים, בכל אחד מהמקרים המנויים להלן:¹⁵⁴

1. מונה לחבר הבורסה מפרק זמני או כונס נכסים או שנתקבלה על-ידו החלטה על פירוק מרצון, או שהוגשה כנגדו בקשה לפירוק בעילה של חדלות פירעון, והבקשה לא הוסרה או לא נמחקה תוך 30 יום.
2. החבר חדל מלקיים את תנאי הכשירות לחברות בבורסה, כאמור בתקנון או בהנחיות הבורסה.
3. חבר הבורסה אינו מגלה פעילות ממשית ורצופה בבורסה.
4. קבלת החבר לבורסה הותנתה בקיום מספר דירקטורים או בעלי מניות, ומספר זה פחת מכל סיבה שהיא, ולא הושלם תוך המועד שנקבע בדרישת הבורסה.

154 ראו סעיף 76 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). החלטת הדירקטוריון בעניין השעיה מחייבת רוב מיוחד של רוב חברי הדירקטוריון המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון.

5. התגלו פגמים מהותיים בנהלי עסקיו של חבר הבורסה, ואלו לא תוקנו תוך המועד שנקבע בדרישת הבורסה.
6. חבר הבורסה לא פעל בהתאם להחלטת הדירקטוריון.
7. חבר הבורסה לא פעל בהתאם להחלטת מותב בדין משמעת.
8. אם נקלע בעל השליטה בחבר-בורסה לחדלות פירעון, להליכי פירוק, או לכל אחד מהמקרים המפורטים בפסקאות 1-5 לעיל, ולדעת דירקטוריון הבורסה עלול הדבר להשפיע על חבר הבורסה.
9. הוגש כתב אישום נגד חבר הבורסה, או כנגד בעל שליטה בו, ולנוכח חומרת כתב האישום סבור דירקטוריון הבורסה, כי יש לאסור על החבר לעסוק בעסקאות מסוימות, או בסוגי עסקאות מסוימים.
10. הותלה או בוטל רשיונו של חבר הבורסה לעסוק בניהול תיקים או בייעוץ השקעות על פי חוק הייעוץ, ולנוכח חומרת המעשה או המחדל, בגינם הותלה או בוטל הרישיון, סבור דירקטוריון הבורסה, כי יש להשעות את חבר הבורסה.

הצעד החריף ומרחיק הלכת ביותר מבחינת חבר בורסה הוא ביטול חברותו בבורסה. צעד נדיר כזה יינקט על ידי דירקטוריון הבורסה רק באחד מהמקרים המפורטים להלן:¹⁵⁵

1. מונה לחבר הבורסה מפרק או מפרק זמני או כונס נכסים, או שנתקבלה על ידו החלטה על פירוק מרצון, או שהתפרק.
2. חבר הבורסה חדל לקיים את תנאי הכשירות המפורטים בתקנון או בהנחיות הבורסה.
3. חבר הבורסה אינו מגלה פעילות ממשית ורצופה בבורסה.¹⁵⁶
4. חבר הבורסה הורשע בעבירה שיש עימה קלון.
5. קבלת החבר לבורסה הותנתה בקיום מספר דירקטורים או בעלי מניות, ומספר זה פחת מכל סיבה שהיא, ולא הושלם תוך המועד שנקבע בדרישת הבורסה.
6. התגלו פגמים מהותיים בניהול עסקיו התקיין של חבר ואלו לא תוקנו תוך המועד שנקבע בדרישות הבורסה.
7. מותב גזר בדין משמעת על החבר עונש של ביטול חברות.

155 ראו סעיף 78 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). החלטת הדירקטוריון בעניין השעיה מחייבת רוב מיוחד של רוב חברי הדירקטוריון המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון.

156 הגדרה זו רחבה ועמומה ביותר, ככל הנראה, על מנת להקנות להנהלת הבורסה שיקול דעת מירבי בסוגיה זו. ואולם, הרחבה זו עלולה להימצא בלתי סבירה ואינה רצויה, שכן היא עלולה לאפשר להנהלת הבורסה להפסיק חברותו של חבר, גם בשל טעמים לא-ענייניים. זאת, בשל העובדה שהמונח "פעילות ממשית ורצופה" אינו מוגדר ואף אינו מתוחם בתקופת זמן כלשהי.

דיני ניירות ערך

8. החבר לא פעל בהתאם להחלטת הדירקטוריון.
9. חבר הבורסה לא פעל בהתאם להחלטת מותב בדיון משמעת.
10. נקלע בעל השליטה בחבר בורסה לחדלות פירעון, להליכי פירוק, או לכל אחד מהמקרים המפורטים בפסקאות 1-5 לעיל, ולדעת דירקטוריון הבורסה הדבר עלול להשפיע על חבר הבורסה.
11. הותלה או בוטל רשיונו של חבר הבורסה לעסוק בניהול תיקים או בייעוץ השקעות על פי חוק הייעוץ, ונוכח חומרת המעשה או המחדל, בגינם הותלה או בוטל הרישיון, סבור דירקטוריון הבורסה כי יש לבטל את חברותו של חבר הבורסה.

סמכות נוספת של דירקטוריון הבורסה כנגד חבריו, היא יכולתו לדרוש מחבר בורסה להשעות מנהל בכיר או עובד שלו, המייצג את החבר בבורסה או המכהן בדירקטוריון הבורסה או בוועדה מוועדות שמינה הדירקטוריון, אם הוגש נגד המנהל הבכיר או העובד כתב אישום, וחומרת כתב האישום מצדיקה, לדעת הדירקטוריון, את השעייתו.¹⁵⁷

החלטת דירקטוריון הבורסה בדבר ביטול חברות, השעיית חבר, איסור על חבר מלעסוק בעסקאות מסוימות, או על כך שחבר ישעה מנהל או עובד שלו, תפורסם בצירוף עיקרי הנימוקים להחלטה.¹⁵⁸

8. שיטת המסחר בבורסה – שיטת ה"רצף"

8.1 כללי

מן הראוי להרחיב אודות שיטת המסחר הנהוגה כיום בבורסה לניירות ערך בתל אביב, שיטת ה"רצף" אשר הונהגה בה החל משנת 1997. שיטה זו הינה, ללא ספק, מתקדמת ביותר והיא הפכה את המסחר בניירות ערך בבורסה של תל אביב למסחר יעיל, מודרני ומתקדם, בדומה לבורסות אחרות ברחבי העולם.

המסחר בשיטת הרצף מושתת כולו על מערך ממוחשב המורכב מתחנות מסחר ומחשבים מרכזיים, המחברים ביניהם ברשת תקשורת. חברי הבורסה מזרימים את פקודות הקנייה המכירה של המשקיעים ממחשביהם אל מחשב הבורסה. המערך הממוחשב של הבורסה הוא זה אשר מבצע את כל יתר הפעילויות הקשורות במסחר – כגון קביעת שער, העברת פקודות משלב מסחר אחד למשנהו ומתן מידע. מערך המחשבים של הבורסה ניזון משני מקורות עיקריים:

1. מחשבים מרכזיים, המקושרים לסניפים וללקוחות, כאשר הוראות המסחר

¹⁵⁷ ראו סעיף 81 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה). יצוין, כי החלטה כאמור מחייבת רוב מיוחד של רוב חברי הדירקטוריון המהווים לפחות 75% מהנוכחים בישיבת הדירקטוריון.

¹⁵⁸ ראו סעיף 82 לפרק ח' לתקנון הבורסה (מדריך לחברי הבורסה).

מועברות מסניפי חברי הבורסה אל המחשב המרכזי של הבנק (או של חבר הבורסה), ומשם מועברות אוטומטית למחשב המסחר בבורסה.
2. אינטרנט: משקיעים מהציבור יכולים כיום לבצע פעולות באמצעות שירותי מסחר מקוון (On-Line) באמצעות האינטרנט, שמציעים כיום כל חברי הבורסה.

8.2 יתרונות שיטת "הרצף"

ניתן למנות מספר יתרונות חשובים לשיטת "הרצף" ביחס לשיטות המסחר השונות שהיו מקובלות במשך השנים בבורסה לניירות ערך בתל אביב:

- (1) תגובות בזמן אמת
המסחר הרציף, הממוחשב והסימולטני בשיטת ה"רצף", מאפשר למשקיעים להגיב בזמן אמת, קרי – באורח מיידי, על כל התפתחות בשוק.
- (2) דיוק בקביעת עדיפות הפקודות השונות
סדר הפקודות בשיטת ה"רצף" נקבע לפי שני פרמטרים: האחד – הגבלת השער (Limit) שנתן הלקוח; השני – מועד קבלת הפקודה בבורסה. העובדה, שהקביעה נעשית באופן ממוחשב, מבטיחה שהיא תהיה מדויקת ואמינה.
- (3) רציפות בין שלבי המסחר
שיטת "הרצף" מאפשרת רציפות בין שלבי המסחר, כאשר פקודות שלא בוצעו בשלב הפתיחה, עוברות באופן אוטומטי לשלב המסחר הרציף.
- (4) תמונה מלאה על המסחר
שיטת "הרצף" מעניקה למשקיעים תמונה מלאה, מפורטת ומדויקת, בכל רגע נתון, של כל הפעילות בשוק באותה עת. זאת, הן באשר למצב המסחר כולו בשוק והן באשר לנייר ערך כזה או אחר, באורח פרטני. יתר על כן, ניתן לקבל מן המערכת, בכל נקודת זמן, לא רק את הנתונים הסופיים לגבי שער כל ניירות הערך. ניתן אף לקבל – בכל רגע נתון – את היקפי המסחר, את פירוט כל הפקודות שהוזרמו בכל נייר ערך ואת כל העסקאות שבוצעו בו. כך ניתן לעקוב אחר "מגמות המסחר" ויכול המשקיע לאתר שינויי מגמה, עובדה המאפשרת לו להגיב לשינוי מגמה ב"זמן אמת".

8.3 שלבי המסחר

(1) כללי

יום המסחר בבורסה בשיטת "הרצף" מורכב ממספר שלבים:

שעה 08:30 – תחילת שלב טרום הפתיחה.

שעה 09:50–09:45 – מסחר פתיחה במניות ת"א-100 ותל-טק¹⁵⁹.

¹⁵⁹ באשר למסחר הפתיחה במניות ת"א-100 ותל-טק 15 ייאמר, כי הוא מתקיים במועד הנקבע מדי יום באופן אקראי בין השעות 09:45 ל-09:50.

דיני ניירות ערך

—	מסחר פתיחה במניות היתר ובניירות ערך המירים.	שעה 10:30
—	מסחר רציף.	שעה 09:45/10:30–16:40
—	חישוב שערי נעילה. ¹⁶⁰	שעה 16:40–16:45
—	מסחר בשער נעילה.	שעה 16:40/16:45–17:00

(2) סוגי הפקודות העיקריות

הפקודות העיקריות שניתן להגיש למסחר בבורסה הן:

- (1) פקודת "שער" או "לימיט" – Limit (שסימונה – LMT): פקודה המוגשת בהגבלת שער.¹⁶¹
- (2) פקודת "שער למסחר הפתיחה" (שסימונה – LMO): פקודה המוגשת בשלב טרום-פתיחה, ומוגבלת בשער.¹⁶²
- (3) פקודת "שוק" או "Market" (שסימונה – MKT): פקודה המוגשת לביצוע בשער הטוב ביותר בשוק, וניתנת להגשה בשלב הרציף בלבד.
- (4) פקודת "בצע בשער הנעילה" או "At The Closing" (שסימונה – ATC) מוגשת למסחר בשער הנעילה, מיועדת בשלב זה בשער הנעילה בלבד.¹⁶³

(3) שלב טרום פתיחה

פקודות קנייה ומכירה של ניירות ערך מוזרמות אל מחשב המסחר בבורסה, המעבד את הפקודות. בשלב זה ניתן להגיש שני סוגי פקודות בלבד:

- (1) פקודת "לימיט" – LMT – פקודה רגילה המוגבלת בשער נייר הערך באותו יום;
- (2) פקודת "שער למסחר פתיחה" – LMO – פקודה המוגבלת בשער, אשר תבוצע בשלב הפתיחה בלבד.

החל מהשעה 09:00, כמחצית השעה לאחר תחילת הפעילות, מחשבת הבורסה ומציעה ברציפות את השער התיאורטי ואת המחזור התיאורטי לכל נייר ערך. נוסף לכך, מציגה הבורסה גם את סכומי הפקודות בשערי הקנייה ובשערי המכירה הטובים ביותר. בשלב זה יכולים המשקיעים להגיש גם פקודות קטנות מאוד, אף לקניית מניה אחת.

תנודות שער הפתיחה מוגבלות לעלייה או לירידה של עד 35% בהשוואה לשער הבסיס של נייר הערך.¹⁶⁴

160 חישוב שערי נעילה למניות ולניירות ערך המירים מתבצע במועד הנקבע מדי יום באופן אקראי בין השעות 16:40 ל-16:45.

161 פקודת LMT שלא בוצעה במסחר הפתיחה, עוברת אוטומטית למסחר הרציף כפקודת LMT שלא בעדיפות הזמן המקורית.

162 אם הפקודה לא בוצעה בשלב הפתיחה, היא מתבטלת ואינה עוברת לשלב הרציף.

163 פקודת ATC שלא בוצעה בשלב הנעילה – תבטל ביחד עם כל שאר הפקודות הבלתי מבוצעות בסוף יום המסחר.

164 עד 15 דקות לפני סיום השלב ניתן לבטל או לשנות כל פקודה שהוגשה לרצף.

(4) שלב המסחר בפתיחה

זהו השלב, בו נקבע שער הפתיחה למניות שונות. תחילה, מתבצע מסחר פתיחה במניות הנכללות ברשימת "ת"א-100".¹⁶⁵ כן כולל המסחר בשלב זה את המניות הנכללות ברשימת "תל-טק 15".

שער הפתיחה לכל מניה הוא נקודת המפגש בין הביקוש הכולל לבין ההיצע הכולל, שבה מושג מחזור המסחר הגדול ביותר בכל נייר ערך. מסחר הפתיחה לכל נייר ערך נמשך שניות ספורות ובתוך מספר דקות מתבצעות כל העסקאות בשלב זה. מיד לאחר מכן מועברות הפקודות מסוג "לימיט" – LMT (פקודות המוגבלות בשער) שלא בוצעו בשלב הפתיחה, באופן אוטומטי, למסחר הרציף.¹⁶⁶ בשעה 10:15 מתבצע מסחר פתיחה בשיטה זהה במניות "יתר", כל המניות שאינן נכללות במדד ת"א-100 ואינן ניירות ערך המירים.

(5) שלב המסחר הרציף

מיד עם קביעת שער הפתיחה לנייר ערך מתחיל בו מסחר רציף, דו-צדדי ומקביל, המתנהל באותו זמן בכל ניירות הערך. כאשר נוצר מפגש בין פקודת רכישה ופקודת מכירה לאותו נייר ערך, בשער או בכמות זהים או מתאימים, תתבצע עסקה. פקודות שלא נפגשו עם "בני זוג", ולא יצרו עסקה למכר נייר ערך, נרשמות וממתינות למפגש המיוחל. בשלב המסחר הרציף ייקלטו פקודות בשווי העולה על 2,000 ש"ח לכל ניירות הערך, למעט ביחס למניות מרשימת "ת"א-25",¹⁶⁷ שסכום המינימום ביחס אליהן בשלב זה הוא – 5,000 ש"ח.

חשוב להדגיש, כי להבדיל משיטות המסחר הקודמות, כגון שיטת המסחר במניות הכר"מ, אין כיום מגבלה על תנודות השערים.¹⁶⁸

שלב המסחר הרציף מסתיים בקביעת שער נעילה לכל נייר ערך, המחושב לפי ממוצע השערים של העסקאות האחרונות שבוצעו באותו נייר ערך באותו יום. מיד עם חישוב השער ופרסומו, עובר המסחר לשלב הבא והאחרון – המסחר בשער הנעילה, כאשר פקודות או חלקי-פקודות שלא בוצעו בשלבי המסחר הקודמים, עוברים למסחר בשער הנעילה.

165 זוהי רשימה הכוללת את 100 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר.

166 ואולם, פקודות מסוג LMO שלא בוצעו, מתבטלות. כל הפקודות מסוג LMT שלא התבצעו, עוברות באופן אוטומטי למסחר הרציף, בעדיפות הזמן ובהגבלת השער המקוריים.

167 זוהי רשימה של 25 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר, הנכללות ברשימת 75 המניות בעלות המחזור הגבוה ביותר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

168 יצוין, עם זאת, כי הנהלת הבורסה רשאית להפסיק את המסחר בניירות ערך באופן יזום אם מתרחשת בו קריסת שערים או כאשר מתרחש אירוע מהותי. עוד יצוין, כי פקודה הגבוהה או הנמוכה משער נייר הערך ביותר מ-35%, תוגדר כפקודה יוצאת דופן ולא תבוצע. על כך ראו בסעיף 8.4 להלן.

(6) המסחר בשער הנעילה

שלב זה הינו קצר יחסית, ובדומה לשלבי המסחר הקודמים, אף הוא רציף וברזמני.

המגבלה היחידה החלה בשלב מסחר זה היא, כי כל העסקאות במהלכו יהיו אך ורק בשער הנעילה, שפורסם קודם לתחילת שלב זה.¹⁶⁹ כל הפקודות שלא בוצעו במהלך יום המסחר מבוטלות, על ידי הבורסה, בסופו.

8.4 הערות נוספות על שיטת המסחר

שיטת "הרצף" כוללת מספר מנגנוני הגנה המחזקים את הפיקוח על המסחר ומאפשרים בכך מסחר מסודר, הוגן ו"שקוף" יותר.

8.4.1 "מנתקי זרם"

כאשר מתרחשים שינויים חדים בשערי ניירות הערך בשלב המסחר הרציף, ומדד ת"א-25 עולה או יורד בצורה חדה, מופעלים בשיטת הרצף מנגנונים המכונים "מנתקי זרם" (Circuit Breaker), כמקובל בבורסות אחרות בעולם. "מנתק זרם" הוא מנגנון היוצר הפסקת מסחר קצובה ומוגבלת בזמן. במקרים חריגים ביותר וקיצוניים, יכול מנתק הזרם לגרום להפסקת מסחר כללית, למשל, כאשר התנועה במדד המניות של רשימת ת"א-25 חורגת מהגבולות שהוגדרו.

8.4.2 הגבלות בדבר למתן פקודה יוצאת דופן

פקודת מכירה בשער נמוך ב-35% או יותר מהשער האחרון שנקבע לנייר ערך או, לחלופין – פקודת קנייה בשער הגבוה ב-35% או יותר מהשער האחרון – יידחו אוטומטית בשיטת הרצף. "מסנן הגנה" זה מיועד למנוע עסקאות, שמקורן בטעות מצד המשתמשים או בניסיון להשפיע בדרכים שאינן כשרות על מהלך המסחר.¹⁷⁰

8.4.3 הפסקות מסחר

על אף השאיפה לשמור ככל האפשר על רציפות המסחר, רשאית הבורסה לבצע הפסקות מסחר יזומות בניירות ערך שונים, בהתאם להתפתחויות, להודעות או לדיווחים מיידיים הזורמים מהתאגידים המדווחים.

הפסקת מסחר – למשך חלק מיום המסחר או לכולו – נדרשת כאשר תאגיד מפרסם דו"חות כספיים, או כאשר התכצעה עסקה להעברת שליטה בחברה בורסאית, או עסקה מהותית אחרת. לחלופין, כאשר פרסמה החברה דיווח מידי הכולל מידע מהותי לציבור המשקיעים, והדבר מצדיק שהות שמטרתה לאפשר לציבור המשקיעים

169 יצוין, כי בדומה לשלב הפתיחה, גם בשלב זה אין מגבלת מינימום על גודל הפקודה.
170 יודגש, עם זאת, כי קיימת בכל זאת אפשרות לבצע פקודות כאלו, אך הדבר מחייב פנייה מיוחדת להנהלת הבורסה.

לקלוט את המידע, להפנימו ולעכלו כראוי. בלעדי שהות זו, שאורכה יהא על פי הנדרש לדעת הנהלת הבורסה, לא יוכל ציבור המשקיעים להגיב כראוי ובשיקול דעת לאירועים המתרחשים.

8.5 "עושי שוק"

בחודש דצמבר 2002 אימצה הרשות לניירות ערך את מסקנות ועדת האזור להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה. ועדת האזור התבקשה להתייחס, בין השאר, לתרומתם האפשרית של עושי שוק לשכלול שוק ההון בישראל, בהתחשב בשיטת המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב (שיטת הרצף) ובמאפייני המסחר והמגבלות החוקיות.

בראש הוועדה עמד הכלכלן הראשי של הרשות, פרופ' שמואל האוזר, ויתר חבריה היו – דרור שליט מהבורסה, שרה פרוש ואלעזר אמיר-הימל מהרשות לניירות ערך, עדי ריבלין ממשרד האוצר ומיקי קהן מבנק ישראל. מסקנת הוועדה היתה, שקיומם ופעילותם של עושי שוק בבורסה בתל אביב, עשויים לשמש אמצעי חשוב לשיפור הנזילות והמסחר בניירות ערך בבורסה.

בעקבות אימוץ המלצות הוועדה, אכן אישרה הרשות לניירות ערך בחודש יולי 2003 את ההסדר ליצירת מוסד "עושי שוק" בבורסה לניירות ערך בתל אביב, והמליצה בפני שר האוצר לאשר את הפרק בתקנון הבורסה העוסק בעשיית שוק. מטרת ההסדר החדש היא להבטיח את קיומו של המסחר התקין וההוגן בבורסה בתל אביב באמצעות עושי השוק. תפקידם של עושי השוק יהיה לספק נזילות, כמקובל בבורסות אחרות בעולם. הרשות לניירות ערך החליטה לאמץ את שני המודלים שהציעה ועדת האזור להסדרת פעילות עושי שוק בניירות ערך: המודל הראשון עניינו עשיית שוק בניירות ערך שמנפיקים תאגידים בבורסה, קרי – מניות וניירות ערך חלופיים (אופציות ואיגרות חוב). המודל השני עניינו עשיית שוק באגרות חוב ממשלתיות ומילווים קצרי מועד (מק"מ).

שני המודלים שהציעה ועדת האזור מבוססים על ארבעה עקרונות: ראשית, עיקר תפקידו של עושה השוק הוא לספק נזילות לשוק; שנית, פעילות עשיית שוק תשולב בשיטת המסחר הנוהגת בבורסה בתל אביב, בלי שיהא צורך לשנותה;¹⁷¹ שלישית, פעילות עושה השוק תהיה כפופה למגבלות קבועות וידועות מראש, כגון מרווח מחירים מירבי וכמות ניירות ערך מיזערית שתיכלל בכל ציטוט של עושה השוק;

רביעית, על מנת לקדם את פעילות עושי שוק, יינתנו להם תמריצים;¹⁷²

171 שיטת מסחר ה"רצף" הנהוגה בבורסה בתל אביב היא שיטה ממוחשבת, מונעת על ידי פקודות (order-driven).

172 נוסף לכך, הוחלט לאמץ את המלצת ועדת האזור, שאין מניעה לצטט מרווחי קנייה-מכירה

- בכללי הבורסה ייכללו תנאים מפורטים לעניין פעילותם של עושי שוק בבורסה. לענייננו נסתפק בציון עיקרי הכללים ובתמצית ההסדר לפעילותם:
1. עושה שוק יתחייב שבמהלך המסחר יוזרמו פקודות ביקוש והיצע שלו בספר הפקודות ובמועדים, ולפי מרווחים ובכמויות שייקבעו בהנחיות ובהחלטות של דירקטוריון הבורסה.
 2. כל חברה תוכל לשמש עושה שוק בנגזרים, כפוף למגבלות הקבועות בהסדר.
 3. במניות ובאג"ח יוכלו להיות עושי שוק חברי בורסה בלבד או חברות בנות של חברי בורסה.
 4. עושה השוק יבצע את פעילותו לחשבון "נוסטרו" שיוחד לעניין זה. הוא לא יוכל לפעול בניירות ערך שהונפקו על ידי חברה שבשליטתו או חברה השולטת בו.
 5. עושה שוק יפעל במסחר במסגרת הכללים הקיימים של המסחר ברצף, ולא תהיה לו עדיפות במסחר או במידע על פני המשקיעים האחרים. הבורסה תזהה את פקודות עושה שוק באמצעות "מספר זיהוי מיוחד" שיינתן על ידי הבורסה לחשבון, אשר בו יפעל עושה השוק.
 6. עושה השוק יגיש פקודות למסחר ברצף, בהתאם לתנאי מינימום שייקבעו על ידי הבורסה, הנוגעים בעיקר למרווח המירבי (Spread) בין מחירי הקנייה למחירי המכירה ולכמות המיזערית בכל ציטוט של קנייה ומכירה. הציטוטים יתבצעו לפחות בכ-80% מזמן המסחר.
 7. הבורסה תפעיל פיקוח ובקרה על עושי השוק ותוודא כי הם עומדים בתנאי המינימום לציטוטים.
 8. עושה שוק, שלא יעמוד בתנאי המינימום לציטוטים במשך שני ימי מסחר רצופים או בשישה ימי מסחר לא-רצופים במהלך תקופה של שישה חודשים, יהיה צפוי לביטול רשיון עושה השוק שלו על ידי הבורסה.
 9. הבורסה תעודד את כניסתם של עושי שוק לפעילות בניירות ערך נגזרים, באמצעות תמריצים שונים ולרבות – מתן הנחות בעמלות.

9. מגבלות החלות על חברי דירקטוריון ועובדי הבורסה בביצוע פעולות בניירות ערך

על חבר דירקטוריון הבורסה ועל עובדי הבורסה חלות אותן מגבלות החלות על חברי הרשות לניירות ערך, בכל הנוגע לביצוע פעולות בניירות ערך ולדיווח עליהן, כאמור בסעיף 5 לחוק. מגבלות אלו עניינן, ראשית – בהגבלות על רכישת ניירות ערך, ושנית – בחובות דיווח על ביצוע פעולות בניירות ערך.

במהלך המסחר בבורסה גם בידי מי שלא מונה לפעול כעושה שוק. במילים אחרות, לא כל סוחר בניירות ערך שנותן ציטוטים ייחשב ל"עושה שוק". לגישת הרשות לניירות ערך, ייחשב כעושה שוק רק מי שיטול על עצמו חובות וזכויות בקשר לציטוט ניירות ערך, ויהיה נתון לפיקוח. יובהר, כי "ציטוט" (quote) הוא קביעת מחיר מוצע לקנייה או למכירה של נייר ערך.

סעיף 45ג לחוק מחיל על חבר דירקטוריון הבורסה ועל עובדי הבורסה את הוראות סעיף 5 לחוק, שעל פיהן אסור לחברי הרשות לניירות ערך לרכוש כלל ניירות ערך, אלא בהיתר מאת שר האוצר.¹⁷³ זאת ועוד, גם אם קיבל חבר הרשות או עובד הבורסה או חבר דירקטוריון בבורסה היתר, כאמור, חלה עליו חובה לדווח על אחזקותיו בניירות ערך, תוך שבעה ימים ממינויו. יצוין, כי כאשר לעובדי הרשות לניירות ערך, ייעשה הדיווח לרשות לניירות ערך ולשר האוצר, ואילו כאשר לעובדי הבורסה וחברי הדירקטוריון שלה, הדיווח ייעשה ליו"ר הרשות לניירות ערך וליו"ר דירקטוריון הבורסה.¹⁷⁴

10. מגבלות החלות על עובדים של חברי הבורסה בכיצוע פעולות בניירות ערך

עובדיהם של חברי הבורסה מוגבלים בפעילות בניירות ערך בדרך שנועדה למנוע, או ליתר דיוק – להקטין, את האפשרות של שימוש במידע פנים, ניצול של ניגוד עניינים וכד'.¹⁷⁵

כפי שהובהר בראשית פרק זה, חברי הבורסה לניירות ערך בתל אביב הם הבנקים המסחריים בישראל, חברות ניהול תיקים והשקעה גדולות, וכד'. סעיף 52ט לחוק קובע, כי עובד של חבר בורסה לא יקנה ולא ימכור ניירות ערך הנסחרים בבורסה, אלא במהלך המסחר בבורסה ועל פי הוראה בכתב שנתן לפחות יום אחד לפני ביצוע הפעולה.

במילים אחרות, על עובד של חבר בורסה, יחולו הוראות מחמירות, הכוללות –
(1) הוראה בכתב (ולא הוראה טלפונית, למשל, כפי שמקובל במקרים רבים);
(2) מתן הוראה בעיכוב של יום אחד לפחות (משמע, נאסר עליו לתת הוראות ולבצע פעולות במהלך יום המסחר עצמו, לאותו יום);
(3) נאסר עליו לבצע פעולות מחוץ לבורסה, כגון עסקאות מכר-רכש ישירות בין קונה למוכר. מטרת הוראה זו היא לוודא פומביות הפעולות ולהבטיח את חשיפתן. החוק קובע שתי מגבלות חשובות נוספות על פעילותם בניירות ערך של עובדי חברי הבורסה:

מגבלה ראשונה נוגעת לדרך ניהול החשבון: חשבון ניירות ערך של עובד של חבר

173 בהתאם להוראת סעיף 5(א) לחוק יכול היתר כזה להיות כללי או מותנה לגבי ניירות ערך מסוימים.

174 ראו סעיף 45ג לחוק.

175 יובהר, כי כ"עובד" יוגדרו לא רק עובדים של חברי הבורסה, אלא גם של חברי דירקטוריון הבורסה. עוד נכללים בקטיגוריה זו בני משפחתם של כל האמורים, קרי – בן זוג, ובן זוג "שפרנסתו עליו" (על עובד הבורסה), וכן תאגיד שבשליטת כל אחד מאלה. ראו סעיף 52ט(א) לחוק.

הבורסה חייב להתנהל על שמו של העובד וכן חובה כי הוא יתנהל אצל אותו חבר הבורסה בו הוא עובד.¹⁷⁶

מגבלה שנייה, נוגעת לדרך ביצוע הפעולות בניירות ערך: אם העובד עוסק במהלך עבודתו בביצוע עסקאות בניירות ערך, הרי שכאשר הוא מבקש לפעול בעבור עצמו, חייבות פעולותיו להיות מוזרמות רק על ידי אותו חבר בורסה בו מועסק העובד, ורק באמצעות הסניף בו מועסק העובד (כאמור, חלה הוראה זו גם על דירקטור בבורסה, גם על "בן זוג", וגם על תאגיד שבשליטת כל אחד מאלה). להבדיל, אם העובד אינו עוסק בביצוע עסקאות בניירות ערך, הרי שכאשר הוא מבקש לפעול בעבור עצמו, חייבות פעולותיו להיות מוזרמות על ידי אותו חבר בורסה ובאמצעות הסניף בו מתנהל החשבון.

מטרת הוראות אלו היא לקיים פיקוח ובקרה על פעולותיהם של עובדי חברי הבורסה, החשופים מכח עבודתם למידע רב, לעתים – למידע פנים. ברור, כי עובדים של חברי הבורסה חשופים, או שהם בעלי פוטנציאל לחשיפה, בפני שלל הזדמנויות לביצוע עבירות בניירות ערך או לביצוע פעולות בניגוד עניינים או תוך הפרת אמונים (הן של לקוחותיהם והן של מעסיקיהם).¹⁷⁷

176 יש להעיר, כי מאחר שגם בן הזוג מוגדר כ"עובד", כאמור, הרי שאין מניעה שחשבון יתנהל על שם שני בני זוג, למשל. הוא הדין (אם כי אין על כך אמירה מפורשת בלשון החוק) לגבי החזקת ניירות ערך בחשבון המתנהל על שם תאגיד שבשליטתו של העובד: חשבון כזה אמור לספק את דרישת ניהול חשבון "על שמו" של העובד, ובלבד שהשליטה בתאגיד נותרת כל העת בידי העובד.

177 לפסיקה בעניין עבירות של עובדי חברי בורסה (בעיקר – עובדי בנקים מסחריים), ראו ת"פ (ת"א) 209/89 מדינת ישראל נ' אשכנזי (לא פורסם); ת"פ (ת"א) 1326/92 מדינת ישראל נ' קפלינסקי (לא פורסם). כן ראו ת"פ (ת"א) 2126/99 מדינת ישראל נ' מאיו ואח' (לא פורסם).