

האם מסחר במניות או באגרות חוב ב-TASE UP אין משמעו שהחברה היא

חברה ציבורית או חברת איגרות חוב?

ערן רוזמן*

מבוא

רשימה זו דנה בשאלה האם חברה ישראלית שמניותיה או איגרות החוב שלה רשומות למסחר ב-TASE UP – מערכת מסחר ממוחשבת שמקיימת הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (שתכונה להלן: הבורסה או הבורסה בתל-אביב) הפתוחה להשקעה בידי משקיעים מוסדיים – נחשבת לחברה ציבורית או לחברת איגרות חוב, לפי העניין? סוגיה זו מעניינת כי היא מעמדת בין שתי מערכות המקיימות זיקה רעיונית בין זו לזו: דיני ניירות ערך הפוטרים רישום כזה ממשטר הגילוי שהם כופים על חברות המציעות ניירות ערך לציבור מצד אחד, ודיני החברות שמהדיון המתקיים ברשימה זו עולה כי הם מחילים על החברות הללו את האסדרה התאגידית המקיפה של חברות ציבוריות וחברות איגרות חוב מן הצד האחר. וכפי שנראה להלן, תוצאה זו נכונה לא רק במישור הפוזיטיבי אלא גם במישור הדין הרצוי.

בתחילת הרשימה תוצג ההבחנה בין חברות ציבוריות, שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה, לבין חברות פרטיות, אשר עיקר ההסדרים התאגידיים לגביהן אמורים להיקבע חוזית בין בעלי המניות. בהמשך, תוצג ה-TASE UP – מערכת המסחר של הבורסה בתל-אביב שמאפשרת מסחר באגרות חוב ולאחרונה גם במניות. בהקשר זה, יוצגו השאלה שבמוקד הרשימה, לגבי תחולת ההגדרות של "חברה ציבורית" ו"חברת איגרות חוב" על חברות שמניותיהן או איגרות החוב שלהן, לפי העניין, רשומות למסחר ב-TASE UP, והמענה החיובי לשאלה זו, לאור התקיימות התנאים של "בורסה" ורישיון. משכך הדבר, תידון השאלה האם התוצאה האמורה היא רצויה? וגם לשאלה זו יינתן מענה חיובי, שכן בנסיבות האמורות לא ניתן להסתמך על פתרון חוזי. כן יוצגו, להשוואה, בקליפת אגוז, השווקים הקיימים בארצות הברית למסחר בניירות ערך בחברות שטרם הציגו ניירות ערך לציבור (IPO). לסיום, תוצג הצעת חוק לתיקון חקיקה בהקשר של ה-TASE UP, המאפשרת לפטור חברות מתחולת הדין התאגידי הנובע מהסטטוס של חברה ציבורית או חברת איגרות חוב.

חברות שמניותיהן או אגרות החוב שלהן רשומות למסחר בבורסה לעומת חברות פרטיות

שאינן רשומות למסחר

חוק החברות, התשנ"ט-1999 מחיל על "חברה ציבורית" כללי ממשל תאגידי קוגנטיים מקיפים. הרציונל לכך, כאמור בעניין תר¹, הוא שכאשר הבעלות בהן החברה מתפצלת לשיעורים קטנים בין מספר רב מאוד של בעלים נגרעת יכולתו של כל

^{*} **אזכור הרשימה:** ערן רוזמן "האם מסחר במניות או באגרות חוב ב-TASE UP אין משמעו שהחברה היא חברה ציבורית או חברת איגרות חוב?" **אתר משפט ועסקים** 13.9.2021 www.idclawreview.org/2021/09/13/rozman

^{*} עורך דין; מחבר הספר **חוק החברות** (2021).

1 ע"א 7414/08 **תר תעשייה ורוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd**, פס' 52 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה (**אר"ש** 7.9.2010) (להלן: **עניין תר**). בכלל אסדרה זו, החובה למנות בהצבעה ברוב מיוחד דירקטורים חיצוניים, החובה למנות יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל וככלל להפריד פרסונלית ביניהם, החובה לקיים ועדת ביקורת וועדה לבחינת דוחות כספיים, החובה למנות מבקר פנימי, החובה לאשר ככלל ברוב מיוחד מדיניות תגמול ולמנות ועדת תגמול והחובה לאישור ברוב מיוחד של עסקאות חריגות שלבעל השליטה יש בהן ענין אישי.

בעל מניה להשפיע על מהלכי החברה, העלולים לפגוע הן באינטרסים הראויים של החברה והן באינטרסים של בעלי המניות. היותה של החברה הציבורית גם תאגיד מדווח, כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, משמעה כפיפות לאסדרה המחייבת מסירת מידע לציבור על מצבה הכלכלי של החברה, על פי הוראות חוק ניירות ערך. רישום המניות למסחר בבורסה מקנה להן נזילות, קרי מאפשר מכירה שלהן בלי לשאת בעלויות עסקה למציאת קונה פוטנציאלי ולניהול של משא ומתן אתו. היותן של המניות רשומות כאמור למסחר בבורסה והנגישות למידע ציבורי לגבי מצבה הכלכלי של החברה מקלים על ההעברה של המניות. הנגישות למידע ציבורי והגבלת האחריות בחברה בע"מ מצמצמים גם את הצורך של בעלי המניות להשקיע בפקוח על המנהלים – פיקוח המטופל הן באסדרה התאגידית הקוגנטית לגבי חברות ציבוריות, והן בדרישות הגילוי לציבור לפי חוק ניירות ערך. כל אלו מאפשרים לבעלי מניות להשקיע בתיק השקעות מבוזר, דבר המצמצם את הסיכון הלא סיסטמטי שלהם ומרחיב בכך את היקף ההשקעות בשוק ההון. אסדרה קוגנטית רחבה נוספת של כללי ממשל תאגידי נקבעה בתיקון מס' 17 לחוק החברות, שקבע כללי ממשל תאגידי דומים לאלו החלים על חברה ציבורית לגבי חברות איגרות חוב.²

בניגוד לכך, האסדרה הקוגנטית בחוק החברות באשר לכללי הממשל התאגידי החלים על חברות פרטיות שאינן חברות איגרות חוב (או חברות לתועלת הציבור), מעבר להיבט של הגנת הנושים, היא מצומצמת. אסדרה קוגנטית זו כוללת את חובת ההגנות של בעל שליטה ואת חובת האמונים של נושאי המשרה,³ וכללים לאישור עסקאות הנובעים מחובת האמונים,⁴ וכן אמצעים המאפשרים לבעל מניות להשמיע את קולו, דוגמת הזכות לדרוש כינוס של אספה כללית, או לאכוף את זכויותיו, דוגמת סעד הקיפוח.⁵ חברות כאלו, שאינן תאגיד מדווח וגם אינן כפופות לדיני ניירות ערך זרים, אינן נדרשות למסור לציבור מידע על מצבן הכלכלי.⁶ גם הזכויות של בעלי המניות שלהן למידע הן בהתאם למודל המצומצם.⁷ ההנחה היא שבחברות כאלו המשקיע יכול להשיג לעצמו זכויות במשא ומתן שהוא מקיים עם החברה עובר לביצוע ההשקעה, באופן שהקצאתן של זכויות אלו תהיה יעילה יותר מאשר אסדרה קוגנטית אחידה שיכול היה המחוקק לקבוע. תוכנו של חוזה יכול אפוא שיהיה ככל אשר הסכימו הצדדים,⁸ וכפי שנאמר ב**דוח ועדת ברק**: "הפילוסופיה העומדת ביסוד הרפורמה שלנו היא זו של האוטונומיה של הרצון הפרטי. הפרט חופשי להתאגד, והוא צריך להיות חופשי לקבוע את תוכן התאגדותו."⁹

משקיע במניות בחברה כאמור יעשה כן אפוא רק כאשר השקעתו היא בעלת שווי גבוה דיו, על מנת שעלויות העסקה לא ישללו את האינטרס הכלכלי בביצוע ההשקעה. עלויות עסקה אלו כוללות, כשמדובר בהקצאת מניות, את עלויות המשא ומתן עם החברה להשגת הזכויות אותן מבקש המשקיע להשיג לעצמו.¹⁰

2 [חוק החברות \(תיקון מס' 17\)](#), התשע"א-2011, ס"ח 1108.

3 ס' 106, 193 ו-254 [לחוק החברות](#).

4 ס' 271–273 לחוק החברות.

5 תפקידה של עילת הקיפוח אינו להבטיח נורמה כללית של הגנות, אלא ליישם כללים חוזיים הנוגעים להסכמות משתמעות וקיום הסכמים בתום לב. ראו, למשל, Benjamin Means, [A Contractual Approach to Shareholder Oppression Law](#), 79 FORD. L. REV. 1161 (2011).

6 חריג מסוים לכך הוא ס' 175 לחוק החברות.

7 רע"א 6830/15 **פלוני נ' פלונית**, פס' 28 ([אר"ש 12.1.2016](#)); ה"פ (מחוזי מר') 3816-05-08 **אילן נ' אילן**, פס' 14 (נבו 25.7.2010).

8 מיכל אגמון ודוידה לחמך-מסר ["תיאוריית האכיפה בהצעת חוק החברות החדש"](#) משפטים כו 543, 545 (1996).

9 הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש **דין וחשבון** 9–10 (1994) (להלן: **דוח ועדת ברק**).

10 חריג לכך הוא הקצאה של מניות או של אופציות למניות לעובדים. הקצאה כזו אינה כפופה כללל למגבלות באשר למספר ניצעים שגוררות חובת פרסום תשקיף, שעם פרסומה הופכת החברה לחברה ציבורית ותאגיד מדווח. ראו ס' 15ב(2) (א) [לחוק ניירות ערך](#); תק' 3 [לתקנות ניירות ערך \(פרטים לענין סעיפים 15א עד 15ג לחוק\)](#), התש"ס-2000. הקצאה כזו אינה מהווה מבחינת העובדים השקעה פיננסית נפרדת, אלא חלק מתנאי ההעסקה שלהם והיא אינה נערכת לאחר משא ומתן פרטני של העובד מול החברה לגבי הזכויות שלו. כאמור בגוף הרשימה, בעלי מניות בחברה כאמור נתונים במגבלות נזילות בשל הקושי באיתור משקיע. ולגבי עובדים, דומה שדברים אלו נכונים ביתר-רשאת, כיוון שאלו אינם נדרשים מראש לקבל מניות או אופציות למניות בשווי גבוה דיו, לנוכח כך שהם אינם נושאים בעלויות עסקה בעת קבלתן. ובעת שהם זכאים ומעוניינים למכור, הרצאות העסקה לאיתור של קונה פוטנציאלי ולניהול של משא ומתן אתו מהוות חלק משמעותי ביחס לשווי המניות עלולות לסכל את האפשרות לפעול בדרך זו.

ככל שהמועד שבו בוחרות חברות לבצע IPO מתעכב,¹¹ וגם מכירה של כלל מניות החברה (exit) מתעכבת, כך מתעצם הצורך של בעלי המניות בנזילות. וכך, בחברת הזנק טיפוסית, בעלי המניות אלו יכללו, בין היתר, הן משקיעי הון סיכון שלהם אינטרס מובנה רב בנזילות,¹² והן את עובדי החברה שבידיהם מניות או אופציות מובטחות למניות, המעוניינים אף הם באפשרות למכירת מניותיהם.¹³ ה-TASE UP מהווה מענה לכך.

ה-TASE UP

הבורסה בתל-אביב מקיימת מערכת מסחר בשם TASE UP (או בשמה הקודם "רצף מוסדי") מאז שנת 2004, אז נסחרו איגרות חוב שלא הונפקו לציבור. העסקאות מבוצעות בזמן אמת ונסלקות באופן אוטומטי על ידי מסלקת הבורסה.¹⁴ הוראות תקנון הבורסה בתל-אביב הגדירו בהקשר זה את "מערכת המסחר למוסדיים" כ"מערכת מסחר ממוחשבת, בשיטת הרצף, המיועדת למשקיעים מוסדיים לצורך מסחר בניירות ערך מוסדיים".¹⁵ המונח "משקיעים מוסדיים" מוגדר בהפניה לסעיף 15א(ב)(1) ר(2) לחוק ניירות ערך, קרי, "משקיע הנמנה עם סוג שנקבע בתוספת הראשונה" לחוק ניירות ערך, וכן "משקיע שהתאגד מחוץ לישראל, אם סברה הרשות כי בידו היכולת לקבל את המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטה להשקיע בניירות ערך ואשר היה נכלל בתשקיף, אילו פורסם". משקיעים אלו, כאמור ברישה לסעיף 15א(ב), לא מובאים במניין המשקיעים לעניין סעיף 15א(א) לחוק ניירות ערך. ולכן, הצעה של ניירות ערך למשקיעים כאלו, בכל מספר שהוא, אינה נחשבת כהצעה לציבור, אשר על פי סעיף 15 לחוק ניירות ערך מחייבת תשקיף, שבהמשך אליו נדרש לקיים מערכת דיווחים שוטפת, לפי סעיף 36א(א) לחוק ניירות ערך, קרי, הסטטוס של "תאגיד מדווח". בגדר המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך נכלל גם, כאמור בפרט 12, יחיד המקיים אחת משלוש חלופות הנוגעות לשווי נכסים נזילים מזערי, גובה הכנסות שנתיות מזערי, או קומבינציה של שווי נכסים וגובה הכנסות מזעריים.

בחודש מאי 2020 החליטה מליאת רשות ניירות ערך להתיר הרחבה בפעילות ה-TASE UP, לרבות לגבי רישום של מניות בחברות שהתאגדו בישראל שעיקר עיסוקן בתחומים הבאים: מקרקעין ונדל"ן להשקעה;¹⁶ מחקר ופיתוח; ומתן פתרונות מימון לעסקים. בהמשך לכך, בחודש יוני 2020 אושר תיקון לתקנון ולהנחיות הבורסה בתל-אביב.¹⁷

האם חלה החלופה שבהגדרות "חברה ציבורית" ו"חברת איגרות חוב" בדבר רישום

למסחר בבורסה על רישום ב-TASE UP?

הבורסה בתל-אביב גורסת:

- 11 כפי שקרה בפועל. ראו Xiaohui Gao, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, 48 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1663 (2013).
- 12 Adi Osovsky, *The Curious Case of the Secondary Market with Respect to Investor Protection*, 82 TENN. L. REV. 83, 106 (2014); Jo-Ann Suchard, Mark Humphery-Jenner & Zhiyi Qiu, *IPO Suspensions and Venture Capital Activity* (SSRN, 23.2.2021).
- 13 Osovsky, שם, בעמ' 112.
- 14 פרוטוקול ישיבה מס' 5-2020 של רשות ניירות ערך 3 (5.5.2020).
- 15 ס' 1 בפרק א למדריך המסחר בבורסה – החלק השלישי לתקנון.
- 16 לתקופה של שנתיים ובמגבלה שהנדל"ן הוא מחוץ לישראל. ראו הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ *דוח תקופתי לשנת 2020* 36–37 (2021).
- 17 *מכתב מסיגל ברלינר לוינסון, מזכירת הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, לחברי הבורסה, בעניין אישור הרשויות לתיקון תקנון והנחיות הבורסה* (23.6.2020).

"הכירו את TASE UP זירת מסחר חדשנית המאפשרת לחברות טכנולוגיה ונדל"ן להיסחר בבורסה לניירות ערך בת"א, מבלי להיות מונפקות. זה הזמן ליהנות ממנוע צמיחה ייחודי לחברה שלכם ומי יודע, אולי ניפגש גם בהנפקה. פלטפורמה שגובשה במיוחד עבור חברות פרטיות, במטרה לאפשר להן לגייס כספים ממשקיעים מוסדיים ולקוחות כשירים. פלטפורמת TASE UP נפרדת מפלטפורמת המסחר לחברות הציבוריות בבורסה בתל אביב והחברות הרשומות בה נשארות פרטיות – אינן מבצעות IPO, אינן מחויבות בדיווחים על פי חוק ניירות ערך ואינן כפופות לחובת פרסום תשקיף בעת רישום ניירות הערך למסחר. המערכת מבוססת על תשתית מערכות המסחר והסליקה של הבורסה – מה שהופך אותה לנגישה ומוכרת עבור משקיעים מוסדיים".¹⁸

חוק החברות קובע, כאמור לעיל, אסדרה קוגנטית מקיפה לגבי חברת אגרות חוב וחברה ציבורית. חברות אלו מוגדרות בסעיף 1 לחוק החברות (ההדגשות הוספו):

"חברת אגרות חוב – חברה שאגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור ;

'חברה ציבורית' – חברה שמניותיה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור."

רשימה זו אינה חולקת על כך שהמצב המשפטי הוא שחברות שניירות הערך שלהן רשומות למסחר ב-TASE UP אינן כפופות לחובות גילוי לפי חוק ניירות ערך, קרי שהן אינן תאגיד מדווח. רשימה זו דנה בשאלה (המשותפת) לגבי רישום למסחר ב-TASE UP של ניירות ערך בחברה שהתאגדה בישראל, בין שמדובר באגרות חוב ובין במניות, והיא אם חברות אלו נחשבות עקב כך כחברות אגרות חוב או כחברות ציבוריות, בהתאמה. הדיון מתרכז בחלופה הראשונה (המשותפת) בהגדרות "חברת אגרות חוב" ו"חברה ציבורית" לעניין "רשומות למסחר בבורסה", קרי האם רישום למסחר ב-TASE UP משמעו רישום למסחר בבורסה?

"בורסה" – מערכת למסחר בניירות ערך עם רישיון: התקיימות התנאים ב-TASE UP

הגדרת "בורסה" בסעיף 1 לחוק החברות כוללת "בורסה בישראל" שהיא "בורסה כהגדרתה בחוק ניירות ערך"; ולפי סעיף 44 לא לחוק ניירות ערך "בורסה" היא "חברה שקיבלה רישיון להקמה ולניהול של מערכת למסחר בניירות ערך לפי סעיף 45". סעיף 45(א) לחוק ניירות ערך מורה כי "לא יפתח אדם ולא ינהל מערכת למסחר בניירות ערך אלא ברישיון שניתן לו לפי הוראות סימן זה (בחוק זה – רישיון בורסה)".

סעיף 44 לא לחוק ניירות ערך מגדיר גם "מערכת למסחר בניירות ערך".¹⁹ ההגדרה האמורה כוללת שלושה יסודות:

א. רב צדדיות;

¹⁸ "הכירו את TASE UP" (ההדגשה הוספה). יוער כי לכאורה הנוסח של עמדת הבורסה בתל-אביב, כאמור בציטוט לעיל, למרות התייחסותו למונח "פרטיות", אינו מתייחס לכך שהחברות שמניותיהן נרשמו ב-TASE UP נותרות חברות פרטיות כהגדרת מונח זה בחוק החברות, אלא רק לכך שהן אינן חייבות בתשקיף ובדיווחים לפי חוק ניירות ערך, קרי לכך שהחברות אינן הופכות לתאגיד מדווח.

¹⁹ "מערכת רב-צדדית שבאמצעותה מתנהל מסחר בניירות ערך, בדרך של הפגשת פקודות קנייה ופקודות מכירה של ניירות ערך ושכלול עסקאות בין קונים ומוכרים של ניירות ערך, הפועלת בלא הפעלת שיקול דעת, על פי כללים שנקבעו מראש."

ב. הפגשה – בדרך של הפגשת פקודות קנייה ופקודות מכירה של ניירות ערך, הפועלת בלא הפעלת שיקול דעת, על פי כללים שנקבעו מראש;

ג. שכלול – שכלול עסקאות בין קונים ומוכרים של ניירות ערך.²⁰

מהיסוד השלישי עולה הדרישה לכך שהמערכת תציב תשתית לקשירת עסקה בין מוכרים ובין קונים בניירות ערך. לעניין היסוד הראשון, המסחר ב-TASE UP דומה למסחר הרגיל בבורסה בתל-אביב, אך הנגישות אליו מתאפשרת באמצעות חברי הבורסה, למשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. מבחינת לשון ההגדרות, לסייג האמור אין רלוונטיות, בהתחשב בכך שה-TASE UP מקנה "גישה ייחודית לאלפי משקיעים כשירים ולגופים מוסדיים דרך ערוצי ההפצה של הבורסה".²¹ ולכן המסקנה היא שהיסוד הראשון מתקיים. דברים אלו גם מקבלים חיזוק בהחלטתה של רשות ניירות ערך (ההדגשה הוספה):

"בורסה היא מערכת המפגישה פקודות של קונים ומוכרים בניירות ערך ובמכשירים פיננסיים נוספים, תוך שימוש בשיטת מסחר הפועלת על פי כללים שנקבעו מראש, ומשכללת את העסקאות. פעילות כלכלית זו טעונה פיקוח על פי החוק, גם אם כינויה שונה, וגם אם קיימות מגבלות שונות על פעילותה (כגון סוג המשקיעים הרשאים להשתתף במערכת, סוגי ניירות הערך הנסחרים במערכת, וסוגי הפעולות שניתן לבצע במסחר)."²²

גם שני היסודות הנוספים מתקיימים בשל הגדרת "מערכת המסחר למוסדיים" (שכבר הוצגה בפרק ה-TASE UP), לעיל).

מסקנה לפיה ה-TASE UP היא מערכת למסחר בניירות ערך מותרת לכאורה לדיון את שאלת הרישיון, כנדרש בהגדרת "בורסה" בסעיף 44 לא כאמור לעיל. התשובה המתבקשת היא שהבורסה בתל-אביב מפעילה את ה-TASE UP לנוכח הרישיון שיש לה כבורסה לפי חוק ניירות ערך. טענה שאין הדבר כך, משמעה שיש הפרה של החובה לקיום רישיון כנדרש בסעיף 45(א) לחוק ניירות ערך.²³ קשה אפוא להניח שתוצג טענה כזאת בידי הבורסה, ולחלופין, לאור הרצון של רשות ניירות ערך לקדם את מערכת ה-TASE UP, יש להניח שהרשות גם לא תתנגד למתן רישיון כאמור בידי שר האוצר.

האם המסקנה בדבר הסטטוס של חברה ציבורית היא רצויה לאור המגבלה לגבי משקיעים

מוסדיים?

כאמור לעיל, רישום מניות ב-TASE UP משמעו על פניו שהחברה היא חברה ציבורית. והמסקנה האמורה משמעה כפיפות לאסדרה קוגנטית מקיפה של כללי הממשל התאגידי. ההנחה ביחס לגופים מוסדיים או למשקיעים פרטיים כשירים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך היא כי הם יכולים להגן על עצמם.²⁴ ולכאורה, בשל כך, אין תועלת בכפיפות לאסדרה

20 דואר אלקטרוני מרשות ניירות ערך, לשחר הר, עורך דין במיתר עורכי דין (16.2.2021).

21 "חברות – TASE UP – TASE UP".

22 דואר אלקטרוני מגיא דביר, יועץ משפטי במחלקת הפיקוח על הבורסה ועל זירות הסוחר, לרונן וינוגרד, עורך דין בוינוגרד ושות' – עורכי דין (2.8.2016).

23 וכן הפרה של הוראת ס' 45 לחוק ניירות ערך. כפי שנכתב בתשקיף הבורסה, הבורסה "רשאית לעסוק אך ורק בניהול מערכת למסחר בניירות ערך, וכן בשירותי סליקה של עסקאות בניירות ערך, בשירותי משמורת של ניירות ערך או בשירותים נלווים אחרים, שאינם מקימים חשש ממשי לניגוד עניינים או שהם חיוניים לעיסוקה של הבורסה בניהול מערכת למסחר בניירות ערך". ראו הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ **תשקיף** **להשלמה ותשקיף מדף** פרק 6, 58 (2019).

24 ראו, למשל, עמ' 30 **לתשובה לבקשת לצו ביניים** בעת"ם (כלכלית ת"א) 18700-04-16 אקוויטואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך.

האמורה, אלא עדיף להותיר את חופש החוזים, על מנת שהצדדים יבחרו בהסדר האופטימלי עבורם, בהתאם לנקודת המוצא של חוק החברות לגבי המשקיעים בחברה פרטית.

ואולם, ניתן לחלוק על עצם ההנחה לגבי היכולת של המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך להגן על עצמם, הן באספקט של השגת מידע רלוונטי להחלטת ההשקעה שלפניהם,²⁵ והן באספקט של השגת הגנות תאגידיות. ואף כי הכתיבה מתייחסת לאספקט הראשון – השגת מידע – והמוקד של רשימה זו הוא האספקט השני – השגת הגנות תאגידיות – הספק לגבי היכולת של המשקיעים האמורים להגן על עצמם באספקט בראשון רלוונטי גם לגבי יכולתם להגן על עצמם באספקט השני. הסיבה לכך היא שאם למשקיעים יש יכולת לנהל משא ומתן על ההסדרים התאגידים, אזי יש להם גם יכולת לדרוש במסגרתו מידע על החברה. כפי שציין פרופ' חת: "אם בהסדר החדש ימכרו ניירות ערך של חברות הייטק ועסקים קטנים ללא תשקיף ולא יחולו עליהן חובות דיווח, איך יוכלו המשקיעים המתוחכמים לקבל החלטות השקעה?"²⁶ וכפי שמציינת אלון-בק, קושי זה מתקיים גם לגבי חברות בעלות ערך כלכלי עצום.²⁷

קושי נוסף נוגע לאפשרות לייחס למשקיעים אלו את הכישורים, הניסיון והתחכום הדרושים, בשל הקריטריונים הרחבים מדי להכרה במעמד זה. כפי שכותבת אוסובסקי לגבי המעמד של *accredited investors* – המונח הרלוונטי המקביל בדיון האמריקני למשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך – הקריטריון של עושרו של המשקיע מהווה אינדיקציה חלשה להיותו משקיע מתוחכם.²⁸ ודברים אלו רלוונטיים גם לישראל, לעניין החלופה המתייחסת לעושר או להכנסות של יחיד, בפרט 12 לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, כאמור לעיל.

יתר על כן, כאשר החברה מקצה מניות באמצעות מערכת אלקטרונית הרוכשים הם אנונימיים, ומכך נובע שלא מתנהל משא ומתן של מי מהם עם החברה לגבי זכויות תאגידיות שהוא צפוי היה לבקש להשיג לעצמו. משקיע כזה, אילו היה מנהל משא ומתן עם החברה עובר לביצוע השקעתו, יכול שהיה מנסה להשיג, לדוגמה, זכות למינוי דירקטור לצד זכות שעסקאות עם בעל שליטה יאושרו פה אחד בדירקטוריון. בהיעדר משא ומתן כאמור, יש אפוא מקום לתחולה של הוראת חוק החברות המסדירה ייצוג בדירקטוריון של חברה ציבורית של מי שגם בעלי המניות מקרב המיעוט תומכים במינויו,²⁹ ולאסדרה של עסקאות חריגות בין החברה הציבורית לבין בעל השליטה המקנה כוח ווטו למיעוט.³⁰ גם ההנחה שהחברה תציג במקרה כזה הסדר של ממשל תאגידי אופטימלי, כדי לקבל מחיר מרבי לניירות הערך המוצעים, מוטלת בספק.³¹

נימוק נוסף לרציות תחולתו של הסדר של ממשל תאגידי קוגנטי מקיף, נוגע להתמודדות עם בעיית הנציג שהיא חריפה יותר בהיעדר משטר של גילוי לציבור. לצד הרציונל לחובת הגילוי לציבור לפי חוק ניירות ערך באשר לקיומו של שוק הון

25 אומנם ס' 36 לחוק ניירות ערך הקובע את חובת הגילוי השוטף מתייחס לרישום למסחר בבורסה, אך זאת רק כדי לחייב את אותן חברות שהציעו ניירות ערך על פי תשקיף לדווח גם לבורסה מקום בו ניירות הערך רשומים למסחר בבורסה. ראו מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 388 (2006).

26 מאיר חת "**בורסה לכל עת**" מחקרי רגולציה ב 21 (2020).

27 Anat Alon-Beck, *Unicorn Stock Options–Golden Goose or Trojan Horse?*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 107, 113 (2019).

28 Osovsky, לעיל ה"ש 12, בעמ' 121–123.

29 ס' 239 לחוק החברות.

30 ס' 270 (4) 275 לחוק החברות.

31 מקובל להציג טענה באשר לכך לגבי הצעת ניירות ערך ב-IPO. ראו Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820, 1828–1829 (1989). עם זאת, התיאוריה הצופה כי בשלב ה-IPO הממשל התאגידי המוצע יהיה אופטימלי מתעלמת מהוצאות העסקה הכרוכות בעניין. בפועל לא מוצעים בהכרח כללי ממשל תאגידי אופטימלי בשלב ה-IPO, ובכלל כך חברות כוללות במסמכי ההתאגדות הוראות בדבר דירקטוריון מדורג, אף שאלו נחשבות כמפחיתות ערך. ראו William C. Johnson, Jonathan M. Karpoff & Sangho Yi, *The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses: Evidence from IPO Firms*, 117 J. FIN. ECON. 307, 308 (2015).

יעיל, קיים רציונל נוסף שהוא "הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית ומהתנהגות מניפולטיבית".³² לפיכך, דווקא משום שמשטר שמחיל חובות גילוי הוא בעל השלכות חיוביות לגבי ההתמודדות עם בעיית הנציג, בהיעדרו של משטר כזה, כבמקרה של ה-TASE UP, מתגבר הצורך בתחולה קוגנטית של כללי ממשל תאגידי מחמירים. במילים אחרות, הגילוי הוא אמצעי להתמודדות עם בעיית הנציג, ומקום בו אמצעי זה חסר, הדעת נותנת שהחשיבות של כללי ממשל תאגידי קוגנטיים מקיפים המתמודדים עם בעיית הנציג, שהמשקיעים אינם משיגים באמצעות משא ומתן, רק גוברת.

מבט השוואתי

להשוואה, פתרון למתן נזילות מסוימת לבעלי מניות בחברות אמריקניות שלא פרסמו תשקיף, בדומה ל-TASE UP, מתקיים בזירות למסחר במניות – pre-IPO marketplace³³ – דוגמת Nasdaq Private Market, EquityZen, Equidate, SharesPost. בעוד שכלל סעיף 5 ל-Securities Act of 1933 דורש שהצעה של ניירות ערך לציבור תאושר על ידי רשות ניירות ערך האמריקנית ותיירשם, וה-Securities Exchange Act of 1934 מחיל על החברה שנרשמה כאמור חובות גילוי שוטפות, מסחר בזירות אלו נערך בהסתמך על פטורים שונים מהחובות לרישום והגשת תשקיף ומהחובות לגילוי שוטף.³⁴ מסחר כאמור חשוב, בין היתר, לקרנות הון סיכון³⁵ ולעובדים שקיבלו תגמול הוני, ובהתאמה גם לחברות, הנהנות מכך שהמניות שהן מקצות הן בעלות ערך רב יותר בהיותן נזילות.³⁶ אולם, מובן כי בהיעדר חובה לאספקת מידע מלא, קיים קושי לתמחר את ניירות הערך ויש חשש לניצול לרעה של איסימטריה באינפורמציה,³⁷ חשש שעוצמתו גוברת כשמדובר בחברות הזנק.³⁸ ובעוד שהקונים אמורים להיות מתוחכמים, לנוכח התנאי שיהיו accredited investors, דבר שגם לגבי ניתן להטיל ספק כאמור לעיל, הרי שהמוכרים, דוגמת עובדים לשעבר, אינם נדרשים להיות כאלו. היבט נוסף לקיום של זירות המסחר הוא

32 ע"א 5320/90 א. צ. ברנבוין נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 831 (1992). השור Luminita Enache & Khaled Hussainey, *The Substitutive Relation Between Voluntary Disclosure and Corporate Governance in Their Effects on Firm Performance*, 54 REV. QUANTITATIVE FIN. & ACCT. 413 (2020).

33 David L. Larcker, Brian Tayan & Edward Watts, *Cashing It in: Private-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO*, STAN. CLOSER LOOK SER. (12.9.2018).

34 מבלי למצות, פטור מחובת רישום לפי דרישות ה-Securities Act of 1933, ch. 38, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C.). כאשר הרישום הוא בזירות מסחר אלטרנטיביות העונות לכללים בעניין זה. ראו 17 C.F.R. § 242.301. פטור לגבי הצעה של חברה מתקיים כאשר ההצעה היא למשקיעים מסווגים accredited investors. ראו SEC. *Accredited Investors – Updated Investor Bulletin*, U.S. SEC. & Ex. COMM'N (Apr. 14, 2014). הגדרה זו כוללת גופים מסוימים וכן יחידים שעונים על תנאים של שווי נכסים (נטו) והכנסה שנתית. ההנחה היא שמשקיעים אלו יכולים להגן על עצמם ולהשיג את המידע הרלוונטי, ומכאן הרציונל של הפטור. רציונל זה נקבע בעניין *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119, 124–125 (1953).

פטור מדרישות ה-Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, 48 Stat. 881 (codified as amended at 15 U.S.C.). לפי 17 C.F.R. § 230.144A(a)(1)(i), אם המכירה היא ל-"qualified institutional buyers", שהם מוסדות פיננסיים העונים על תנאים מסוימים. נוסף על כך, נדרש שלא להיכנס לגדר ס' 12(g)(1) ל-Securities Exchange Act of 1934, המטיל חובות גילוי שוטפות גם כאשר לחברה יש נכסים בסכום של 10 מיליון דולר ויותר מ-2000 מחזיקים רשומים או יותר מ-500 מחזיקים רשומים שאינם accredited investors, לא כולל עובדים. לאפשרות לעקוף את הספירה לגבי shareholder-of-record, ראו Usha R. Rodrigues, *The Once and Future Irrelevancy of Section 12(g)*, 2015 U. ILL. L. REV. 1529, 1542; Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, *"Publicness" in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act*, 101 GEO. L. J. 337, 353 (2013).

35 Jose M. Mendoza & Erik P.M. Vermeulen, *The "New" Venture Capital Cycle (Part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity* (Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 1, 2011).

36 הערך הכלכלי הנוסף הנובע מנזילות (מסוימת) של המניות שבידי עובדים כאמור, מאפשר לחברות לתת לעובדים תגמול הוני גבוה יותר ובמקביל להפחית את התגמול במזומן. ראו Robert Loveland, Eric Fricke & Sinan Goktan, *Do Private Firms Benefit from Trading in the Private Securities Market?*, 19 J. ENTREPRENEURIAL FIN. 1 (2018).

37 Elizabeth Pollman, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. PA. L. REV. 179 (2012).

38 Elizabeth Pollman, *Private Company Lies*, 109 GEO. L. J. 353 (2020).

שהקלות היחסית בגיוס הון בחברות שאינן מבצעות IPO, חברות שגם נהנות מהמידע שחברות ציבוריות חייבות לגלות, פוגע בהיקף השוק הציבורי.³⁹

הצעת חוק "בורסה ייעודית"

הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 70), התשפ"א-2021⁴⁰ מגדירה "בורסה ייעודית" כ"חברה שקיבלה רישיון להקמה ולניהול של מערכת למסחר בניירות ערך לפי סעיפים 45 ו-51א⁴¹ ופעילותה מוגבלת באחד מהאופנים המצוינים בהצעת החוק. אחד מאופנים אלו הוא שהמסחר בה מוגבל למשקיעים המנויים בתוספת הראשונה בלבד. הכוונה בחלופה זו היא שגם ה-TASE UP תיחשב "בורסה ייעודית". כוונה זו קיבלה ביטוי גם בדיוני מליאת רשות ניירות ערך, שם נאמר באשר לחלופה זו שבהגדרת "בורסה ייעודית", כי:

"מטרת הכללת בורסה כאמור בהגדרת 'בורסה ייעודית' היא, בין השאר, ליישם את החלטת המליאה מחודש מאי לעניין הסדרת המסחר ברצף מוסדיים נוכח הרחבת הפעילות בו, אך הגדרה זו עשויה להתאים גם לפלטפורמות מסחר אחרות שיוקמו בהמשך."⁴²

נוסף לכך, בהצעת החוק גם מוצע לתקן את חוק החברות, באמצעות הוספת סעיף כדלהלן:

"השר רשאי לקבוע, לאחר התייעצות עם רשות ניירות ערך, כי הוראות חוק זה החלות על חברות ציבוריות או על חברות פרטיות שהן חברות איגרות חוב, לא יחולו, כולן או חלקן, על חברות הרשומות למסחר בבורסה ייעודית כהגדרתה בחוק ניירות ערך, בין בכלל ובין לפי סוגים, ובתנאים שיקבע."⁴³

מהמקובץ עולה שהתזכיר מבקש לכלול את ה-TASE UP בגדר "בורסה ייעודית" ולהסמיך את שר המשפטים לפטור חברות הרשומות למסחר בבורסה הייעודית מהוראות חוק החברות לעניין חברה ציבורית או חברת איגרות חוב, כולן או חלקן.

סיכום

חוק החברות מבחין בין חברה ציבורית, שכפופה לאסדרה קוגנטית מקיפה, ובין חברה פרטית, שההנחה של המחוקק היא שיעיל יותר להותיר לגביה את חופש החוזים, כך שהמשקיע ידאג לקבל הגנות במישור התאגידי באמצעות משא ומתן עם החברה. אסדרה קוגנטית מקיפה נקבעה בתיקון מס' 17 גם לגבי חברת איגרות חוב. חוק החברות מבחין בין חברות ציבוריות וחברות איגרות חוב לבין חברות שאינן כאלו, בין היתר, בחלופה של רישום למסחר בבורסה של מניות או של איגרות חוב, לפי העניין. הגדרת "בורסה בישראל" מפנה להגדרה בחוק ניירות ערך. ההגדרה שם תרה אחרי בורסה – מערכת למסחר בניירות ערך – שקיבלה רישיון לכך לפי חוק ניירות ערך. מערכת ה-TASE UP שמקימת הבורסה בתל-אביב מאפשרת מסחר במניות ובאיגרות חוב, המקיים את הרכיבים של מערכת למסחר בניירות ערך. ובהינתן שמערכת כזו חייבת לפי חוק

39 Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 HASTINGS L.J. 445 (2017).

40 ה"ח הממשלה 624 (להלן: הצעת החוק).

41 ס' 51א הוא סעיף שהצעת החוק מבקשת להוסיף לחוק ניירות ערך ובו הסמכה לקבוע תנאים ייחודיים ברישיון הבורסה ופטורים מסוימים לבורסה ייעודית. ראו שם, בעמ' 627.

42 פרוטוקול ישיבה מס' 6-2020 של רשות ניירות ערך 4 (5.7.2020).

43 הצעת החוק, לעיל ה"ש 40, בעמ' 628.

ניירות ערך ברישיון בורסה, יש לשער כי גם תנאי זה מתקיים, לנוכח קיומו של רישיון בורסה בתל-אביב. המסקנה המתבקשת היא שהחברות שמניותיהן או איגרות החוב שלהן רשומות למסחר ב-TASE UP הן חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב, לפי העניין. לעומת זאת, המגבלה של היות המשקיעים ב-TASE UP כאלו המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך משמעה שרישום למסחר כאמור אינו כרוך בפרסום תשקיף והחברה אינה כפופה למשטר הגילויי השוטף לפי חוק ניירות ערך.⁴⁴ היעדר הגילויי לגבי מצבה הכלכלי של החברה הוא אספקט בעייתי שרשימה זו אינה דנה בו כשלעצמו.

ההנחה המובלעת בפטור מפרסום תשקיף וממתן גילויי שוטף לציבור היא שהמשקיעים יכולים להשיג את המידע הדרוש להם. ולכאורה, מכך גם נובע שרצוי שלא יחול על החברות שמניותיהן או איגרות החוב שלהן רשומות למסחר ב-TASE UP הדין החל על חברה ציבורית או חברת איגרות חוב, כי המשקיעים המתוחכמים הם בעלי יכולת להגן על עצמם גם במישור התאגידי. ודוק, ראשית, ניתן לחלוק על ההנחה שמשקיעים אלו יכולים אכן להגן על עצמם ולקבל מידע רלוונטי להחלטת ההשקעה; ושנית, ברי כי המשקיעים במסגרת ה-TASE UP אינם מנהלים משא ומתן עם החברה לגבי הגנות תאגידיות עובר לביצוע ההשקעה. בנוסף, לגילויי המלא לציבור יש נפקות גם במישור של התמודדות עם בעיית הנציג. ובהיעדרו, מתעצם הצורך במשטר מקיף של כללי ממשל תאגידי קוגנטיים.

ה-TASE UP הוא רק דוגמה אחת לשוק שבו נסחרות מניות בחברות שלא ביצעו IPO. בארצות הברית קיימים מספר שווקים כאלו. ולצד ההכרה ביתרונות של מתן הנזילות, בעיקר ככל שהדבר נוגע לחברות הזנק, הוצגו חששות מניצול לרעה של פערי מידע במסחר במניות, גם כן בעיקר ככל שהדבר נוגע לחברות הזנק. ונעיר, כי ברשימה זו לא דנו בסוגיה אם רישום של מניות בחברות שהתאגדו בישראל במי מן השווקים הללו יהפוך את החברה לחברה ציבורית. סוגיה זו יש לבחנה בהתאם להגדרת "בורסה מחוץ לישראל" בסעיף 1 לחוק החברות. ומסקנה כי אין הדבר כך תיצור לכאורה אפליה לרעת הבורסה בתל-אביב.

הרישום למסחר ב-TASE UP הופך אפוא חברה לחברה ציבורית או לחברת איגרות חוב, לפי העניין. ככל שהצעת החוק תחוקק, הסוגיה של כללי הממשל התאגידי תהיה נתונה לשיקול הדעת של שר המשפטים, בהתייעצות עם רשות ניירות ערך, לנוכח הסמכות שתוקנה לשר לשלול את התחולה של חובות החלות על חברה ציבורית או חברת איגרות חוב הרשומות למסחר בבורסה ייעודית. במישור הדין הרצוי, הסברנו מדוע עדיף שחברות אלו יהיו כפופות לאסדרה קוגנטית מקיפה של כללי ממשל תאגידי. ומעניין יהיה לבחון כיצד תתייחס רשות ניירות ערך לסוגיה זו, לנוכח תפקידה לשמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך.⁴⁵ ולנוכח האפשרות שהתפתחות של ה-TASE UP תפגע בהתפתחות "הבורסה הלא ייעודית" שחברות הרשומות בה מחויבות הן במשטר גילויי מלא והן בכללי ממשל תאגידי מקיפים.

44 ויצוין כי המסקנה בדבר התחולה של האסדרה שבחוק החברות לגבי חברה ציבורית, מבלי שהיא נחשבת כתאגיד מדווח ואף מבלי שחלות חובות גילויי לפי דיני ניירות ערך זרים, אינה ייחודית לסיטואציה הנדונה כאן. כך, חברות שהציעו מניות לציבור בישראל על פי תשקיף ומניותיהם נרשמו למסחר בבורסה בתל-אביב, יכולות לחדול בהמשך מלהיחשב כתאגיד מדווח בלי שהדבר מביא לכך שהן חדלות להיחשב כחברות ציבוריות. ראו פרק 11 [\[תקנות ניירות ערך \(דוחות תקופתיים ומיידים\)\]](#), התש"ל-1970. השוו. Jesse M. Fried, *Firms Gone Dark*, 76 U. CHI. L. REV. 135 (2009).

45 ס' 2 לחוק ניירות ערך.