

ע"א 4275/94
ע"א 6230/94

בפני: כבוד השופט א' גולדברג
כבוד השופט ת' אור
כבוד השופט י' זמיר

המערערת: הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ

נגד

המשיבות: 1. א' ת' ניהול מאגר הספרות התורנית בע"מ (ע"א 4275/94)
2. הנאמן למאגר הספרות התורנית בע"מ (ע"א 4275/94)
3. פיק-אפ רהיטים בע"מ (ע"א 6230/94)

ע"א 4275/94: ערעור על פסק דין בית המשפט המחוזי בתל אביב יפו
מיום 15.6.94 בע"ש 308/93 שניתן על ידי כבוד הנשיא ד"ר וינוגרד

ע"א 6230/94: ערעור על פסק דין בית המשפט המחוזי בתל אביב יפו
מיום 29.9.94 בע"ש 1177/93 שניתן על ידי כבוד השופט א' שטרזמן

בשם המערערת: עו"ד אורי ברגמן

בשם המשיבות: עו"ד חיים אינדיג

פסק דין

השופט ת' אור:

ערעורים על פסקי דין של בית המשפט המחוזי בתל אביב יפו בע"ש 1177/93, (כבוד השופט א' שטרזמן) ובע"ש 308/93 (כבוד הנשיא א' וינוגרד), בהם בוטלו החלטות של דירקטוריון הבורסה לניירות ערך בעניין רישומם למסחר של ניירות ערך של התאגידים המשיבים.

המסגרת הנורמטיבית

1. בורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("הבורסה"), היא חברה מוגבלת בערבות. היא נוסדה בשנת 1953. מזה שנים רבות, מתנהל בה השוק היחיד בישראל למסחר בניירות ערך. עד לשנת 1968 פעלה הבורסה כגוף וולונטרי עצמאי. היא ניהלה את ענייניה באורח עצמאי וקבעה בעצמה את הכללים וההסדרים לפעילותה (ראה גרוס, "הבורסה לניירות ערך", הפרקליט כח' 367, 380). בשנת 1968 התחולל שינוי במתכונת פעולתה של הבורסה. באותה שנה נחקק חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך"). בחוק, כפי נוסחו המקורי, הוקדש פרק שלם (פרק ח') לנושא הבורסה. החוק קבע דרישת רישוי לבורסה לניירות ערך (סעיף 45(א)). הוא התנה את מתן הרישיון, בין השאר, בקיומם של שלושה מסמכים יסודיים: תזכיר התאגדות, תקנות התאגדות ותקנון הבורסה. בחוק נקבעו הוראות שונות בדבר תוכנם של מסמכים אלה.

2. על פי סעיף 46(א) לחוק ניירות ערך, על תקנון הבורסה להבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה. בסעיף זה נקבעו גם אותם עניינים אשר יש לכלול בתקנון. ביניהם נמנים תנאי הכשירות לחברות בבורסה והנהל לקבלת חברים, תנאים ונהל לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה, פירסום תוצאות המסחר בבורסה ועוד. סעיף 46(ד) לחוק, בנוסחו במועדים הרלוונטיים, נתן ביד האסיפה הכללית את הכוח להסמיך את דירקטוריון הבורסה לקבוע הנחיות הכוללות "פירוט, תנאים וסייגים" לגבי כללים שנקבעו בתקנון.

בסעיף 48 לחוק (כפי נוסחו באותה עת) נקבעו שני נתיבים חלופיים להכנסת שינויים בתקנון הבורסה: דרך המלך, היא על ידי החלטה רגילה של האסיפה הכללית של הבורסה, עליה בא אישור שר האוצר אחרי התייעצות עם רשות ניירות ערך ואישור ועדת הכספים של הכנסת (סעיף 48(א)). הדרך האחרת: שינוי על ידי שר האוצר, על פי הצעת הרשות ואישור ועדת הכספים של הכנסת (סעיף 48(ב)). תנאי להליכה בדרך זו הוא, הודעה מוקדמת של רשות ניירות ערך לבורסה על הצורך בתיקון התקנון לצורך הבטחת ניהול תקין והגון של הבורסה. סמכות השר מותנית בכך שהבורסה לא תעשה שינוי בתקנון תוך המועד שבהודעה הנ"ל. סעיף 49 לחוק קובע, כי תקנון הבורסה וכל שינוי בו יפורסמו בדרך שיוורה שר האוצר. שר האוצר פירסם הודעה, לפיה יפורסמו תקנון הבורסה ושינויים בו בדרך של הפקדתם אצל רשם החברות.

3. בעקבות חקיקת החוק, קיבלה הבורסה לניירות ערך בתל אביב יפו רישיון לניהול בורסה. היא קבעה לעצמה תקנון. על פי הוראת שר האוצר, פורסם התקנון בדרך של הפקדה אצל רשם החברות. בנוסחו המקורי, ההסדרים שבתקנון בדבר התנאים לרישום ניירות ערך למסחר היו דלים וחלקיים. עם השנים נוצר הצורך בקביעת כללים בעניינים שונים הנוגעים לרישום ניירות ערך למסחר ובכללי התנהגות של חברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר. הבורסה אימצה הסדרים כאלה. אלה לא נקבעו בתקנון. הם נקבעו בהנחיות שהוצאו על ידי דירקטוריון הבורסה. הנחיות אלה לא נתפרסמו בדרך בה פורסם תקנון הבורסה. התעוררה שאלה בדבר תוקפן של הנחיות אלה.

על רקע זה נקבעו בסעיף 51(ה) לחוק ניירות ערך (תיקון מספר 9), התשמ"ח-1988, הוראות מעבר, שהותירו את ההנחיות כפי שהיו ערב החוק המתקן בתוקפן. למשך שנה, עם אפשרות להארכה לשנה נוספת, כאמור בסעיף 51(ה)(3) לחוק המתקן. בהוראת המעבר נקבע, כי בתקופת הביניים שתיווצר, ימשיכו לנהוג על פי "ההנחיות הקיימות". כוונת הדברים היתה, כי תקופת הביניים תנוצל כדי שההסדרים שנקבעו בהנחיות ימצאו ביטוי בתקנון הבורסה או בחקיקה. ברם, בפסק דין של בית המשפט המחוזי בתל אביב (ע"ש (ת"א) 272/89 נמרודי נ' הבורסה לניירות ערך, פס"מ תש"ן (ב) 89) נקבע, חרף הוראת המעבר הנ"ל, כי להנחיות הבורסה לניירות ערך אין תוקף.

על רקע פסק דין זה, הוחק חוק ניירות ערך (הוראת שעה), התש"ן- (1989 חוק הוראת השעה). חוק זה קבע את תוקפן של ההנחיות, כהנחיות קיימות. נקבע בו, כי ההנחיות יפקעו עם קביעתן בתקנון הבורסה או בהנחיות זמניות לפי סעיף 46 לחוק. חוק הוראת השעה נתן להנחיות הקיימות תוקף עד ליום 31 במאי 1990. הוא תוקן מספר פעמים, באופן שתוקפו הוארך עד ליום 31 למרץ 1992.

בתוך כך, נתקבל ביום 13.12.90 חוק ניירות ערך (תיקון מספר 11), התשנ"א-1990, המתייחס, בין היתר, לנושאים שניתן להסדירם בתקנון. תיקון זה הוסיף שורה ארוכה של עניינים שניתן לקבעם בתקנון, ובהם (לראשונה) עניינים הנוגעים לאיתנות הכלכלית של חברה הנסחרת בבורסה. נקבע, כי ניתן יהיה להסדיר בתקנון גם את שאלת התקיימות התנאים לאחר רישום החברה לבורסה.

במקביל, ובעקבות קבלת החוק המתקן הנ"ל, התקיימו הליכים לתיקון תקנון הבורסה. במסגרת הליכים אלה, אימצה האסיפה הכללית של הבורסה נוסח מוצע של תקנון ("הנוסח הראשון") ביום 21.6.91. נוסח זה התייחס לשורה של נושאים אשר הוכנסו לחוק ניירות ערך בתיקון התשנ"א. נוכח ההסדר הקבוע בסעיף 48(א) לחוק ניירות ערך, הועבר הנוסח הראשון לאישור שר האוצר, רשות ניירות ערך וועדת הכספים של הכנסת. הליכי האישור בגופים אלה היו מורכבים וממושכים. לאחר אישורם על ידי שר האוצר ורשות ניירות ערך, גובש נוסח נוסף ("הנוסח השני"). נוסח זה היה שונה באופן מהותי מהנוסח הראשון. הוא אושר גם על ידי דירקטוריון הבורסה (ביום 20.2.92). חרף הוראת סעיף 48(א) לחוק, כנוסחו אז, על פיו האסיפה הכללית צריכה להחליט על כך בהחלטה רגילה, לא נדרשה האסיפה הכללית באותה עת לנוסח זה. היא לא קיימה בו דיון. היא לא הכריעה בתוקפו. היא לא אישרה אותו בהחלטה. הנוסח השני הועבר לוועדת הכספים של הכנסת. הוא אושר על ידה ביום 24.3.92. בעקבות זאת פורסם הנוסח השני כתקנון המחייב של הבורסה, בדרך של הפקדה אצל רשם החברות. תאריך תחילת תוקפו נקבע ליום 1.4.92.

כן הוצאו הנחיות על ידי דירקטוריון הבורסה, אשר עשה שימוש בהסמכה שניתנה לו בתקנון הבורסה על פי סעיף 46(ד) לחוק ניירות ערך.

עותק מן הנוסח השני של התקנון נשלח לכל אחד מחברי הבורסה. הבורסה, באמצעות אורגניה המוסמכים (ובמיוחד הדירקטוריון) אף פעלה בהתאם להסדרים הקבועים בו בכל הקשור לאישור ניירות ערך למסחר. יוער, כי לאחר שנפתחו ההליכים הנדונים כאן, אישרה האסיפה הכללית את התקנון בהחלטה שנתקבלה פה אחד ביום 18.11.93. החלטה זו הוחלה רטרואקטיבית, החל מיום 1.4.92. באותו יום, ה-18.11.93, אישר גם דירקטוריון הבורסה את ההנחיות שהוצאו מכוח התקנון כפי נוסחו השני. גם להחלטה זו ניתן תוקן רטרואקטיבי, ומועד חלותה נקבע ליום 1.4.92.

במצב דברים זה התעוררו הסכסוכים שבפנינו. במרכזם עומדת שאלת תוקפם של ההסדרים שנקבעו בתקנון הבורסה בעקבות תיקונו, וחלותם על הבקשות של התאגידים הנוגעים בדבר לרשום את ניירות הערך שלהם למסחר בבורסה. אפנה תחילה לתיאור ההליכים נשוא הערעורים שבפנינו, ולאחר מכן אדון בשאלה האמורה ובשאלות האחרות המתעוררות בערעורים אלה.

עיקרי העובדות וההליכים בבית המשפט המחוזי

4. בפנינו שני ערעורים אשר הדין בהם אוחד: ע"א 4275/94 וע"א 6230/94 אפנה עתה לתיאור ההליכים והארועים שהובילו לערעורים אלה.

5. ע"א 4275/94 מופנה נגד פסק דינו של בית המשפט המחוזי בע"ש 308/83 הנ"ל. בתיק זה נדון עניינה של שותפות מוגבלת שהוקמה בין שתי חברות: א' ת' ניהול מאגר הספרות התורנית בע"מ ("מאגר הספרות התורנית") והנאמן למאגר הספרות התורנית בע"מ ("הנאמן"). מטרת השותפות המוגבלת היא ליצור מאגר מידע אשר יכלול את תכנם של ספרים רבים מתוך הספרות התורנית ולנצל את המאגר באופן מסחרי. השותפות ביקשה להציע לציבור יחידות השתתפות בזכויות הנאמן בשותפות המוגבלת. לשם כך פורסם תשקיף. לבורסה לניירות ערך הוגשה בקשה לרישום יחידות ההשתתפות למסחר "ברשימה המקבילה". מדובר במסגרת מסחר, אשר דרישות הסף בהן צריכות לעמוד החברות המבקשות להרשם למסחר על מנת להיכלל בה, מחמירות פחות מן "הרשימה הראשית". הרשימה המקבילה

"נועדה עבור חברות קטנות או צעירות יחסית, שאינן עומדות בקריטריונים המחמירים הנדרשים לרישום ברשימה הראשית ... מטרת הבורסה בקיום הרשימה המקבילה היא, לאפשר למשקיעים גיוון של תיקי ההשקעות שלהם, כך שניתן יהיה לכלול בתיקי ההשקעה ניירות ערך של חברות שונות מאלה הרשומות ברשימה הראשית, מבחינת גודל החברות, הוותק שלהן, חתכי התשואה והסיכון שלהן ורגישותן לשינויים כלכליים במשק" (מ' בן חורין, שוק ההון וניירות הערך (תל אביב, 1996), עמודים 187-189).

הבקשה שהוגשה לבורסה עברה הליכים שונים. בסופו של דבר, אישר דירקטוריון הבורסה את הבקשה ביום 15.7.92. הוא היתנה את האישור בשני תנאים:

- (א) השקעה של 250,000 דולר בהון השותפות ערב ההנפקה ו-
- (ב) פירוק כפוי של השותפות בחלוף שבע שנים. השותפות חלקה על סמכות הדירקטוריון להציב תנאים אלה. עם זאת, היא הסכימה לרישום ניירות הערך למסחר בתנאים האמורים. מסיבות שונות, לא יצאה ההנפקה לפועל. בהמשך לכך הוגשה ביום 29.11.92 בקשה חדשה לרישום יחידות ההשתתפות למסחר. ביום 4.2.93 החליט דירקטוריון הבורסה לאשר בקשה זו בהחלטה היתנה הדירקטוריון את האישור בתנאים חדשים, שעניינם הונה העצמי של השותפות לפני הרישום למסחר וחסירת יחידות ההשתתפות שהוקצו לפני ההנפקה. וזהו נוסח החלטה:

"בישיבת דירקטוריון הבורסה שהתקיימה ביום 4.2.93 הוחלט לאשר את רישום יחידות ההשתתפות של השותפות ברשימה המקבילה, בענף עץ ודפוס, כפוף לתנאים הבאים:

- 1.1 הון עצמי לפני הרישום בסך של 1 מיליון דולר.
- 1.2 חסימת יחידות ההשתתפות שהוקצו לפני ההנפקה במתכונת החלה על חברה. דירקטוריון הבורסה אישר את רישום ניירות הערך, כאמור לעיל, על פי בקשתכם מיום 29.11.92, בהתאם להנחיות הזמניות בדבר רישום למסחר של יחידות השתתפות בשותפות מוגבלת שהיו בתוקף ערב ה-29.11.92 בדבר שינוי הקריטריונים לרישום ברשימה המקבילה. האישור בתוקף ל-45 יום מיום 4.2.93."

ההנחיות הזמניות הנזכרות בהחלטה זו הן הנחיות זמניות שהוציאה הבורסה באישור רשות ניירות ערך. הן הנוגעות לרישומן למסחר של יחידות השתתפות בשותפויות מוגבלות. הצורך בהנחיות זמניות אלה נבע מן העובדה שתקנון הבורסה והנחיותיה לא חלו במישרין על רישום יחידות השתתפות בשותפות למסחר. חלותם של התקנון וההנחיות על הבקשה לרישום יחידות השתתפות למסחר נובעת מסעיף 1 להנחיות הזמניות הנזכרות בנוסח ההחלטה.

המדובר בהוראת הפניה, המחילה על רישום למסחר של יחידות השתתפות בשותפות מוגבלת את אותם הכללים שנקבעו בתקנון לגבי רישום למסחר בבורסה של ניירות ערך של חברה. ההנחיות הזמניות בהן נקבעה ההוראה הנ"ל אושרו על ידי רשות ניירות ערך.

6. על החלטה זו ערערו שתי החברות השותפות בפני בית המשפט המחוזי.

בית המשפט קיבל את ערעורן. הוא קבע, כי תקנון הבורסה לניירות ערך והנחיות הדירקטוריון שיצאו מכוחו, אשר עליהן התבססה החלטת הדירקטוריון, לא היו תקפים. הכרעה זו נסמכה על הקביעה כי הוראות סעיף 48(א) לחוק ניירות ערך לא קוימו. האסיפה הכללית של הבורסה אישרה נוסח מתוקן של התקנון ביום 23.6.91, הוא הנוסח הראשון. נוסח זה לא אושר על ידי שר האוצר או ועדת הכספים. אלה אישרו נוסח אחר, הוא הנוסח השני. בית משפט קמא קבע, כי הסדר המחייב על פי החוק הוא החלטת האסיפה הכללית, ואישור של שר האוצר וועדת הכספים. שר האוצר או ועדת הכספים אינם מוסמכים לאשר נוסח אשר לא נתקבל על ידי האסיפה הכללית של הבורסה. לכן לאישור שניתן על ידי ד"ר אין תוקף. סעיף 48(א) לחוק חייב את הבורסה, בעקבות התיקונים שהוכנסו בנוסח הראשון על ידי ועדת הכספים, לאשר את הנוסח השני באסיפה הכללית, ולחזור ולהגישו לאישור ועדת הכספים ושר האוצר.

בית המשפט דחה את הטענה כאילו יש לראות את האסיפה הכללית כמי שהסכימה בשתיקה לנוסח השני, טענה אשר התבססה על העובדה שמשך שנה וחצי פעלו כל הנוגעים בדבר ללא עוררין על פי נוסח זה. פעולה כזו מקימה, אולי, השתק. אך כאן לא מדובר בהחלטות של ניהול פנימי לגביהן יכול השתק לפעול. מדובר בעניין של סדרי מינהל תקינים. מדובר בעניין שיש לו השלכות מרחיקות לכת כלפי חוץ, על כל החברות הנסחרות או המבקשות להיסחר בבורסה. בעקיפין, יש לעניין זה השפעה על כל המשק. בעניינים כאלה, אין לקבל דרך זו של קבלת החלטות. בית המשפט הוסיף וקבע, כי גם החלטת האסיפה הכללית של הבורסה מיום 18.11.93, בה אושר הנוסח השני של התקנון רטרואקטיבית החל מיום 1.4.92, אינה משנה את מסקנתו. עמדתו היא, שהחלטה זו היתה חייבת באישור שר האוצר וועדת הכספים, על פי סעיף 48(א) הנ"ל. אישור כזה לא ניתן. בית המשפט הוסיף, כי החלטה זו משפיעה על זכויות מוקנות של חברות שונות. זכויות אלה הן חלק מקניין של אותן חברות.

קניין זה מוגן על ידי חוק יסוד: כבוד האדם וחירותו. על האסיפה היה, בטרם ההחלטה, להדרש לשאלת הפגיעה בזכויות המוקנות. משלא עשתה כן, נגועה החלטתה בחוסר סבירות גלוי לעין.

7. בית המשפט ביסס את הכרעתו על טעם נוסף, עצמאי. טעם זה נוגע לעובדה שהכללים הרלוונטיים הנוגעים לחסימת ניירות הערך ולהון העצמי, לא נקבעו בתקנון הבורסה אלא בהנחיותיה. הוא קבע, כי היה מקום לקבוע את הכללים האמורים בתקנון. על פי חוק ניירות ערך, ההנחיות אינן יכולות לקבוע כללים מהותיים, אלא רק פירוט, תנאים וסייגים. בנסיבות העניין, לא ניתן לראות בהסדרים שנקבעו בהנחיות "פירוט, תנאים וסייגים". לעניין זה, היפנה בית משפט קמא להנמקתו בפסק דין אחר (ע"ש 354/94 איגוד חברות ציבוריות הרשומות בבורסה ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואח' (טרם פורסם)), בו נדונה שאלה זו ונדחתה עמדת הבורסה.

בית המשפט קבע, כי חוק ניירות ערך הטיל על הבורסה לניירות ערך חובה לקבוע בתקנונה כללים בעניינים שונים, המנויים בסעיף 46 לחוק. כוונת המחוקק היתה, שאיפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר, ואיפיוני ניירות ערך מבחינת סוגם, ייקבעו דווקא בתקנון הבורסה. בית המשפט ייחס לקביעת כללים בתקנון חשיבות רבה. התקנון נתון לביקורת ציבורית. הוא חייב לקבל את אישור שר האוצר. הוא טעון אישור ועדת הכספים של הכנסת. משהוסמכה האסיפה הכללית לקבוע תקנון, לא היה בכוחה לאצול סמכותה לגוף אחר, אלא אם כן הוסמכה לכך במפורש. כזאת לא נעשה בענייננו.

לעיצומו של עניין, קבע בית המשפט כי התקנון שנתקבל אינו עומד במצוות אלה של החוק. הוא אינו קובע כללים בעניינים רבים. הוא מעביר לדירקטוריון את הסמכות לקבוע לא רק "פירוט, תנאים וסייגים", אלא גם את הכללים עצמם, במסגרת של הנחיות. לעניין זה הפנה בית המשפט לשורת עניינים שהתקנון קובע כי "יקבעו בהנחיות". זאת ועוד. בתקנון אף נקבעה הוראה (סעיף 72(ד)), בה הועתקו מילולית מסעיף 46(א)(2) לחוק ניירות ערך אותם עניינים שהבורסה הוסמכה לקבוע בתקנונה, ונקבע בה כי הדירקטוריון יוכל להסדירם והנחיות. בכך ראה בית המשפט העברת סמכות שלא כדין, תוך עקיפת מנגנוני הפיקוח של שר האוצר ועדת הכספים של הכנסת.

בשולי פסק דינו, התייחס בית המשפט לטענות שהופנו נגד תוכנם של הכללים שעמדו לדיון. בית המשפט סבר, כי לכאורה נראית לו עמדת הבורסה אך עניינים אלה אינם משותפים לשני הערעורים, וידונו במסגרת נפרדת בהמשך:

8. דרכו של בית המשפט המחוזי בע"ש 1177/93, נשוא ע"א 6230/94 כאן היתה שונה. באותו עניין נדונה בקשתה של חברת פיק-אפ רהיטים בע"מ ("פיק-אפ") לרשום את ניירות הערך שלה למסחר ברשימה המקבילה.

דירקטוריון הבורסה החליט ביום 15.7.93 לא לאשר את הבקשה. החלטה זו נומקה בשני טעמים, בזו הלשון:

"א. החברה אינה עומדת בתנאים על פי סעיף 72(א)(1) בתקנון הבורסה לפיהם עליה להשלים שנת פעילות בתחום הפעילות העיקרי בו היא עוסקת ומתכוונת להמשיך לעסוק בו על פי הודעתה, בתקופה שלאחר הרישום למסחר. על פי האמור בטיטוט התשקיף, עסקה החברה בעבר בשיווק מוצרי רהיטים ולהערכתה לאחר השלמת גיוס ההון, פעילויות חדשות בתחומים אחרים עשויות להפוך לפעילויות העיקריות, ולכן אין לה תקופת פעילות כנדרש על פי סעיף 72(א)(1) בתקנון.

ב. חברת 'יואל' הרשומה בבורסה, המחזיקה 49% ממניות החברה והינה בעלת המניות הגדולה בה, שולטת בחברה. הונה העצמי של החברה הינו 2 מיליון דולר ואינו עומד בדרישות ההון העצמי מחברה הנשלטת על ידי חברה רשומה בבורסה - 4 מיליון דולר."

בהמשך הודעת הבורסה לבאי כוחה של פיק-אפ; מפורטים הטעמים לקביעת הדירקטוריון כי חברת יואל בע"מ שולטת בחברת פיק-אפ רהיטים. החלטה זו נשענת על תיקון להנחיות, אותו קיבל הדירקטוריון של הבורסה ביום 29.11.92 בהחלטה המתקנת נקבע, כי חברה תוכל להירשם למסחר ברשימה המקבילה אם השלימה לפחות שנת פעילות אחת. עוד נקבע בתיקון להנחיות, כי הונה העצמי המזערי של חברה אשר תירשם למסחר ברשימה המקבילה יעמוד על שני מיליון דולרים.

9. בית המשפט המחוזי קיבל את ערעורה של פיק-אפ על החלטה זו. בעשותו כן, הוא דחה את טענת פיק-אפ כי תקנון הבורסה והנחיותיה הם תקנות בנות פועל תחיקתי אשר היתה חובה לפרסמם ברשומות לפי סעיף 17 לפקודת הפרשנות. הוא קבע, כי הבורסה איננה גוף סטטוטורי אשר הוקם על ידי חוק ניירות ערך. על כן, לתקנונה אין מעמד של תחיקת משנה. הוראותיו אינן תקנות "בנות פועל תחיקתי" הטעונות פירסום ברשומות.

בית המשפט הוסיף בהקשר זה, כי סעיף 49 לחוק ניירות ערך, המורה על פירסום התקנון "בדרך שיורה שר האוצר", יוצר הסדר מיוחד, כחריג להסדר שבסעיף 17 לפקודת הפרשנות. שר האוצר הורה על הפקדת התקנון אצל רשם החברות. הוראה זו קויימה על ידי הבורסה. אשר להנחיות, אין בחוק ניירות ערך הוראה בדבר פרסומן. על כן, קבע בית המשפט כי אין חובה לפרסם אותן ברשומות. לא מדובר בתקנות בנות פועל תחיקתי. די בפעולות הפירסום הנעשות בפועל, הכוללות את שליחתן בדואר לחברי הבורסה ובהעמדתן לעיון הציבור בספריית הבורסה.

10. חרף זאת, קבע בית המשפט כי הנוסח השני של התקנון לא היה בתוקף במועד החלטה ביום 15.7.93. בקשר לכך קבע בית המשפט, כי לא ניתן לפצל את הוראות הנוסח השני, באופן שאותן הוראות אשר נכללו גם בנוסח הראשון יחשבו להוראות שעברו את כל הליכי האישור: התקנון אושר על ידי ועדת הכספים ושר האוצר כמכלול שלם. האישור היה פועל יוצא של דיונים ממושכים. לא ניתן להבחין בין הוראות התקנון לעניין זה. בית המשפט היה נכון לאמץ גישה מקלה יותר לעניין סדר ההליכים באישור התקנון, בשונה מעמדתו של בית המשפט בע"ש 309/83 הנ"ל. על פי גישתו, משהושלמו כל ההליכים וניתנו כל האישורים, אין חשיבות לשאלה אם החלטת האסיפה הכללית על אישור התקנון ניתנה לאחר אישור שר האוצר או ועדת הכספים או לפני כן. לכן, אין צורך באישור נוסף של שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת בעקבות אישור הנוסח השני על ידי האסיפה הכללית של הבורסה בהחלטתה מיום 18.11.93. דע עקא, בית המשפט לא היה מוכן להכיר בהחלטת האסיפה הכללית מיום 18.11.93 כהחלטה בעלת תוקף רטרואקטיבי. עמדתו היא, שלא ניתן להעניק לתקנון של חברה תוקף למפרע על ידי החלטה של האסיפה הכללית. לאסיפה יש סמכות לאשר בדיעבד פעולות ספציפיות של הדירקטוריון שנעשו לפני אישור התקנון בהנחה מוטעית שהתקנון תקף. אישור כזה מחייב עיון נפרד בתקפה של כל פעולה ופעולה. הוא מחייב בית המשפט היה נכון לאמץ גישה מקלה יותר לעניין סדר ההליכים באישור התקנון, בשונה מעמדתו של בית המשפט בע"ש 309/83 הנ"ל. על פי גישתו, משהושלמו כל ההליכים וניתנו כל האישורים, אין חשיבות לשאלה אם החלטת האסיפה הכללית על אישור התקנון ניתנה לאחר אישור שר האוצר או ועדת הכספים או לפני כן. לכן, אין צורך באישור נוסף של שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת בעקבות אישור הנוסח השני על ידי האסיפה הכללית של הבורסה בהחלטתה מיום בחינה פרטנית של השלכותיה על חברי הבורסה וצדדים שלישיים. אך, כאמור, לא ניתן להעניק תוקף למפרע לתקנון.

עוד הוסיף בית המשפט וקבע, כי לא ניתן להקיש מהתנהגותם של חברי הבורסה בעקבות אישור הנוסח השני על ידי ועדת הכספים של הכנסת ושר האוצר כי חברי הבורסה נתנו הסכמתם לנוסח זה. לא הובאו כל ראיות על התנהגות חברי הבורסה, להבדיל מהתנהגות חברי הדירקטוריון. לא הוחוויר אם חברי הבורסה הסתפקו בקריאת התקנון, או אם פעלו פעולות רבות ומגוונות עד כדי כך שניתן לומר עליהם שאימצו את התקנון.

על בסיס כל אלה קבע בית המשפט, שהחלטת הדירקטוריון בעניינה של פיק-אפ, אשר נתקבלה ביום 15.7.93 - טרם אישור הנוסח השני בידי האסיפה הכללית ביום 18.11.93 - לא היתה כדין. בית המשפט ציין, כי ההנחיות עליהן נסמכה אותה החלטה יצאו מכוח התקנון. משנקבע שהתקנון לא היה תקף, לא היה תוקף גם להנחיות המהוות פירוט לו. לא הונחה תשתית לטיעון לפיו ניתן לעגן את ההנחיות בנוסח הראשון של התקנון.

בשולי הדברים העיר בית המשפט, כי החלטתו אינה גוררת אחריה ביטול אוטומטי של כל ההליכים שנעשו על ידי הבורסה בהנחה מוטעית שהנוסח השני לתקנון נכנס לתוקפו כבר ביום 1.4.92. הליכים שנעשו בהסכמה, שאיש לא ביקש ביטולם וניתן לאשררם, אינם מתבטלים מאליהם בגלל טעות. בית המשפט לא היה משוכנע שניתן יהיה לבטלם, אם יבקש מישהו את ביטולם, אחרי שהכל פעלו על פי המצג שנוצר בטעות בדבר תקפו של התקנון.

השאלות שבמחלוקת המשותפות לשני הערעורים

11. עמדתי על המסגרת העובדתית והנורמטיבית ועל הקביעות בפסקי הדין נשוא הערעורים המהווים תשתית להכרעה בערעורים אלה. אעבור עתה לדון בעיצומן של הטענות המועלות בערעורי הבורסה נגד פסקי הדין. תחילה יידונו במאוחד הטענות המשותפות להליכים שבפנינו. אחרי כן, ידונו בנפרד הטענות המיוחדות לכל אחד מן ההליכים.

12. הערעורים שבפנינו מעלים ארבע שאלות משותפות:

- א. האם הנוסח השני אושר כדין על ידי האסיפה הכללית של הבורסה, טרם החלטתה מיום 18.11.93;
- ב. האם החלטת האסיפה הכללית מיום 18.11.93 עומדת במצוות חוק ניירות ערך, והאם היה בכוחה ליתן לתקנון תוקף רטרואקטיבי;
- ג. האם קויימה חובת הפירסום הסטטוטורית ביחס לתקנון וההנחיות, וכיצד משפיע אופן פירסומם על תוקפם המחייב;
- ד. האם ההוראות שנקבעו בתקנון לעניין סמכות הדירקטוריון להוציא הנחיות מצויות בגדרי ההסמכה שבחוק ניירות ערך, המתיר לאסיפה הכללית להסמיך את הדירקטוריון להוציא הנחיות שבהן "תנאים, פרטים וסייגים" לכללים שבתקנון.

אדון בשאלות אלה כסידרן.

אישור התקנון על ידי האסיפה הכללית

13. השאלה הראשונה היא, האם לנוסח השני של תקנון הבורסה (ולהנחיות שיצאו מכוחו) היה תוקף החל מיום 1.4.92. כדי להשיב על שאלה זו, יש לבחון תחילה האם על פי הדין נעשו עד ליום 1.4.92 אותן הפעולות הנדרשות לאישור התקנון, באופן שהיה לו תוקף מלא באותו מועד.

14. טענתה המרכזית של הבורסה בהקשר זה היא, כי חברי הבורסה - הם החברים גם באסיפה הכללית שלה - נתנו הסכמה בדרך של שתיקה והתנהגות לנוסח השני של התקנון. מן הבחינה העובדתית, מבוססת טענה זו על פירסום הנוסח השני בקרב הציבור הרחב. בין השאר, נשלח לכל חבר בורסה העתק מנוסח זה. חרף זאת, נטען, לא הוגשה על ידי מי מחברי הבורסה בקשה לכינוס אסיפה כללית לצורך דיון בשינויים בנוסח המופקד, לעומת הנוסח הראשון שאושר בידי האסיפה הכללית ביום 29.6.91. זאת ועוד. לאחר ה-1.4.92 השתית דירקטוריון הבורסה את פעילותו השוטפת בדונו בבקשות לרישום ניירות ערך למסחר על הנוסח השני של התקנון. חברי הבורסה עוסקים בהנפקות במסגרת עיסוקיהם היום יומיים. גם מכך עולה כי היו ערים לתוכן הנוסח השני. לכך יש להוסיף, כי דירקטוריון הבורסה אישר ביום 20.2.92 נוסח כמעט זהה לזה שאושר לבסוף על ידי ועדת הכספים. בדירקטוריון חברים שבעה דירקטורים הנבחרים על ידי חברי הבורסה. הבורסה טוענת, כי האישור שניתן על ידי גוף זה מהווה נתון מטריאלי בבחינת מכלול העובדות המעידות על הסכמת חברי הבורסה מלכתחילה. מן הבחינה המשפטית, נסמכת טענה זו על הלכות שונות, בהן נקבע כי שתיקה והתנהגות מתמשכת של חברי חברה עשויות להוות תחליף להחלטה פורמלית של האסיפה הכללית.

15. כדי לדון בטענה זו, יש לאפיין תחילה את טיב פעולת האסיפה הכללית באשרה את התקנון. נקודת המוצא הנורמטיבית לדיון טמונה באפיון תקנון הבורסה. כבר בפתח הדברים יש לשים לב, כי לא מדובר בתקנות ההתאגדות של חברה. תקנות ההתאגדות של הבורסה מעוגנות במסמך אחר, נפרד. המדובר כאן בתקנון אשר סעיף 45(ב) לחוק ניירות ערך מעניק לו מעמד סטטוטורי נפרד. סעיף זה מבחין בבירור בין תזכיר ההתאגדות של בורסה (ס"ק 1), תקנות ההתאגדות של בורסה (ס"ק 2) ותקנון הבורסה (ס"ק 3). לתקנון הבורסה יוחדה שורה של עניינים, המנויים בסעיף 46 לחוק. עניינים אלה כוללים סוגיות שונות בקשר לחברות בבורסה, רישום ניירות ערך למסחר בבורסה, המסחר בבורסה, חובותיהן של חברות רשומות ועניינים נוספים. על פי סעיף 46(א), הסדרת עניינים אלה צריכה להיעשות לתכלית של ניהול תקין והוגן של הבורסה. לא מדובר, על כן, בתקנות התאגדות אשר הן חוזיות באופיין (השוו ע"א 524/88 פרי העמק נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529, בפיסקה 10). מדובר במסמך נורמטיבי, העוסק בכללים המהותיים לניהולה של הבורסה. במסמך זה אמורים להיות מגובשים הכללים לניהול תקין והוגן של הבורסה. לא מדובר במסמך המסדיר את מערכת היחסים הפנימית של חברה.

16. נראה לי, כי על פי המודל שאומץ בחוק ניירות ערך, יש לראות את הנורמות שבתקנון הבורסה כתקנה בת פועל תחיקתי במובן פקודת הפרשנות. המבחן שהותווה בפסיקה לעניין זה הוא משולש. ראשית, נדרש כי מדובר יהיה ב"תקנה". סעיף 1 לפקודת הפרשנות מגדיר בחלקו הרלוונטי לענייננו "תקנה" כ

"תקנה, כלל, ... הוראה, או מסמך אחר שניתנו מאת כל רשות בארץ ישראל או בישראל, מכוח חוק ...".

נדרש, על כן, שהתקנה תיעשה על ידי רשות מכוח חוק. בנוסף לכך, עליה לקיים שתי תכונות נוספות:

"ראשית, כי תקבע התקנה נורמה משפטית, ותביא בדרך זו לשינוי במשפט הנוהג במדינה, ושנית: כי תהא זאת נורמה כללית או 'מופשטת', היינו נורמה המופנית אל הציבור כולו, או לפחות אל חלק בלתי מסויים ממנו, שלא נקבע לפי שמותיהם של המוענים אליהם מכוונת התקנה, ואילו תקנה אשר אין בה כל נורמה, או שיש בה נורמה אשר לא הופנתה אל הציבור 'בעילום שם', אלא באורח קונקרטי לאדם מסויים הנקרא בשמו, או לאנשים מסויימים הנקראים בשמם, וכל תקפה מתמצה לגבי אדם זה או אנשים אלה, תקנה כזו אינה תקנה בת-פעל תחיקתי הטעונה פירסום, לפי סעיף 17 לפקודת הפרשנות" (ע"פ 213/56 היועץ המשפטי לממשלה נ' אלכסנדרוביץ, פ"ד יא' 695, 701).

17. נראה לי, כי לצורך העניין שבפנינו יש לומר כי הבורסה, אף שהיא אגדה כתאגיד פרטי, מהווה "רשות". "הסמכות המינהלית עשויה להיות מוענקת מכוח חוק, לא רק לתאגיד פרטי של המינהל הציבורי, אלא גם לתאגיד פרטי למהדרין, שאין לו שום חלק ונחלה במינהל הציבורי" (י' זמיר, הסמכות המינהלית כרך כ' (ירושלים, התשנ"ו-1966), בעמוד 448). ואמנם, אנו עוסקים כאן באופן בו עשתה הבורסה שימוש בכוח שלטוני שהוענק לה בהוראת חוק, היא הוראת סעיף 46 לחוק ניירות ערך (ראו בג"צ 2017/91 ויטנר נ' אוניברסיטת תל אביב, פ"ד מה(4) 736, 738). בפעולותיה במילוי התפקיד הציבורי שהוטל עליה בחוק יש לראות את הבורסה כ"רשות" הכפופה לדיני המשפט המינהלי (ראו, לדברים ברוח זו, בספרו הנ"ל של זמיר, בעמוד 448 ה"ש 33; כן ראו את פסק דינו של בית המשפט לערעורים באנגליה בפרשת R.V. Panel on Takeovers and Merqers, ex p. Dateafin (1987) Q.B.-815, שם נקבע, כי הפאנל לענייני מיזוגים והשתלטויות - גוף פרטי אשר לא הוענקו לו סמכויות בחוק - הוא גוף הממלא תפקיד ציבורי וכזה כפוף לביקורת שיפוטית על פעולותיו. מסקנה זו עוגנה בתפקידו של גוף זה בפיקוח על הפעילויות הפיננסיות השונות ב-citY--של לונדון). לכן, מתקיים במקרה זה התנאי המחייב, כי פעולת ההתקנה נעשתה על ידי "רשות".

אשר ליסוד של "הוראה מכוח חוק", נפסק כי יסוד זה מתקיים:

"כאשר החוק מסמיך שר או רשות ציבורית אחרת לקבוע נורמות מחייבות, והללו מוציאים הוראות בתוקף הסמכה כאמור"

(ראו ע"א 626,580/82 אינשורנס קורפוריישן אופ אירלנד נ' מדינת ישראל, משרד התקשורת, פ"ד מא(2) 309, 318). יסוד זה מתקיים בענייננו. הסמכות להתקין תקנון הוענקה לבורסה בסעיף 46(א) של חוק ניירות ערך. סעיף זה מורה בנוסחו המקורי, כי:

"חברה שנוסדה לשם ניהול בורסה לניירות ערך רשאית להתקין תקנון".

וס"ק (ב) קובע את תחומי המנדט שניתן לבורסה בקבעה את תקנונה, בהתווות את תכליתן של ההוראות שבתקנון הבורסה:

"תקנון הבורסה יבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה ויסדיר, בין השאר ...".

סעיף 46 תוקן בחוק ניירות ערך (תיקון מספר 11), התשנ"א-1991. גם ההוראה בנוסח המתוקן מהווה מקור הסמכה לקביעת התקנון:

"בתקנון הבורסה יקבעו כללים לניהול תקין והוגן של הבורסה. בלי לגרוע מהאמור, יכול שיקבעו בתקנון, למטרה האמורה ...".

הנה כי כן, המקור הנורמטיבי לסמכות הבורסה להתקין תקנון בו יקבעו הכללים השונים המסדירים את ניהולה התקין וההוגן מצוי בחוק ניירות ערך. קנה המידה הנורמטיבי, המגדיר את טיב ומהות ההסדרים שבתקנון, קבוע גם הוא בחוק - הבטחת ניהול תקין והוגן של הבורסה.

הנושאים שניתן להסדירם במסגרת התקנון זכו לפירוט רב בחוק בעקבות תיקונו. מדובר בנושאים מחייבות הנקבעות מכוח הסמכה שבחוק.

באופן דומה, נקבע בארצות הברית כי כללים הנקבעים על ידי בורסה לניירות ערך נקבעים על פי חוק. הגישה היא, כי הסמכת בורסה לניירות ערך בחוק לקבוע כללים למסחר מהווה אצילה של הסמכות החקיקתית לידי הבורסה לניירות ערך. אכן, המודל שאומץ בארצות הברית בקשר ליחסי הבורסה ורשויות הפיקוח של המדינה שונה מן המודל שאומץ בישראל. המודל האמריקאי מקנה לבורסות חופש פעולה רב יותר. הוא אינו מחייב אישור מראש של הרשות לכל שנוי או קביעה של כללים. אך קיימים גם אזורי דמיון. אחד מהם נוגע למעמד הכללים שקובעת הבורסה. גם על פי התפיסה המקובלת בארצות הברית הכללים שקובעות לעצמן הבורסות שם אינם דומים לתקנות התאגדות. הם מהווים המשך ישיר של סמכות הרשות. ראו: *silver v v.s stock Exchange 83 S. ct.1246 (1963)* דברי השופט גולדברג, שם בעמודים 1260-1261, ודברי השופט סטיוארט בעמוד 1264.

18. אמור לעיל יש להוסיף, שהתקנון חייב על פי חוק באישור שר האוצר לאחר התייעצות עם רשות ניירות ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת. לעובדה זו משקל נוסף במסקנה, כי מדובר בתקנה בת פועל תחקית. נושא זה נדון בע"א 825/88 ארגון שחקני הכדורגל - עמותה נ' ההתאחדות לכדורגל, פ"ד מה(5) 89. באותו ענין, נדונה שאלת מעמדו של תקנון ההתאחדות לכדורגל. באופן ספציפי עלתה השאלה האם מדובר בתקנה בת פועל תחקית. בית המשפט קבע, כי מן הבחינה העיונית יתכן שחקיקת משנה תיעשה על ידי גוף שאינו רשות שלטונית (עמוד 105). אכן, נקודת המוצא הנורמטיבית היא שחקיקה היא פונקציה שלטונית אשר הרשות השלטונית אינה יכולה לפרוק אותה מעליה (עמוד 104). אך המחוקק עשוי להקנות סמכויות חקיקה לגופים שאינם רשות שלטונית במובן הרגיל של המלה, תוך הותרת מעורבות שלטונית בהליך החקיקה. מעורבות כזו יכול שתלבש צורות שונות. היא יכולה, למשל, להתבטא בחובה על פי חוק לקיים פיקוח ואישור של החקיקה טרם כניסתה לתוקף (בעמוד 105). לענין זה, הולך פסק הדין בעקבות הנחיות היועץ המשפטי לממשלה - חקיקת משנה נוהל והנחיות (הנחיה מספר 60.012 חשוון התשמ"ו - נובמבר 1985), המתייחסות לאפשרות של הסמכת תאגידים לקבוע תקנות משנה:

"במקרים הראויים ניתן לקבוע בחוק דרך, שתשתף הן את התאגיד והן את השר בהתקנת תקנות. כך, לדוגמה, ניתן לקבוע כי שר יתקין את התקנות לאחר התייעצות עם התאגיד, או שהתקנות יותקנו על ידי התאגיד אך לא יכנסו לתוקף אלא אם יאושרו על ידי שר, וכיוצא בזה."

בפרשת ארגון שחקני הכדורגל נקבע, כי תקנון ההתאחדות לכדורגל אינו תקנה בת פועל תחקית. זאת, בהעדר כל סממן של מעורבות רשויות המדינה בתהליך ההתקנה. אך המקרה שבפנינו שונה. במקרה שבפנינו, מתקיים בתקנון הבורסה מאפיין זה. על התקנון, ועל כל שנוי בו, חייב לבוא אישור של שר האוצר ושל ועדת הכספים. אישור שר האוצר ניתן על פי החוק לאחר התייעצות עם רשות ניירות ערך. מכאן, ששלוש רשויות שלטוניות מקצועיות - שתיים מן הרשות המבצעת ואחת השייכת לרשות המחוקקת - מעורבות בקביעת הוראות התקנון ושנויין. זאת ועוד, החוק יוצר, בסעיף 48(ב), ערוץ מקביל, אשר מאפשר לשר האוצר, במקרים מתאימים, לקבוע בעצמו את הוראות התקנון. גם על רקע זה, אני סבור כי יש לראות את חוק ניירות ערך בענייננו כמקנה לתקנון הבורסה מעמד של תקנה בת פועל תחקית.

19. אשר למאפיינים עליהם עמד בית המשפט בעניין אלכסנדרוביץ, קשה לחלוק על כך, שההוראות בתקנון הבורסה משנות את המצב המשפטי הנוהג ומופנות אל חלק בלתי מסוים בציבור. כך, למשל, קובעות הוראות התקנון העוסקות ברישום ניירות ערך למסחר בבורסה תנאים לרישום ניירות ערך למסחר. תנאים אלה משנים את "הזכויות והחובות" של הציבור הנוגע בדבר

(ראו בעניין זה בג"צ 212/60 דנון נ' שר המשפטים, המועצה המשפטית, פ"ד יד' 2258, 2261). הם קובעים קריטריונים לסינון חברות, אשר מניותיהן יוכלו להיסחר בבורסה. לכך יש השלכה על המעמד המשפטי של אותן חברות. הדבר משפיע גם על יכולתן הפיננסית. הוא משפיע על יכולתן לגייס הון ולממן פעילויות שונות בדרך זו. הוא משפיע על עיסוקן של אותן חברות.

ודוק; מדובר בהוראות מחייבות. הוראות אלה יוצרות רף כניסה קשיח. ניירות הערך של חברה אשר אינה עומדת ברף זה אינם יכולים להיסחר בבורסה. בתקנון אין מנגנון המאפשר לחמוק מהוראותיו. התקנון (וההנחיות היוצאות מכוחו) הוא המכשיר המשפטי אשר על יסודו פועל דירקטוריון הבורסה בקבעו אם להתיר או לא להתיר רישום ניירות ערך של חברה פלונית למסחר. גוף המבקש להיסחר בבורסה חייב להכפיף עצמו לכללים. הם מחייבים אותו. מדובר, על כן, בכללים שנקבעו מכוח חוק ומשנים את המצב המשפטי הנוהג.

אין גם מחלוקת, כי הכללים שבתקנון מכוונים כלפי כלל החברות שמניותיהן עשויות להיסחר בבורסה. הם אינם מכוונים כלפי תאגידים מסויימים דווקא. גם לא מדובר בהוראות מוגבלות מבחינת היקף תחולתן, החלות רק על תאגידים מסוג מסויים או על בקשות המוגשות בפרק זמן מוגדר ומיוחד (השוו רע"א 5851/94 ארגון הקבלנים והבונים, ראשון לציון נ' מינהל מקרקעי ישראל, מחוז המרכז, דינים עליון כרך לז' 760 בפיסקה 7). נראה, על כן, כי הוראות התקנון מקיימות גם את יסוד הכלליות, שעניינו בכך שיהא מדובר בנורמות המכוונות כלפי ציבור בלתי מסויים. מכאן, שהתקנון מהווה תקנה בת פועל תחיקתי.

20. אוסיף כבר בשלב זה, כי על פי המבחנים הנזכרים לעיל גם ההנחיות שמקבל דירקטוריון הבורסה מכוח סעיף 46(ד) לחוק בנוסחו דהיום הן תקנות בנות פועל תחיקתי. לעניין זה תהיה תשיבות כשאדון להלן בעניין דרך פירסומן של ההנחיות. ראשית, מדובר בהוראות היוצאות מכוח חוק. החוק הוא שמסמך את האסיפה הכללית של הבורסה להסמך בתקנונה את הדירקטוריון להוציא הנחיות. בכך מתקיים בהנחיות הן היסוד של "מכוח חוק" שבהגדרת "תקנה", והן היסוד של "על יסוד תקנה" בהגדרת "תקנה" אשר בפקודת הפרשנות (נוסח חדש). החוק הוא זה שקובע את מהותן ואת תחומי התפרשותן של ההנחיות - תנאים, פרטים וסייגים לכללים אשר בתקנון.

אשר לפועלן של ההנחיות והיקף תחולתן - גם קביעת "פרטים", הנוגעים לחקיקה החלה על ציבור בלתי מסויים, היא פעולה תחיקתית, המשפיעה על זכויות. כך, למשל, נקבע כי קביעת שיעור אגרה נושאת פועל תחיקתי (ע"פ 74/58 היועץ המשפטי נ' הורנשטיין, פ"ד יד' 365, 388). כך גם הוספת תנאים למתן היתר שבסמכות הרשות (ראו בג"צ 63/88 אילת קווי תובלה יבשתיים נ' מנהל אגף הרשויות במשרד התחבורה, דינים עליון כרך ח' 539). לכך יש להוסיף את דרישת חוק ניירות ערך לאישור רשות ניירות ערך להנחיות. ראינו, כי מעורבות שלטונית בהליך ההתקנה היא נתון בעל משקל ניכר בבחינה האם מדובר בתקנה בת-פועל תחיקתי. המסקנה העולה מדברים אלה היא, כי גם ההנחיות הן תקנות בנות פועל תחיקתי.

ממסקנה זו עצמה עולה, כי אין לראות בהנחיות הבורסה, חרף שמן, "הנחיות מינהליות". אכן, אין מדובר כאן ב"הנחיות עצמיות", בבחינת פעולה פנימית של הרשות הקובעת לעצמה כללי מדיניות להפעלת שיקול דעתה (ראו זמיר, הסמכות המינהלית כרך ב' (ירושלים, 1996), בעמוד 775). הכללים שבהנחיות הם בעלי תוקף נורמטיבי מחייב. הדבר עולה מלשונן. הוא עולה גם מתקנון הבורסה. דירקטוריון הבורסה לא הוסמך בתקנונה להתיר רישום של חברה אשר אינה עומדת בתנאים שבהנחיות (והשוו לסעיף 69 לתקנון, המסמך את הדירקטוריון לא לרשום למסחר ניירות ערך גם אם התקיימו כל התנאים שבהנחיות). זאת ועוד. ההסדר הפרטני שבהנחיות חיוני, על מנת לצקת תוכן לכללים שבתקנון. ללא ההנחיות, אין תוקף מעשי לקביעות הכלליות שבתקנון. הכללים שבהנחיות אף עשויים לכרסם בקביעות שבתקנון, בדרך של קביעת תנאים או סייגים לו. לכך יש להוסיף, כי מקור הסמכות להוצאת ההנחיות נמצא בחקיקה ראשית (סעיף 46(ד) לחוק ניירות ערך), וכי ההנחיות טעונות אישור של רשות פיקוח מינהלית, היא רשות ניירות ערך. מאפיינים אלה אינם מתיישבים עם תיאור ההנחיות כהוראות מדיניות פנימיות שקבעה הרשות לעצמה.

21. הגענו למסקנה שהתקנון הינו בגדר תקנה בת פועל תחיקתי. על רקע זה מתעורר קושי בהחלת ההלכות העוסקות בהסכמה בדרך של התנהגות של חברי חברה לתקנות התאגדות שלה, על עניינו (לעניין הלכות אלה ראו To Hung V. Man on Insurance Ltd; (1902) A. C. 232, 236; ע"א 552/69 סוכנות אניות מזרחית

בע"מ נ' וולקן, פ"ד כד(2) 45). על פני הדברים, הלכות אלה נוגעות למצב דברים אחר, שונה בתכלית. הן מתייחסות לסיטואציה, בה נעשה ניסיון לתקוף את תוקפה של פעולה פלונית של החברה, בטענה שאין היא תואמת את תקנות ההתאגדות של החברה או שלא אושרה כדין על ידה. בתי המשפט, בשני מקרים אלה, אישרו את פעולת החברה.

בעניין סוכנויות אניות הופעל עיקרון ההשתק. החברה הושתקה מלטעון כנגד תוקפו של שטר עליו חתמה המנהלת הכללית של החברה אשר מונתה שלא כדין, וזאת על רקע הסכמתם בשתיקה של כלל חברי החברה. בעניין To Hung הפעיל בית המשפט קונסטרוקציה חוזית: הואיל ותקנות התאגדות אינן דומות באופיין לתזכיר החברה, ושאבות את כוחן מבעלי המניות עצמם, לא ראה בית המשפט טעם מדוע לא ליתן תוקף להתנהגות רצופה של בעלי המניות משך 18 שנים (בעמוד 306). על בסיס זה נקבע, כי מנהלי החברה היו רשאי לפעול על יסוד תקנות ההתאגדות של החברה, על פיהן פעלו משך 18 שנים, אף שאלה לא נחתמו כנדרש.

הקונסטרוקציה החוזית שהופעלה בעניין to hung אינה מתאימה למקרה שבפנינו. כך גם תורת ההשתק שהופעלה בעניין סוכנות אניות מזרחית. תקנון הבורסה אינו הסכם בין חבריה. זהו מסמך אשר הסמכות לקבעו, תכלית ההסדרים שבו והעניינים שניתן להסדיר בו יונקים את חיותם מהוראות החוק. זהו מסמך הפונה אל ואל על ציבור בלתי מסויים של גופים ופרטים. בשל כך, הנורמות הקבועות במסמך זה אינן נורמות חוזיות. הן עולות כדי תקנות בנות פועל תחיקתי. הבורסה, בהתקינה את התקנון, קובעת נורמות כלליות החלות על ציבור המשקיעים בניירות ערך, ועל ציבור החברות הנסחרות בניירות ערך. לא מדובר במסמך המסדיר את יחסי חברי הבורסה בינם לבין עצמם. לכן, אין מקום להחלת תורות הסכמיות או השתקיות על מסמך כזה.

ראוי לציין, כי רוח של זהירות מנשבת גם בפסיקה העוסקת בהסכמה בדרך של התנהגות על ידי חברים בגופים אשר יחסיהם מוסדרים בתקנונים חוזיים (ראו ע"א 427/90 לאו נ' טוקטלי, פ"ד מה(3) 387 פסקה 8 של פסק הדין; וכן ע"א 2896/90 טרוצקי נ' ציון, פ"ד מו(5) 454). מפסיקה זו עולה רתיעה מן הקביעה כי נורמות ההתנהגות המחייבות בחברה שונו בדרך של התנהגות אשר לא בא זיכרה במסמכי היסוד. גישה זו מייחסת משקל ניכר לקיום הליך מסודר של שינוי במסמכי היסוד. גישה זו יפה מקל וחומר לענייננו, בו מדובר במסמך שאינו מסמך יסוד של החברה. כשמדובר בקביעת נורמות מכוח חוק, המשפיעות על ציבור בלתי מסויים של אנשים, מתבקשת גישה זהירה עוד יותר באיתור הנורמות המחייבות שנקבעו.

22. נחזור לענייננו. הפרוצדורה שנדרשה לצורך קבלת תיקון לתקנון בנוסח השני במועד הרלוונטי היתה קבלת החלטה רגילה של האסיפה הכללית של הבורסה. הפרוצדורה לא קויימה (עד 18.11.93). החלטה כזו לא נתקבלה. האסיפה הכללית לא אישרה בדרך של החלטה את הנוסח השני. היא אישרה בדרך זו את הנוסח הראשון. אכן, אם היה ניתן אישור של האסיפה הכללית לנוסח השני בסמוך לאחר שהרשויות השונות אישרו נוסח זה, היה בכך כדי לקיים את מצוות החוק, אף כי על פי הסדר שקובע החוק האסיפה הכללית היא שצריכה לאשרו ראשונה. זהו סדר הדברים אשר חוק ניירות ערך מכתוב. בסטיה מסדר דברים זה יש משום פגם. במהלך הדברים הרגיל, רצוי ותקין לקיים את סדר הפעולות שנקבע בחוק. סדר פעולות זה משקף את חלוקת העבודה הנכונה בין הרשויות השונות - הבורסה כרשות המחליטה, ועדת הכנסת, שר האוצר ורשות ניירות ערך, כרשויות המפקחות ומבקר את פעולותיה אך הסטיה מסדר דברים זה במקרה שבפנינו אינה מהווה פגם מהותי המוליך לפסילה של תקנון הבורסה. יש לזכור, כי מרכז הכובד של הוראות החוק הקובעות את הליכי האישור טמון בעצם מתן האישור או ההסכמה לתקנון, לפי העניין, על ידי הגופים השונים.

ברוח זו התבטא השופט ברנזון בבג"צ 144/72 ליבפסקי-הליפי נ' שר המשפטים, פ"ד כז(1) 719, באמרו (בעמוד 724):

"האישור (של ועדת חוק חוקה ומשפט - ת"א) הוא חלק אינטגרלי של הליך חקיקת המשנה הזאת, וכאן חייבת להיות הסכמה בין שני הגורמים: השר והועדה. כיצד, באיזו דרך ובאיזה סדר מושגת תמימות דעים כזאת אינו חשוב. מסתבר שבדרך כלל תבוא היזמה מהשר אשר יבקש את אשר הועדה, והאשר יינתן על החלק או על-תנאי.

כשהאשור מותנה בתנאי, כלומר שהוא מלווה בדרישה לשנוי או לתיקון הצעת השר, והוא ניאות לקבלה - הרי שנוצרה תמימות הדעים הדרושה של שני הגורמים הקובעים."

על רקע דברים אלה, אני סבור כי באי קיום סדר הדברים החוקי יש לראות, בנסיבות העניין, פגם טכני אשר אינו מוליך לבטלות ההליכים (ראו בג"צ 161/80 מלון סן טרופז בע"מ נ' מינהל מקרקעי ישראל, פ"ד לד(4) 709).

בענייננו התקבלה ביום 18.11.93 החלטה של האסיפה הכללית המאשרת את הנוסח השני. מאותו שלב קיבל התקנון את הסכמת ואישור כל הרשויות כנדרש בסעיף 48(א) לחוק. אך עתה עוסקים אנו בשאלה, אם עד להחלטה מיום 18.11.93 נתקבלה הסכמת או אישור האסיפה הכללית לתקנון.

23. אינני סבור, כי תמימות הדעים של האסיפה הכללית הנדרשת על פי החוק הושגה בענייננו קודם ההחלטה מיום 18.11.93. לעניין זה, יש חשיבות ניכרת למעמדה המרכזי של האסיפה הכללית בקבלת התקנון. האסיפה הכללית היא הגוף המתקין. היא הגוף אשר אמור להפעיל את שיקול דעתו באם לאשר את התקנון. האסיפה הכללית אינה גוף מייעץ. אכן, כשמדובר בגופים מייעצים, גילתה הפסיקה גמישות מסויימת. היא היתה נכונה לאמץ קונסטרוקציה של הסכמה בשתיקה. נפסק, כי כאשר פונה הרשות המחליטה לגוף המייעץ, היא עשויה לצאת ידי חובה אם הגוף המייעץ אינו משיב לה תוך זמן סביר. ההלכה בעניין זה מסוכמת בבג"צ 5483/95 גינדי נ' שר הדתות, דינים עליון, כרך מא' 180. חברי השופט זמיר מבהיר שם (בפסקה 10), כי:

"במקרה הרגיל, הרשות המינהלית יוצאת ידי חובתה להתייעץ כאשר היא פונה אל הגוף המייעץ בדרך נאותה, מבהירה את כוונתה לקיים התיעצות כהלכתה, וממתינה זמן סביר לקבלת תשובה מן הגוף המייעץ".

אם תגובה כזו לא מגיעה תוך זמן סביר, רשאית הרשות המינהלית להניח כי הגוף המייעץ הסכים לתקנות:

"במקרה הרגיל די לה לרשות המינהלית, לאחר שפנתה אל הגוף המייעץ בדרך נאותה, שתמתין זמן סביר לקבלת תשובה. אם לא הגיעה כל תשובה מן הגוף המייעץ תוך זמן סביר, יכולה הרשות להניח, בהעדר ראיות לסתור, כי הגוף המייעץ מסכים שהרשות תפעיל את סמכותה לפי שיקול דעתה."

נראה לי, כי לא ניתן להסתפק באמת מידה מקלה כזו כשמדובר בסמכות ההתקנה עצמה. כאמור, האסיפה הכללית של הבורסה היא הגוף שהוסמך על ידי חוק ניירות ערך (בנוסחו המקורי) להתקין את התקנון. היא שהוסמכה לשנותו. על פי דיני המשפט המינהלי, לגיבוש עמדתו של הגוף בעל הסמכות יש חשיבות רבה. זהו הציר המרכזי לפעולת ההתקנה. וכבר נאמר, כי "מרכז הכובד בתהליך ההתקנה הוא בהכרעתה ובגיבוש מחשבתה של הרשות, שהוסמכה להתקין את התקנה" (בג"צ 653/79 עזריאל נ' מנהל אגף הרישוי. משרד התחבורה, פ"ד לה(2) 85, 97). מן ההכרח, על כן, לבסס באורח פוזיטיבי את מודעותה של האסיפה הכללית, לשנינו בתקנון אשר ועדת הכספים ביקשה להכניס ואת אישורה של האסיפה לשנינו.

על בסיס הראיות שהובאו, קשה לדעתי לומר כי האסיפה הכללית - עד להחלטתה מיום 18.11.93 - קיימה את חלקה בחקיקת הנוסח השני של התקנון. נראה לי, כי התכלית החוקית בדבר גיבוש דעתה של האסיפה הכללית, לא הוגשמה. איני סבור, כי ניתן לומר כי הראיות הנוגעות ל"הסכמה שבשתיקה" של האסיפה הכללית מספקות תחליף במידה הנדרשת להליך של קבלת החלטה. קשה לקבל תיזה, לפיה גוף מתקין מגבש את עמדתו ביחס לתקנות אשר עליו לקבל בדרך של שתיקה. על הגוף להידרש לתקנות באורח אקטיבי. עליו לקיים הליך של שקילה ובחינה. עליו לבחור בין קווי פעולה חלופיים, עליו להתמודד עם ההסדר המוצע. כשמדובר בגוף קולקטיבי, עליו לקיים דיון הולם, בו ינתן ביטוי לעמדות ולתפישות השונות. מבחינה טכנית, ניתן לקיים דיון כזה בדרכים שונות. אך מהותית, קשה לקבל כי ניתן לוותר עליו ולהסתפק בהסכמה בשתיקה.

גם פעולתו השוטפת של הדירקטוריון, אשר הוא הגוף הביצועי העוסק באשור בקשות לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה, לא מלמדת על מודעות ועל אשור כזה של האסיפה הכללית או של חבריה. גם אישור הדירקטוריון בישיבתו מיום 20.2.92 לנוסח זה כמעט לחלוטין לנוסח השני אשר אושר לבסוף, אינה מהווה

תחליף לפעולת האסיפה הכללית. בכך איני אומר שהסכמת הדירקטוריון נטולה כל ערך משפטי. לדעתי, היא מהווה נתון אשר יש לו רלוונטיות לענייננו. עם זאת, לנתון זה אין חשיבות מרובה בהערכת עמדתה של האסיפה הכללית. הבורסה עצמה מודה, כי הסכמת הדירקטוריון אינה יכולה להוות תחליף לאישור האסיפה הכללית.

גם שליחת עותק מן הנוסח השני לכל אחד מחברי הבורסה והעדר מחאה מצידם אינם מספיקים כדי ללמד על הסכמה של האסיפה הכללית לנוסח השני או על אישורה אותו. אישור כזה לא הוכח. נפל, על כן, פגם בהליך החקיקה: הגוף שהיה אמור לאשר את החיקוק לא נתן עליו את דעתו.

על רקע זה, נטייתי היא לומר כי עד 18.11.93 האסיפה הכללית של הבורסה לא אישרה את התקנון בנוסח השני כדיון. עם זאת, נוכח מסקנתי כמבואר להלן בדבר תוקפה הרטרואקטיבי של החלטת האסיפה הכללית מיום 18.11.93 על אימוץ הנוסח השני החל מיום 1.4.92, איני רואה צורך לקבוע בפסקנות את עמדתי בשאלה לא קלה זו.

24. שאלה אחרת שיכולה היתה להתעורר היא, מה הסעד הראוי במקרה כמו בענייננו, כשהליך התקנת התקנון נמצא פגום בשל העדר החלטת האסיפה הכללית לקבל את הנוסח השני. אם יש לקבוע, בהכרח, שהתקנון בטל, או שמא, בהסתמך על תורת הבטלות היחסית, היה מקום להשאירו בתוקף לאור כלל הנסיבות, לרבות אישור התקנון בנוסחו השני על ידי האסיפה הכללית ביום 18.11.93.

על תורת הבטלות היחסית אומר חברי השופט זמיר בבג"צ 3081/95 רומיאו נ' המועצה המדעית של ההסתדרות הרפואית בישראל (טרם פורסם):

"כיום הפסיקה מבחינה בין הכלל המחייב רשות מינהלית לנהוג בדרך מסויימת לבין התוצאה הנובעת מהפרת הכלל. התוצאה הנובעת מהפרת הכלל תלויה בנסיבות המקרה: מהות הכלל שהופר; הנזק שנגרם כתוצאה מהפרת הכלל והנזק שיגרם כתוצאה מביטול ההחלטה המינהלית; השאלה מי תוקף את ההחלטה המינהלית ובאיזו דרך, ועוד. זוהי, על רגל אחת, תורת הבטלות היחסית".

גם בשאלה לא קלה זו איני רואה צורך להכריע, נוכח מסקנת הדיון בשאלת הרטרואקטיביות. לשאלת הרטרואקטיביות אעבור עתה.

רטרואקטיביות

25. הבורסה מנסה לסמוך יתדותיה בהחלטת האסיפה הכללית שלה מיום 18.11.93. בהחלטה זו, פרט לאישור התקנון, נתן לתקנון אישור רטרואקטיבי, החל מיום 1.4.92. האם ההחלטה על אישור רטרואקטיבי יכולה לעמוד?

התשובה לשאלה זו תלויה בתשובה לשתי שאלות משנה. האחת היא שאלת הסמכות: האם קיימת לאסיפה הכללית סמכות לחוקק חקיקת משנה בעלת תוקף רטרואקטיבי. השניה היא שאלת סבירות הפעלת שיקול הדעת במסגרת הסמכות הנתונה. שאלה זו נוגעת לעמידת ההסדר הרטרואקטיבי במבחנים מהותיים, כולל מבחן המידתיות.

נקודת המוצא לדיון בשאלות אלה היא, כי מדובר בחקיקת משנה. לכן, אין צורך להדרש לטענה כי חברה אינה יכולה לאמץ תקנון שחלותו בזמן היא רטרואקטיבית. טענה זו מניחה, כי מדובר בענייננו בתקנות ההתאגדות של הבורסה. כעולה מן הניתוח דלעיל, זה אינו המצב. תקנון הבורסה בו עסקינן אינו מסמך חוזי פנימי. הוא מסמך בעל תוקף סטוטורי לכל דבר ועניין.

הוא מהווה חקיקת משנה. על כן, יש לראות באסיפה הכללית מחוקק משנה לעניין זה. אין חולק, כי חקיקת משנה אמנם יכול ותהיה רטרואקטיבית, אם היא עומדת במבחני הסמכות והסבירות.

26. אשר לשאלת הסמכות. בהקשר זה הועלה הטיעון, כי סמכות הבורסה לחקיקת משנה רטרואקטיבית נעוצה בסעיף 17 לפקודת הפרשנות (ראו ברכה, משפט מינהלי, כרך ראשון (תל אביב, 1986), בעמוד 275). בבג"צ 2933/94 רשות שדות התעופה נ' בית הדין הארצי לעבודה (טרם פורסם), מביע חברי, השופט זמיר, עמדה שונה. עמדתו היא, כי סעיף 17 אינו עוסק בשאלת חלותו המהותית של הסדר שבחקיקת משנה. סעיף זה אינו משיב על השאלה, האם הסדר פלוני חל על מצב שקדם לכניסתו לתוקף. הוא עוסק אך בשאלה, מהו מועד כניסתו לתוקף של ההסדר.

עמדתו של חברי, השופט זמיר, היא, כי שאלת הסמכות להתקין תקנות רטרואקטיביות תיגזר ותוכרע על פי תכליתו של החוק המסמיך. זוהי נקודת האחיזה לסמכותו של מחוקק המשנה. זו אמת המידה לקביעת היקף סמכותו זו ובאיתור קיומה. כדבריו בפיסקה 5 של בג"צ 2933/94 הנ"ל:

"תהא המשמעות של סעיף 17 אשר תהיה, ברור כי מתקין התקנות אינו מוסמך להקנות להן תחולה למפרע, מבחינה פורמלית או מבחינה מהותית, אלא אם ובמידה שהחוק המסמיך מתיר לו לעשות כן. במקרה בו החוק המסמיך אוסר תחולה למפרע של התקנות, אם מבחינה פורמלית ואם מבחינה מהותית, אי אפשר יהיה להקנות לתקנות תחולה כזאת מכוח סעיף 17 לפקודת הפרשנות. לכן, כדי להשיב על השאלה אם ניתן להקנות לתקנות תחולה למפרע, יש לבדוק את החוק המסמיך. אם החוק המסמיך אינו נותן תשובה מפורשת, יש לברר מהי התשובה המשתמעת. זוהי שאלה של פרשנות החוק המסמיך. בשאלה זו יש מקום לחזקה פרשנית לפיה המחוקק לא התכוון להקנות למתקין התקנות סמכות לתת לתקנות תחולה למפרע".

לכן, יש לבחון, בכל מקרה, האם חקיקת משנה רטרואקטיבית מתיישבת עם תכלית החוק המסמיך. יש לבחון, האם היא אכן מגשימה תכלית זו. זו השאלה המרכזית לעניין הסמכות, ואותה אבחן.

27. האם החלטת האסיפה הכללית מיום 18.11.93, בנותנה תוקף רטרואקטיבי להחלטתה כך שתחול מיום 1.4.92, מצויה בגדר תכלית החקיקה? כדי להשיב על שאלה זו, יש לפנות תחילה לתכלית העומדת מאחורי ההחלטה. מטרת התשריר הרטרואקטיבי שניתן לתקנון הבורסה (וממילא להנחיית שיצאו מכוחו) היתה ליתן תוקף להחלטות דירקטוריון הבורסה בקשר לרישום ניירות ערך למסחר, שניתנו מיום 1.4.92 ועד ליום ההחלטה הרטרואקטיבית. באותה תקופה דן דירקטוריון הבורסה והכריע בבקשות רבות לרישום ניירות ערך למסחר. הבסיס להחלטות אלה היה התקנון וההנחיות שיצאו מכוחו. ביסוד ההחלטה הרטרואקטיבית עמד חשש שאלמלא מתן התשריר הרטרואקטיבי להוראות התקנון וההנחיות, יתברר כי לא ניתן היה, בתקופת השנה וחצי הנ"ל, לרשום ניירות ערך למסחר.

בחינה של הרקע הנורמטיבי עובר ליום 1.4.92, מלמדת כי מדובר בחשש מציאותי. הנוסח השני לתקנון שואב את חיותו מן התיקון שהוכנס לחוק ניירות ערך בסוף שנת 1990 (תיקון מספר 11). כאמור, בתיקון זה התחולל שנוי קונצפטואלי מרחיק לכת בעמדתו של חוק ניירות ערך, ביחס לתוכן התקנון שעל בורסה לקיים בקשר לרישום ניירות ערך למסחר. חוק ניירות ערך, בנוסחו המקורי, כלל הוראת סל לקונית, אשר לפיה על תקנון הבורסה להסדיר, בין השאר, "תנאים ונוהל לרישום ניירות ערך לבורסה" (ס' 46(ב)(4)). התקנון שאומץ על בסיס הוראה זו היה דל בתוכנו. הוא כלל בעיקר תנאים פורמליים. אין בו כמעט תנאים מהותיים המתייחסים לחברה המנפיקה ולאפיוניה הפיננסיים והעסקיים. אין בו הוראות הנוגעות להחזקת מניות בחברה בידי בעלי ענין לאחר ההנפקה. אין בו התייחסות לאפשרות שמדובר בחברה שהיא חלק מאשכול חברות אשר מניותיהן נסחרות בבורסה. אין בו התאמה של התנאים לרישום לאפשרות כזו. למעשה, שלושת התנאים המהותיים היחידים שנקבעו בו הם מידת הפיזור של נייר הערך בציבור, איסור על מכירות פרטיות לפני רישום ניירות הערך או אחריו מעבר לשיעור מסויים, וחסימת ניירות ערך שנמכרו במכירה פרטית (סעיף 67 לתקנון).

עם חלוף העיתים, נתפסו כללים אלה כלא מספקים. בשוק ההון התחוללו תמורות. בכלכלה הישראלית התחוללו תמורות. תמורות אלה לא פסחו גם על שוק המסחר היחיד בניירות ערך שפעל בישראל באותה עת. בשל כך, פעלה הבורסה כדי להתאים את דרישות הרישום למסחר לזמנים המשתנים. היא לא עשתה כן בדרך

של שינוי התקנון. היא בחרה לפעול באפיק אחר, של קביעת הנחיות על ידי הדירקטוריון. דרך זו נפסלה על ידי בית המשפט המחוזי בפרשת נמרודי הנ"ל, כמתואר לעיל. בעקבות פסק הדין באותה פרשה, נדרשה הכנסת שוב לשאלת תוקפן של ההנחיות. היא נתנה להנחיות תוקף עד לקבלת תקנון מתוקן (חוק הוראת השעה מיום 7.12.89). בסמוך לכך, הונחה על שולחן הכנסת הצעת החוק, אשר הפכה לחוק ביום 13.12.90 (תיקון מספר 11 לחוק ניירות ערך). חוק זה חולל תמורה יסודית בהתייחסות הסטטוטורית לתוכן התקנון, במקטע המתייחס לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. הוא איפשר, תחת הכותרת "כללים לניהול תקין והוגן של המסחר בבורסה", קבלת כללים בשורה ארוכה של נושאים (ס' 46(א)(2) לחוק). זאת ועוד. נקבעה בו הוראה חדשה, המסמיכה את הבורסה לקבוע בתקנון כללים בדבר המשך התקיימות התנאים הנ"ל, גם לאחר רישום ניירות ערך למסחר (סעיף 46(א)(4)). רשימת העניינים הנוגעים לרישום ניירות ערך למסחר, אשר המחוקק ביקש כי ייקבעו בתקנון, היא ארוכה. בשל חשיבותם, יובאו כאן סעיפי ההסמכה החדשים בנוסח שנתקבל. סעיפים אלה קבעו, כי ניתן יהיה להסדיר בתקנון את העניינים הבאים (ראו סעיף 46(א)(2) לחוק):

"(א) אפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר, מבחינת תקופת פעילותה, היקף פעילותה ותוצאותיה העסקיות, שווי נכסיה והתחייבויותיה, זיקה לתאגידים אחרים וסיווג לקבוצות רישום; ניתן לקבוע כללים שונים כאמור לפי סוג הפעילות הכלכלית שבה עוסקת החברה;

(ב) אפיוני ניירות הערך שניתן לרשום למסחר, מבחינת סוגם, שווים המזערי הכולל בעת הרישום, החלק המזערי שיוחזק סמוך לאחר הרישום בידי הציבור ומידת פיזורו, והמספר המרבי של הסוגים או הסדרות;

(ג) היחס בין מחירם של ניירות ערך בהנפקה לבין מחירם של ניירות הערך של החברה בבורסה, אופן ביצוע ההנפקה ודרך הקצאתם של ניירות הערך המונפקים;

(ד) חיוב החברה כי הנפקת ניירות ערך תיעשה בתנאים, במחיר ובדרך השווים לכל, ותנאים ונסיבות שבהם מותר לנהוג אחרת לגבי סוגים של דרכי הנפקה או של רוכשים, אם הדבר דרוש לעידוד השקעה בניירות הערך של החברה או לגבי הקצאה לעובדים;

(ה) הפיקוח והבקרה של הבורסה על קיום תקנון הבורסה והנחיותיה בידי חברה.

(ו) מניעה של כל עסקה או פעולה בניירות ערך בידי מחזיק או סוג מחזיקים, לתקופה שתיקבע;

(ז) חיוב החברה כי כל המניות בהון המוצא שלה יהיו מניות שנפרעו במלואן;

(ח) חיוב החברה כי כל המניות בהון המוצא שלה יירשמו למסחר, וכללים לחריגה מכלל זה לגבי חברות תעשייתיות שחוק עידוד התעשייה (מסים), התשכ"ט-1969, חל עליהן; חיוב כאמור לא יחול לגבי מניות מדינה מיוחדות כאמור בסעיף 46ב(1)

הנחיות הבורסה באותה עת התייחסו לחלק גדול מאותם עניינים ההנחיות המשיכו לחול, מכוח חוק הוראת השעה משנת 1989. בהמשך לקבלת תיקון מספר 11 לחוק ניירות ערך, כפי שכבר תואר, המשיכה הכנסת והאריכה את חוק הוראת השעה, אשר נתן תוקף להנחיות הבורסה, עד ל-1.4.92, מועד בו היה אמור התקנון (בנוסח השני) להיכנס לתוקף.

28. מה ניתן ללמוד מהשתלשלות זו של המאורעות? סבורני, כי ניתן ללמוד ממנה על תכלית חקיקתית חד משמעית, לפיה נדרשת מערכת כללים מודרנית, עדכנית ויעילה, בדבר רישום ניירות ערך למסחר בבורסה. נראה לי, כי נתגבשה תכלית חקיקתית ברורה, לפיה על תקנון הבורסה, בנוסחו המקורי, אבד הכלח, ואין הוא מספק את הפתרונות הנדרשים. זהו הטעם לשימור המתחדש מעת לעת של ההסדרים שבהנחיות, עד למועד בו יתקבל תקנון חדש אשר ההסדרים שבו יהיו תואמים את צרכי הזמן. על התכלית העומדת ביסוד הארכת

תוקפם של הסדרים אלה עומד יושב ראש ועדת הכספים בדיון שנערך בנושא בכנסת (דברי הכנסת, כח' באדר א' התשנ"ב (3 במרץ 1992)), באמרו (בעמוד 3399):

"תקנון הבורסה טעון אישור שר האוצר, לאחר התייעצות עם הרשות לניירות ערך, וכן אישור ועדת הכספים של הכנסת. היות שלא היה סיפק בידי ועדת הכספים לאשר את התקנון החדש של הבורסה עד ליום זה - אף שהושקעה בזה עבודה רבה, והעברנו את זה לוועדת משנה מיוחדת בראשותו של חבר הכנסת דן תיכון, והם עשו עבודה יסודית, הם לא הספיקו לסיים את כל העבודה המקיפה והמסועפת עד היום הזה - מוצע להאריך את תוקפן של ההנחיות הקיימות של הבורסה בשלושה חודשים. ההארכה תבטיח שלא ייווצר חלל ריק שבו לא תהיינה הנחיות תקפות."

המחוקק ביקש, אם כן, למנוע חלל נורמטיבי בתקופת הביניים עד לאישור תקנון הבורסה בנוסחו החדש. נראה לי, כי תכלית זו עומדת בסתירה חזיתית לאפשרות, שבשנות התשעים, יבוצע רישום ניירות ערך למסחר על פי התקנון המקורי שהוחק בשנת 1969 אפשרות כזו היא בדיוק מה שהמחוקק ביקש למנוע במהלכי החקיקה בהם נקט. מכך עולה, כי מסקנה בדבר העדר תוקף לכללים שנקבעו בתקנון שאמור היה להיכנס לתוקף ביום 1.4.92 אינה מלמדת כי היתה באותה עת אפשרות לרשום ניירות ערך על פי התקנון הישן. היא מלמדת על העדר הכללים הנדרשים על פי החוק לצורך רישום ניירות ערך למסחר באותה תקופה. היא מלמדת, כי לא ניתן היה לרשום ניירות ערך למסחר באותה עת. זו התוצאה הקשה, אשר האסיפה הכללית של הבורסה ביקשה למנוע בהחלטתה על החלה רטרואקטיבית של הוראות התקנון.

המסקנה, כי בהעדר תוקף לנוסח השני ביום 1.4.92 נוצר מצב על פיו לא ניתן היה לרשום ניירות ערך למסחר על פי התקנון המקורי, נראית במבט ראשון מסקנה קשה. אך זהו המצב המתבקש מתכלית החקיקה החד משמעית. מצב דומה נדון בפרשת בג"צ 28/94 צרפתי נ' שר הבריאות, פ"ד מט(3) 804. באותו ענין היה מדובר בהוראות שבפקודת בריאות העם, 1940, אשר נקבעו בתיקון משנת 1993. הוראות אלה היו אמורות להסמיך את שר הבריאות להתנות רכישה של מכשירים רפואיים מסויימים ברשיון, ולקבוע בתקנות כללים מבחנים ואמות מידה למתן רשיונות כאמור. בחוק המתקן משנת 1993 נקבעה רשימה סגורה של שקולים למתן הרשיון. בעת חקיקת החוק המתקן היו בתוקף תקנות ישנות, מן השנים 1979 ו-1988, אשר קבעו חובת רישוי למכשירים מסויימים. בתקנות אלה לא היתה מגבלה על סוג השקולים שהמנהל רשאי לשקול. בעקבות תיקון החוק, לא יצאו תקנות חדשות מתחת ידו של השר התעוררה, על כן, שאלה מהו הפתרון במצב זה: האם יש תחולה לתקנות שיצאו מכוח החוק בנוסחו הקודם, או שמא, בעקבות ההסדר החוקי החדש, לא ניתן להוציא רשיונות כלל, בהעדר תקנות ביצוע מתאימות שיצאו מכוחו. בית המשפט, מפי חברי, השופט גולדברג, קבע כי הפתרון הנכון במצב זה הוא הפיתרון השני. אמנם, התקנות שהוחקו מכוח הוראות החוק המקוריות לא בוטלו באורח מפורש. הן נשארו בתוקפן. אך נוכח התכלית החקיקתית שגובשה בחוק החדש, אין לתקנות אלה תוקף יותר. בהקשר זה הוא אומר (בעמוד 816):

התקנות הישנות היו יפות לשעתן והן הותקנו על פי נוסחו הקודם של סעיף 65 לפקודה. תקנות אלה לא בוטלו אמנם פורמלית, אלא בתקנות החדשות, אולם לא יכול להיות ספק כי עם תיקון מס' 14, לא ניתן היה עוד למשיב לפעול לפיהן.

"הרחבת סמכותו של המשיב לשקול שיקולים של מדיניות בריאות לאומית על פי התקנות הקודמות, על אף הנאמר בסעיף 65 המתוקן, משמעה סיכול מטרתו של התיקון, אשר לא הסתפק בשיקול הכללי של מדיניות בריאות לאומית, אלא תחם את גבולותיו. מטרתו של סעיף 65ב(4) לפקודה גם לא היתה כי המשיב יתן רשיון בהתחשב בשיקולים רפואיים בלבד. על שיקולים אלה הוספו, כאמור, שיקולים שהתעלמות מהם שמה לאל בעליל את מטרת תיקונו של הסעיף."

על רקע זה הגיע בית המשפט למסקנה, כי בתקופת הביניים שבין קבלת החוק המתקן ועד לקבלת התקנות מכוחו, לא ניתן היה לקבל רישיון לרכישת המכשירים הרפואיים הנדונים מכוח התקנות הישנות (בעמודים 816-817):

29. הנה כי כן, השנוי בנקודת המבט החוקית, המהווה תשתית לחקיקת משנה, עשוי לחולל שנוי באפשרות לפעול על פי חקיקת משנה נוספת, הניזונה מתפיסות שעמדו בבסיס ההסדר הסטטוטורי הקודם. החוק השתנה. התכלית החקיקתית השתנתה. המציאות אשר בתוכה פועל החוק ואותה הוא נועד להסדיר עברה תמורות. במצב דברים זה לא ניתן לסובב את הגלגל לאחור. ולענייננו לא ניתן במצב כזה לקבוע כי אישור רישום של ניירות ערך למסחר ייעשה לפי דין שנקבע לפני קרוב לשנות דור. המחוקק הביע דעתו בעניין זה. הוא היתווה מסלול חדש לילך בו. הוא ביקש, למשל, כי יקבעו בתקנון כללים הנוגעים לתוצאותיה העסקיות של החברה ולהונה העצמי. במצב דברים זה, אין עוד תחולה או חיות לתקנון הישן, אשר אין בו הסדרים המטפלים בנושאים החדשים אותם ביקש המחוקק להסדיר.

על רקע זה, טבעי הדבר כי האפשרות כי לא היתה תשתית נורמטיבית לרישום ניירות ערך לבורסה משך תקופה שנמשכה יותר משנה וחצי, עוררה דאגה בקרב הבורסה ובקרב הרשויות הנוגעות בדבר, ובמיוחד רשות ניירות ערך. מסקנה כזו, עלולה לשמוט את הקרקע מתחת לפעולותיהן של החברות שמניותיהן נרשמו למסחר באותה עת. היא עלולה לפגוע במשקיעים באותם ניירות ערך. היא עלולה לגרום לאי וודאות ואנדרלמוסיה קשים בשוק ההון. במצב דברים זה, מתן תשריר רטרואקטיבי לנוסח השני של התקנון, על פיו פעלו הכל, אינו בלתי סביר. הוא נועד להגשים את תכליתו של חוק ניירות ערך, והמגמות העדכניות שבו. תכלית זו שביסוד ההסדר הרטרואקטיבי היא ראויה. ברור, על כן, כי אין דבר בתכלית החקיקתית המצביע על כך שהבורסה לא היתה רשאית להחיל את ההסדרים באורח רטרואקטיבי. אדרבא: החלה זו איפשרה הגשמה של תכלית החקיקה.

30. התשריר הרטרואקטיבי שניתן לכללים אינו מנוגד לתכלית החקיקה. האם הוא עומד במבחני הסבירות? הלכה היא, כי חקיקת משנה רטרואקטיביות צריך שתהיה סבירה. הלכה זו היא ותיקה. היא נקבעה לפני יותר משנות דור, בבג"צ 21/51 בינבוים נ' עירית תל אביב, פ"ד ו' 375 (וראו גם ע"א 311/57 היועץ המשפטי נ' מ' דיזנגוף ושות' (שיט) בע"מ, פ"ד יג' 1026). מאז, המשפט המינהלי התפתח. מבחן הסבירות השתכלל. כיום, במסגרת מבחן הסבירות, או בציודו, משמשת אמת מידה נוספת: המידתיות. אמת מידה אחרונה זו חולשת על הביקורת השיפוטית על מעשי המינהל לסוגיהם. היא חלה על אקטים אינדבידואליים. היא מהווה אמת מידה גם לבחינתה של חקיקת משנה.

על תחולתה הרחבה של אמת מידה זו עומד חברי השופט זמיר בבג"צ 987/94 יורונט קווי זהב (1992) בע"מ נ' שרת התקשורת (פ"ד מח(5) 412), באמרו (בפיסקה 23):

"אל לה לרשות מינהלית לנקוט באמצעי שפגיעתו קשה מעבר לנדרש כדי להשיג את המטרה. זוהי דרישת המידתיות (proportionality). המידתיות היא כלל מקובל וחשוב במדינות שונות, בענפי משפט שונים, ובכלל זה במשפט המינהלי. היא נוהגת גם במשפט ישראל מאז ומתמיד, בענפים שונים, לעיתים מכוח התחיקה ולעיתים מכוח הפסיקה.

לאחרונה הוכרה המידתיות על ידי בית משפט זה כעיקרון שיש בו כדי להנחות ולהגביל את הרשות המינהלית בהפעלת סמכויותיה. אכן, לגוף העניין, זהו עיקרון בסיסי ורחב, שעד כה, משום מה, לא זכה במשפט ישראל למעמד ולמשקל שהוא ראוי להם".

מבחן המידתיות נוגע לבחירה של הרשות בין אמצעים חלופיים העומדים לרשותה. הוא בוחן האם האמצעי שנבחר הוא נאות. הוא עומד לצד מבחן הסבירות, בבחינת חוקיותה של פעולת המינהל. הוא מהווה שכלול של מבחן הסבירות. אכן, במונחים של סבירות ניתן לומר, כי:

"מעשה שילטוני המגשים תכלית ראויה באמצעים הפוגעים בזכויות אדם מעבר למידה הדרושה, הוא בלתי סביר. הסבירות דורשת כי האמצעי השלטוני יהיה מידתי. רק כך מובטח איזון ראוי, הלכה למעשה, בין הערכים המתנגשים המונח ביסוד עיקרון הסבירות" (בג"צ 4330/93 גאנם נ' לישכת עורכי הדין (טרם פורסם) בפיסקה 12).

על היחס בין שתי עילות אלה - סבירות ומידתיות - לבחינת פעולות המינהל, עומד השופט ברק בבג"צ 3477/95 בן עטייה נ' שר החינוך והתרבות פ"ד מט(5) 1, באמרו (בפיסקה 7):

"אכן, במובן מסויים ניתן לראות בעילת המידתיות 'ענף בעץ אי הסבירות' (סגל, שם, עמוד 135). במובן אחר ניתן לראות בה עילה עצמאית העומדת על רגליה היא. אכן, עילת המידתיות היא שלב נוסף ועצמאי בפיתוח תורת שיקול הדעת המינהלי ובעידונה של עילת הסבירות... עילת המידתיות צועדת צעד אחד נוסף. היא מניחה איזון ראוי בין הערכים המתנגשים. היא בוחנת אם האמצעי שננקט להגשמת אותו איזון הוא מתאים... הנה כי כן, עילת המידתיות משכללת את עילת הסבירות. היא מניחה סבירותו של האיזון העקרוני. היא בוחנת את האמצעים הננקטים להגשמתו של אותו איזון."

עולה מכך, כי גם בבחינת סבירותה של חקיקת משנה רטרואקטיבית יש לבחון האם חקיקה זו עומדת במבחני המידתיות. ניצנים לגישה זו ניתן למצוא בבג"צ 2933/94 רשות שדות התעופה נ' בית הדין הארצי לעבודה (טרם פורסם). באותו עניין נדונה שאלת תוקפו הרטרואקטיבי של אישור שנתן שר העבודה להסכם קיבוצי. האישור ניתן שנים אחדות לאחר שכלולו של אותו הסכם. בהתייחסו לאמת המידה החלה בכגון דא, אומר חברי השופט זמיר (בפיסקה 1) כי:

"הסמכות לקבוע תחולה למפרע, כמו כל סמכות, כפופה למבחן הסבירות. אם בנסיבות של מקרה מסויים התחולה למפרע של תקנות או הוראות מינהל אינה עומדת במבחן הסבירות, כגון שהיא פוגעת בזכויות מוקנות ללא הצדקה או מעבר למידה הראויה, עשוי בית המשפט לפסול את התחולה למפרע" (ההדגשה הוספה - ת"א).

עיקרון המידתיות לא מוזכר במפורש במובאה זו. אך תוכנם של הדברים ברור. הם מלמדים על החלה של עיקרי תורת המידתיות. במסגרת עילה זו, עוצבו שלושה מבחני משנה. עומד על כך הנשיא ברק בבג"צ 4330/93 הנ"ל, באמרו (בפיסקה 11):

"ראשית, האמצעי אינו ראוי אם הוא אינו מתאים להשגת המטרה. נדרש קשר של התאמה (fit; geeignat) בין המטרה לבין האמצעי (מבחן האמצעי המתאים או האמצעי הרציונלי) שנית, האמצעי אינו ראוי אם ניתן להשיג את התכלית הראויה על ידי אמצעים אחרים, מתאימים. גם הם, אשר פגיעתם בערכים ובעקרונות הראויים להגנה היא קטנה ביותר (מבחן האמצעי שפגיעתו פחותה); שלישית, האמצעי אינו ראוי אם אין יחס ראוי בין התועלת לציבור לבין הנזק לפרט (מבחן המידתיות במובן הצר)".

31. כיצד עומדת החלטת האסיפה הכללית במבחנים אלה? כבר אמרנו, כי החלת התקנון באורח רטרואקטיבי היא האמצעי המתאים למנוע חלל נורמטיבי בתקופת הביניים שבין יום ה-1.4.92 לבין יום ה-18.11.93. זאת ועוד. לא ניתן היה להשיג תכלית זו בדרך אחרת, שפגיעתה פחותה. החלת התקנון באורח רטרואקטיבי היא שנותנת תוקף לכל ההחלטות שנתקבלו על ידי דירקטוריון הבורסה בתקופת הביניים, בלא קשר לשאלה אם מדובר בהחלטות שדחו בקשות לרישום ניירות ערך או אישרו אותן. לכן, אין דרך שהיא פוגענית פחות אשר עמדה לרשות האסיפה הכללית ליתן תוקף לפעולת הדירקטוריון בתקופת הביניים.

32. אשר ליחס הראוי בין התועלת לציבור לבין הנזק לפרט. על התועלת בתשריר הרטרואקטיבי עמדת. ראינו, כי הוא היה חיוני כדי למנוע אי ודאות ואנדרלמוסיה בשוק ההון. האינטרס הציבורי באלה הוא ברור ומובן מאליו. זאת ועוד. התשריר גם אינו עומד בניגוד לציפיות הסבירות של הפועלים בשוק ההון, ולהיפך (השוו: ע"פ 4912/91 תלמי נ' מדינת ישראל, פ"ד מח(1) 581, 624-625; בג"צ 4562/92 זנדברג נ' רשות השידור (טרם פורסם) בעמוד 31). כמובהר, הגורמים השונים פעלו בשוק ההון משך שנה וחצי על יסוד ההנחה כי קיימים כללים תקפים לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. עקירתה של הנחה כזו היא שהיתה עלולה לפגוע בצפיות הסבירות של הפועלים בשוק ההון. היא היתה עלולה לגרור את השוק למחול שדים ולאי ודאות קשה וממושכת. במידה רבה, על כן, הגשים התשריר הרטרואקטיבי את צפיות הפועלים בשוק ההון. תקוותן של המשיבות

(ואולי גם של צדדים נוספים אשר אינם בפנינו), להיבנות עתה מטענתה של הבורסה, אינה יכולה לעמוד מול האינטרס הציבורי המכריע בשימור תוקפם של התקנון וההנחיות בתקופת הביניים עד לאישור הרטרואקטיבי.

יפים לכאן דבריו של חברי השופט זמיר בבג"צ 2933/94 הנ"ל, באמרו:

"יש מצבים בהם התחולה למפרע אינה גורמת כל תוצאה שלילית. לא זו בלבד. יש מצבים בהם התחולה למפרע נדרשת כדי למנוע תוצאה שלילית או, אפילו, כדי לקדם תוצאה חיובית. כך, למשל, בסמכות מיטיבה, כלומר כאשר התחולה למפרע נועדה להקנות זכות למפרע, כגון לתת לרישיון תוקף למפרע או להעניק גימלה ממועד מוקדם ליום ההחלטה. בדרך כלל, במצב כזה נשמט הבסיס התכליתי לחזקה הפרשנית נגד תחולה למפרע. כך יכול להיות המצב אפילו כאשר התחולה למפרע פוגעת בזכות מוקנית או באינטרס מוגן של פלוני, אך היא מיטיבה עם הציבור הרחב או מקדמת אינטרס חברתי חשוב, באופן שמאזן האינטרסים מטה את הכף לטובת התחולה למפרע. הדבר תלוי בכל מקרה בנסיבות המקרה: בלשון החוק, מהות הסמכות, החשיבות היחסית של האינטרסים המעורבים ושיקולים ענייניים אחרים."

את ועוד. מן הניתוח דלעיל עולה, כי כלל לא נגרם נזק לפרטים כתוצאה מן הרטרואקטיביות. בהעדר ההחלטה על תוקפו הרטרואקטיבי של התקנון, לא היה תוקף לפעולה כלשהי של דירקטוריון הבורסה בתקופת הביניים. אלמלא ההחלטה, ראינו כי גם לא ניתן היה לרשום ניירות ערך למסחר בתקופה זו. לכן, מצבם של מי שבקשתם סורבה בתקופת הביניים, על בסיס התקנון בנוסח השני וההנחיות, לא הוחמר עקב ההחלטה הרטרואקטיבית. לא נפגעה כל זכות שלהם כי ניירות הערך שלהם יירשמו למסחר.

בהקשר זה יש לזכור עובדה נוספת. נוסחו השני של התקנון פורסם בדרך של הפקדה ברשם החברות. דרך פירסום זו מעוגנת בהודעה של שר האוצר מכוח סעיף 49 לחוק ניירות ערך, על פיה פירסום התקנון ייעשה בדרך שתיקבע על ידי שר האוצר. אכן, אין בכוחו של הפירסום שנעשה כדי להפיח רוח בדבר חקיקה בלתי תקף (ראו בג"צ 975/89 בעניין Development Nimrodi Land הנ"ל בעמוד 157). אך אין משמעות הדבר, כי לפירסום אין כל נפקות. הפועלים בשוק ההון כלכלו את פעולותיהם על פי התקנון שפורסם בין אלה, נמצאים גם התאגידים. שבקשותיהם לרשום את ניירות הערך שלהם למסחר נדחו. הם יכלו להניח, כי הוראותיו של התקנון - בכפוף לטענות שיש להם לגופו של ענין - הן הקובעות את המשטר הרגולטיבי לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. עובדת הפירסום משליכה, על כן, על ציפיותיהם הסבירות של בני הציבור. היה בכוחה ליתן להם אזהרה נאותה על אמות המידה המהותיות אשר צריכות להתקיים כדי שבקשה לרישום ניירות ערך למסחר תאושר. בכך יש כדי לתמוך במסקנה כי ההחלה הרטרואקטיבית של התקנון עומדת במבחני המידתיות.

33. דברים אלה שאמרתי, יפים גם להנחיות הבורסה. אלה נקבעות, על פי חוק, על ידי דירקטוריון הבורסה. הן יוצקות תוכן רב חשיבות להוראות ולקביעות שבתקנון. לא ניתן להפעיל וליישם הוראות אלה ללא ההנחיות. עוד אשוב ואדרש להנחיות אלה ולתוכנן. מכל מקום, ההנחיות נקבעו על פי הסמכה מפורשת שבתקנון. התשריר שניתן לתקנון יצר בדיעבד בסיס חוקי להנחיות. ההנחיות עצמן אושרו, באורח רטרואקטיבי, על ידי דירקטוריון הבורסה בהחלטה מיום 18.11.93 (מוצג מספר 22 לעיקרי הטיעון של המשיבה בע"א 6230/94). מן הטעמים עליהם עמדתי בפירוט לעיל, אני סבור כי גם תשריר זה אינו פסול מחמת היותו רטרואקטיבי. על סמך כל האמור לעיל, דעתי היא שהתקנון וההנחיות, כשהם בתוקף מ-1.4.92, אושרו כדין.

טענה נוספת של המשיבות היא, שהתקנון וההנחיות לא פורסמו כדין, ומכאן שאין להן תוקף. בטענה זו אדון עתה.

פירסום התקנון וההנחיות

34. ראינו, כי התקנון של הבורסה וההנחיות הדירקטוריון שלה מהווים "תקנה בת פועל תחיקתי". ברגיל, חלה על תקנות בנות פועל תחיקתי הוראת סעיף 17 לפקודת הפרשנות, לפיה:

"תקנות בנות פועל תחיקתי יפורסמו ברשומות, ותחילת תוקפן ביום פרסומן אם אין הוראה אחרת לענין זה."

תקנון הבורסה והנחיות הדירקטוריון לא פורסמו ברשומות. התקנון, ובכלל זה הנוסח השני, הופקד אצל רשם החברות, בהתאם להוראה של שר האוצר שניתנה בהתאם לסעיף 49 לחוק. הוראה זו ניתנה בשנת 1969. מאז, נוהגת הבורסה לפרסם את תקנונה בדרך זו. הנחיות הבורסה לא פורסמו בדרך זו. עם זאת, הנחיות אלה לא הוצעו מן הציבור. הן פורסמו, על פי תצהיר התשובה מטעם הבורסה בבית משפט קמא בע"ש 308/93 (סעיף 2), בדרכים אחדות, ובהן משלוח הודעות למנהלי מחלקות ניירות ערך של חברי הבורסה; משלוח הודעה לכל בעלי תיבות הדואר בבורסה; הודעה לעתונות, הנמסרת בפקסימיליה; דיווח במסגרת פירסום המכונה "החודש בבורסה", הנשלח מאז 1990 לכל החברות הרשומות בבורסה, לחברי הבורסה ולמנויים מן הציבור הרחב. על פי האמור בתצהיר, פירסום הנחיות נעשה בשתי הזדמנויות: עם קבלתו, ולאחר אישורו על ידי רשות ניירות ערך.

מצב זה מעורר שתי שאלות: האחת, האם פירסום התקנון והנחיות תואם את דרישות הדין. והשניה, מה התוצאה אם הופרו חובות הפירסום?

35. אתייחס תחילה לפירסום תקנון הבורסה. סעיף 49 לחוק ניירות ערך אינו פוטר מפורשות את הבורסה מפירסום תקנונה ברשומות. הוראת הסעיף קובעת, כי:

"תקנון הבורסה וכל שנוי בו יפורסמו בדרך שיוורה שר האוצר"

כאמור, שר האוצר קבע, בהתאם להוראה זו, מנגנון פירסום באמצעות הפקדה אצל רשם החברות. האמור בסעיף 49 לחוק ניתן לפירוש באחת משתי דרכים. על פי פירוש אפשרי אחד, יש לראות את ההוראה שבסעיף 49 כהוראה היוצרת הסדר משלים, נוסף, להסדר שבסעיף 17 לפקודת הפרשנות. על פי פירוש זה, אין לראות את סעיף 49 כהוראה הפוטרת את הבורסה מן החובה לפרסם את התקנון ברשומות. פרשנות אחרת עשויה להיות, שיש מקום לראות את סעיף 49 כהוראה המקנה, במשתמע, פטור מפירסום התקנון ברשומות. על פי פרשנות זו, ביקש המחוקק ליצור ערוץ פירסום חלופי, ולא משלים, לערוץ הפירסום שעל פי פקודת הפרשנות. קיימות בדין דוגמאות להוראות הפוטרות רשות פלונית באורח מפורש מפירסום חקיקת משנה ברשומות (ראו, למשל, סעיף 120(ג) לחוק רשות הדואר, התשמ"ו-1986). סעיף 49 אינו נמנה על הוראות אלה. אין הוא מתייחס באורח מפורש לשאלת הפירסום ברשומות. נראה לי, כי במצב דברים זה הנחת העבודה הפרשנית היא כי המחוקק לא התכוון לתת פטור מפירסום ברשומות. הנחה זו נובעת מערכי ודאות החוק בשיטת משטר דמוקרטי. היא נגזרת מעקרונות שלטון החוק. היא זוכה לחיזוק בעקבות חקיקת חוק יסוד: כבוד האדם וחירותו (ראו: פס"ד פרנס הנ"ל, בפיסקה 10). אכן, הפירסום ברשומות אינו מבטיח ידיעה בפועל של כל אזרח על תוכן החוק. עבור מי שאינו חלק מן הקהילה המשפטית, איתור החוק ולימוד תוכנו מן הרשומות עשויים לדרוש מאמץ אקטיבי. אך לפירסום ברשומות יש חשיבות. הוא מתווה דרך קבועה לפרסום של דברי חקיקה. הוא מאפשר מיקוד של המאמץ לאיתור החוק. הוא מאפשר מסקנה ברורה בדבר הכללים הרלוונטיים החלים בעניין פלוני. עומד על כך י' דותן במאמרו "פירסום הנחיות מינהליות", משפט וממשל ג', תשנ"ו, 475 (בעמוד 481):

"היתרון של הפירסום ברשומות, המהווה את המקור הנורמטיבי הבלעדי לבחינת תוכן של הנורמות המתפרסמות, הוא הריכוז והסמכותיות שבו".

עם זאת, מדובר בהנחת עבודה בלבד. אין בכוחה של הנחה זו לשלול אפשרויות פרשניות אחרות, אשר יש להן עיגון הולם בטקסט ובתכלית החקיקה.

במקרה שבפנינו יש בלשון החוק עיגון לכך שמתכונת הפירסום אשר הונהגה על פי החלטת שר האוצר תהיה דרך הפירטים הבלבדית. סעיף 49 מנוסח בלשון צווי. ניתן לפרש לשון זו כקובעת, כי מתכונת הפירסום של תקנון הבורסה תהיה אך בהתאם לקביעתו של השר. בפירוש כזה טמון הגיון. על פי הגיון זה, הוטל על השר לקבוע דרכי פירסום אפקטיביות, המתאמות לעניינים הספציפיים המוסדרים בתקנון ו"לקהל היעד" הצפוי.

הגיון זה אינו מחייב פרשנות לפיה ביקש המחוקק לפטור מפירסום ברשומות. עם זאת, הוא מתיישב עם פרשנות כזו. מכאן, שפרשנות זו אינה סותרת את תכלית החקיקה.

36. לכך יש להוסיף ענין נוסף. במקרה שבפנינו קיים נוהג של פירסום התקנון. נוהג זה מקוים מזה שנים ארוכות. לעובדה זו יש משקל פרשני, בבחירת פירושו הנכון של החוק. היא עשויה להטות את הכף בכוון אימוץ הפרשנות המתיישבת עם הנוהג. יש לזכור, בהקשר זה, כי שינוי בנוהג אינו רצוי. הוא עלול לגרום לאי ודאות עקב העמדת תוקפו החוקי של ההסדר הנוהג בסימן שאלה. לכן, במצב בו הדבר אפשרי ומתיישב עם תכלית החקיקה, ייטה בית המשפט לאשר את הנוהג בקשר לפירסום. על גישה זו עומד השופט ברק בבג"צ 716/86 מלון מרחצאות מוריה ים המלח נ' המועצה האזורית תמר נווה זוהר, פ"ד מא(2) 389. באותו ענין נדונה הוראת חוק אשר קבעה כי הודעה על הטלת ארנונה או הגדלתה תפורסם במשרדי המועצה המקומית. ההוראה החוקית, בדומה להוראת סעיף 49 לחוק ניירות ערך, לא קבעה פטור מפורש מפירסום ברשומות. המועצה האזורית באותו ענין פרסמה, בהתאם להוראות החוק, את ההודעות על שינויים בשיעורי הארנונה במשרדיה. היא לא פרסמה את החלטתה ברשומות. חרף זאת נתן בית המשפט תוקף לפעולתה. אומר השופט ברק (בעמוד 392):

"בעתירה שלפנינו נתתי משקל ניכר לכך כי הנוהג הקיים והמקובל ברשויות המקומיות מקדמת דנא היא, כי אין מפרסמים החלטה בדבר הטלת ארנונות ברשומות. שנוי בנוהג עלול לגרום לחוסר ודאות ולחוסר יציבות, שאם ניתן רצוי למנעו".

ברוח דומה נפסק גם בבג"צ 547/84 עוף העמק, אגודה חקלאית שיתופית רשומה נ' המועצה המקומית רמת ישי, פ"ד מ(1) 113. נדון שם הצורך באשור הממונה על המחוז במשרד הפנים לחוקי עזר של מועצות מקומיות אשר הטילו ארנונה כללית. בפועל, לא נהגו רשויות מקומיות לקבל אישור כזה. על רקע זה, העדיף בית המשפט את הפרשנות לפיה לא נדרש אישור הממונה. הוא הדגיש, כי נוהג רווח אינו יכול להוביל לאמוץ פרשנות בלתי נכונה של החוק. אך הוא יכול להיות מכשיר, באמצעותו יכריע בית המשפט בין פירושים אפשריים שונים. בדרך זו, ייבחר פירוש אשר לא טמונות בו התוצאות הפוגעניות והקשות הכרוכות באמוץ פירוש המשמיט את הבסיס החוקי לנוהג הקיים. אם יש לפירוש על פיו נהגו הצדדים עיגון בלשון החקיקה ובתכליתה, הוא יועדף גם אם לכתחילה היה מקום לאמץ פרשנות אחרת. אומר השופט ברק (בעמוד 146):

"אכן, טעות בפירוש חוק אינה מקבלת הכשר על ידי התנהגות עובדתית על יסוד הפירוש המוטעה. אך התנהגות עובדתית על יסוד פירוש אפשרי עשויה להפוך אותו בדיעבד לפירוש הראוי, גם אם מראש ייתכן, שהיה מקום לבחור בפירוש אפשרי אחר אף כאן יש מקום לבחון את התקלות, הצומחות מאימוץ הפירוש החדש ומזניחת הפירוש הישן לעומת היתרונות הצומחים מכך. רק אם היתרונות עולים על התקלות, יש מקום לזנוח את הגישה המקובלת ולבחור בגישה חדשה. . . במצב דברים זה יש להעדיף את הביטחון והיציבות תוך מניעת אנדרלמוסיה, שאינה מחוייבת המציאות הנורמטיבית".

37. אני סבור, כי שיקולים אלה יפים גם לענייננו. כפי שעולה מן הדיון בענין התחולה הרטרואקטיבית, קביעה נורמטיבית שמשמעותה העדר תוקף לנוסח השני של התקנון, משמעותה יצירת חלל נורמטיבי בתקופת הביניים שבין יום 1.4.92 לבין יום 18.11.93. קביעה כי חובת הפירסום ביחס לתקנון הבורסה הופרה, עלולה ליצור חלל כזה. משמעות הדברים היא, שבאותה תקופה לא היו בנמצא נורמות תקפות אשר לפיהן ניתן היה לרשום ניירות ערך למסחר בבורסה. תוצאה זו היא קשה. אני מתקשה לראות את היתרונות הצומחים ממנה. לפיכך, והואיל וניתן למצוא עיגון הולם בחוק לפרשנות על פיה נהגה הבורסה משך שנים רבות, דעתי היא כי לא נפל פגם בכך שתקנון הבורסה לא פורסם ברשומות.

38. ועתה - לפירסום הנחיות הבורסה. המקור הנורמטיבי להוצאת הנחיות הוא סעיף 46(ד) לחוק ניירות ערך, כפי שהיה במועדים הרלוונטיים. סעיף זה מורה:

"דירקטוריון הבורסה רשאי לקבוע, באשור הרשות, הנחיות הכוללות פירוט, תנאים וסייגים לגבי כללים שנקבעו בתקנון, והכל מקום שהוסמך לכך בתקנון".

ראינו עוד קודם לכן, כי ההנחיות הן תקנות בנות פועל תחיקתי לכן, חל גם עליהן ההסדר שבסעיף 17 לפקודת הפרשנות, אלא אם ישנה הוראה בדין הקובעת הסדר אחר. נראה לי, כי קיימת הוראה כזו. לדעתי, ההסדר שבסעיף 49 לחוק ניירות ערך חובק גם את פירסום ההנחיות. על פי סעיף 46(ד) לחוק ניתן לקבוע בהנחיות "פירוט תנאים וסייגים" לגבי הכללים שבתקנון הבורסה. למעשה, ללא ההנחיות הכללים שבתקנון אינם שלמים. הם אינם ניתנים להפעלה או לביצוע בעולם המעשה. כך הדבר גם בעניינים הנוגעים לסכסוך שבפנינו. הכללים שבתקנון אינם מאפשרים למעיין בהם, כשהם נקראים בבידודם, לדעת מהם התנאים הטפציפיים לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. כך, המעיין בתקנון אינו יכול לדעת מהו ההון העצמי המינימלי שעל חברה חדשה להחזיק כדי שבקשתה לרישום ניירות ערך למסחר תאושר. הוא אינו יכול לדעת איזו תקופת פעילות מינימלית נדרשת מן החברה. הוא אינו יכול לדעת מהם התנאים שיחולו על חברה כזו אם היא נשלטת על ידי חברה אחרת, אשר ניירות ערך שלה כבר נסחרים בבורסה. הוא אינו יכול לדעת מהו הקריטריון המספרי לפיזור מזערי של ניירות הערך של חברה. פרטים אלה ופרטים רבים אחרים אינם כתובים בתקנון. הם קבועים בהנחיות. הם חיוניים כדי לקבל תשובות מושכלות לשאלות בדבר תוכנם של הכללים החלים על רישום ניירות ערך למסחר. מכך מתבקשת המסקנה, כי לא ניתן לראות את התקנון וההנחיות כשני מסמכים המנותקים זה מזה. מדובר במסמכים היוצרים שלמות נורמטיבית. הם מהווים שני חלקים בפאזל שלם. לכל אחד מחלקים אלה אין ערך כשהוא לעצמו:

לכן, יש לפרש את ההסדר שבסעיף 49, הדין על פי לשונו ב"קנון" בלבד, כחל גם על ההנחיות, המהוות "פירוט תנאים וסייגים" לאמור בתקנון. על כן, פטורות ההנחיות מפירסום ברשומות, ובהסתמך על הוראת סעיף 49, חלה חובה לפרסם גם את ההנחיות בדרך של הפקדתן אצל רשם החברות. הבורסה לא נהגה בדרך זו. אמנם, היא נהגה לפרסם את ההנחיות בדרכים מדרכים שונות, כמתואר לעיל. אך דרכים אלה אינן יכולות להוות תחליף למלי מצוות החוק בענין זה. חובה זו הופרה.

39. כאן המקום לחזור ולהדגיש, שהנחיות דירקטוריון הבורסה אינן בגדר "הנחיות מינהליות" או "הנחיות פנימיות", אשר רשויות מינהל קובעות לעצמן מעת לעת כדי להנחות עצמן בביצוע תפקידיהן (ראו פסיקה 20 לעיל). אכן, כשמדובר ב"הנחיות פנימיות" הכלל הרחב הוא כי אין אלה נחשבות לתקנות בנות פועל תחיקתי, ועל כן אין חובה לפרסמן ברשומות (ראו: י' זמיר, "הנחיות מינהליות" הפרקליט לח' 18, 45; בג"צ 311/59 אפרתי-מסרופי נ' עיריית ירושלים, פ"ד יד 1457, 1459-1460; ע"א 297/80 גיל אלקטרוניקה בע"מ נ' מנהל אגף המכס והבלו, פ"ד לו(2) 403, 407; ולאחרונה בג"צ 5537/91 אפרתי נ' אוסטפלד, פ"ד מו(3) 501, 514-515). לכן, לא נדרשת הוראת חוק אשר תפטור את הרשות מחובת הפירסום של הנחיות פנימיות ברשומות. עם זאת, נקבעה נורמה, לפיה אסור לה לרשות להותיר הנחיות כאלה מוצפנות בדלית אמותיה (ע"א 421/61 מדינת ישראל נ' האז פ"ד טו 2193). אין לקבל פרקטיקה של הכמנת הנחיות פנימיות "במגרה", כדי למנוע מן האזרח לדעת כיצד תפעל הרשות בעניינו (עניין אוסטפלד הנ"ל, בעמודים 514-515). לכן, אף שאין חובה לפרסם הנחיות פנימיות ברשומות, על הרשות לפעול באופן סביר בנסיבות הענין כדי להביא את הנחיותיה הפנימיות לידיעת האזרח. אם בענייננו היה מדובר בהנחיות פנימיות, כי אז הייתי סבור שהבורסה עמדה בחובה זו. מנגנוני הפירסום המפורטים בתצהיר שהוגש מטעמה בבית המשפט המחוזי מניחים את הדעת. הם מאפשרים לציבור גדול לדעת את הכללים. אך, כאמור, ההנחיות, חרף שמן, אינן "הנחיות מינהליות". לא מדובר בכללי החלטה פנימיים אשר ניתן לנהוג גמישות גדולה יותר ביחס לפרסומם. איני סבור, על כן, כי יש בעניין זה תחולה להלכה הפוטרת את הרשות מפירסום הנחיות פנימיות ברשומות.

40. המסקנה היא, כפי שכבר צויין לעיל, שהנחיות דירקטוריון הבורסה לא פורסמו כנדרש. מהי התוצאה של הפרת חובה זו? על פי הדין, כפי שפורש עד כה, הפרת חובת הפירסום של תקנה בת פועל תחיקתי מביאה באורח אוטומטי לבטלותה של הנורמה אשר לא פורסמה כנדרש. הפסיקה ראתה בחובת הפירסום של חקיקת משנה דין מנדטורי. היא סירבה לראות בה הוראה מנחה. על פי גישה זו, תקנה בת פועל תחיקתי אשר אינה מתפרסמת כנדרש נעדרת כל תוקף. על גישה זו עומד פרופסור ברכה בסיפרו הנ"ל (בעמוד 267), באמרו:

"לא פורסמו התקנות, אין הן בנות תוקף. בתי המשפט לא היססו להכריז על בטלותן של 'תקנות' שלא עמדו בדרישה מנדטורית זו. מעניין לציין בהקשר זה, שתורת 'הבטלות היחסית' לא הוחלה על הפגם של אי פירסום תקנות. מכאן, שיוכל להיבנות מהפגם גם

בעל דין, שידע את תוכנה. באותה מידה אין הרשות המתקינה רשאית להיבנות מהעובדה שהביאה את דברה לידיעת הציבור בדרך שונה מזו הקבועה בסעיף 17 לפקודת הפרשנות (נוסח חדש) או בחוק המסמך"...

בהקשר זה, לא ייחסה הפסיקה חשיבות לשאלה האם התקנה העומדת במבחן היתה ידועה למתדיין פלוני אם לאו (ראו: א' ברק, "פקוח בתי המשפט על חקיקת משנה" הפרקליט - 463, 474; ע"פ 213/56 מדינת ישראל נ' אלכסנדרוביץ, פ"ד יא 695, 702). במוקד עומדת תמיד השאלה, האם נתקיימו

דרישות הדין לעניין הפירסום (ראו בספרו הנ"ל של פרופסור ברכה, בעמוד (268)

לאחרונה נשמעו קולות התומכים בריכוכה של הלכה זו. חברי, השופט זמיר, מביא בספרו הסמכות המינהלית (כרך ב') (ירושלים, 1996), שני טעמים לעמדתו זו: ראשית, מבחינת הצדק האינדבידואלי, אין טעם שלא להחיל דין על מי שידע על קיומו, אף אם הדין לא פורסם כחוק עקב טעות או תקלה (בעמוד 931). שנית, תורת הבטלות היחסית קובעת את תוצאתו של פגם בפעולת הרשות על פי שקלול מכלול הגורמים הנוגעים לעניין, ובכללם:

"חומרת הפגם, השאלה מי תוקף את המעשה המינהלי, מה עיתוי התקיפה, האם היא תקיפה ישירה או תקיפה עקיפה, ועוד".

גישה זו קיבלה ביטוי בבג"צ רומיאו הנ"ל, שם מעלה חברי השופט זמיר "הרהורי כפירה" לעניין הלכה זו (בפיסקה 6):

"האם הלכה זאת נובעת בהכרח מסעיף 17 לפקודת הפרשנות?

האמנם הלכה ראויה היא? מדוע יהיה אדם פטור מחובה שהוטלה על ידי תקנות, אף אם החובה הודעה לו באופן אישי, רק משום שהתקנות לא פורסמו ברשומות? ולמה זה יצרה ההלכה כלל אשר אין בצידו יוצאים מן הכלל?"

ברוח זו נהג בית המשפט בבג"צ 5760/93 פלונת נ' ועדת התלונות על פי חוק הפסיכולוגים, התשל"ג-1977, דינים עליון, לח' 805. באותו ענין, היה מדובר בפגם שנפל בהליך משמעותי על פי חוק הפסיכולוגים. חוק זה קובע מפורשות, כי מנויים לועדת תלונות ולועדת משמעת צריכים להתפרסם ברשומות. הרשות - באותו ענין משרד הבריאות - היתה ערה לחובה סטטוטורית זו. היא התעלמה ממנה. היא בחרה ביודעין שלא להודיע ברשומות על מנוי אחד החברים בועדת המשמעת. חרף זאת אישר בית המשפט את פעולת הוועדה בהרכב הפגום. אומר הנשיא שמגר (בפיסקה 6 לפסק דינו):

"בחינת הדברים לגופם מראה כי הפגם לא השפיע על התוצאה, וכי תיקון הפגם אף הוא לא היה משפיע על התוצאה, היעדר פרסום מינויו של עו"ד צבי לויין כחבר הוועדה לא פגע בעותרת במתלוננת, או באינטרס הציבורי. זהותו של החבר המשפטן היתה ידועה לכל הצדדים המתדיינים. יש חשיבות רבה לכך שהעותרת היתה מודעת לדבר אי פרסום מינויו של עורך דין צבי לויין, והסכימה למינויו, לאחר שינוי הרכב הוועדה, ואילו לעובדה שהמתלוננת לא היתה מודעת לכך ודעתה לא נשמעה בענין זה לא נודעת חשיבות מרובה. כאמור, ההליך המשמעותי מתנהל בין הנקבל לבין "הציבור". על כן, יש חשיבות רבה לתקינות ההליך מבחינת הנקבל, ואילו מבחינת הציבור, יש לדאוג למראית פני הצדק. האינטרס של המתלונן נלקח בחשבון במסגרת אינטרס הציבור. זה בוודאי שלא נפגע בשל אי פירסום המינוי ברשומות במידה המחייבת ביטול ההליך. סיכומם של דברים, ביטול החלטתה של ועדת התלונות בשל הפגם הטכני תגרום לנזק גדול לעותרת, שתיאלץ לעבור שוב את הליכי הוועדה (זו הפעם הרביעית), ואילו האינטרס הציבורי לא יצא ניזוק אם תוכשר החלטת הוועדה למרות הפגם האמור."

דברים אלה לא חלים במישרין על ענייננו. הם אינם עוסקים בפירסום של נורמות כלליות, אלא בפירסומה של הוראת מינהל - מינוי לועדה. עם זאת, הם תומכים בגישתו הכללית של חברי השופט זמיר, "בחינת הדברים

לגופם מראה כי הפגם לא השפיע על התוצאה, וכי תיקון הפגם אף הוא לא היה משפיע על התוצאה. היעדר פירסום מינויו של עו"ד צבי לויין כחבר הוועדה לא פגע בעותרת במתלוננת, או באינטרס הציבורי. זהותו של החבר המשפטן היתה ידועה לכל הצדדים המתדיינים. יש חשיבות רבה לכך שהעותרת היתה מודעת לדבר אי פירסום מינויו של עורך דין צבי לויין, והסכימה למינויו, לאחר שינוי הרכב הוועדה, ואילו לעובדה שהמתלוננת לא היתה מודעת לכך ודעתה לא נשמעה בעניין זה לא אשר סבור כי יש "להרהר" בהלכה הנוהגת. הם גם דומים לענייננו, במובן זה שההנחיות היו ידועות לכל, ולא נטען על ידי מי מהמשיבות שההנחיות לא היו ידועות להן.

ולהיפך, המחלוקת בינן לבין הבורסה היא, בין היתר, בדבר פירושן ואופן יישומן של ההנחיות בעניינן.

41. אכן, מדובר בשאלה לא קלה. בפתרונה טמון מתח בין השאיפה ליצור כלל אשר יש בכוחו להרתיע את הרשות מפני טקטיקות של הסתרה של חקיקת משנה, לבין הרצון להגיע לתוצאה הראויה בנסיבותיו של המקרה הקונקרטי, בו עשוי להידון עניינו של מי אשר לא נפגע מאי הפירסום וידע היטב על קיומה של הנורמה הרלוונטית ועל תוכנה. בשקלול זה יש להביא בחשבון את השפעתו של הכלל המשפטי על זכויות הפרט, אשר משקלן עלה בעקבות חקיקת חוק יסוד: כבוד האדם וחירותו.

אין בכוונתי להכריע בשאלה האמורה לצורך ענייננו. אסתפק בהעלאתה ואשאירה בצריך עיון כך, הן משום שלא הונחה בפנינו על ידי הצדדים תשתית נורמטיבית הולמת המצדיקה קביעת מסמרות בשאלה זו, והן משום שבענייננו אין הכרח להכריע בה. ניתן למצוא מרפא למחדל שבאי פירסום ההנחיות על ידי כך שההכרזה בדבר בטלות ההנחיות תושעה, כדי לאפשר לדירקטוריון לרפא את מחדלו.

42. הלכה היא, שבית משפט מוסמך להשעות את תוקפה של הכרזה שלו על בטלות של פעולה מינהלית. עומד על כך פרופסור ברק בספרו פרשנות במשפט (כרך שלישי - פרשנות חוקית) (ירושלים, 1994), באמרו (בעמודים 747-748):

"בית המשפט המוסמך להכריז על בטלותו של מעשה המינהל, מוסמך לקבוע גם את מועד תחילתה של הבטלות. הכרזת בטלות אינו אירוע פיזי. זהו אירוע נורמטיבי. הכללים הקובעים את סמכותו של בית המשפט להכריז על בטלות מעשה המינהל עשויים בעת ובעונה אחת לקבוע גם את מועד הבטלות. אין כל 'חובה' כי במעשה מינהל בטל (בשל אי חוקיות ברורה וגלויה לעין) הבטלות תהא למפרע ליום תחילתו של מעשה המינהל, ואין כל 'חובה' שלא להשעות את מועד כניסתה לתוקף של הבטלות".

ובהמשך הוא אומר (בעמוד 748):

"איני רואה, לעניין זה, כל הבדל בין השעייה של אקט מינהלי (אינדבידואלי או כללי) לבין השעייה של חוק. בשני המקרים המעשה פגום (בטל, נפסד, בטל יחסית), ובשני המקרים בית המשפט משעה את תוקף הכרזתו מטעמים של הסתמכות ואינטרס הציבור".

(וראו גם בג"צ 2313/95 קונטקט לינטו (ישראל) בע"מ נ' משרד הבריאות (טרם פורסם), בפסקה 22 לפסק דינו של חברי השופט גולדברג; בג"צ 6861/95 אבו חוסיין נ' המועצה הארצית, לישכת עורכי הדין (טרם פורסם), בפסקה 8 לפסק הדין).

43. נראה לי, כי במקרה שבפנינו יש הצדקה לנקוט במהלך כזה של דחיית מועד כניסתו של חלק זה של פסק הדין בדבר בטלות ההנחיות אשר לא פורסמו כדין, על מנת לאפשר לבורסה ולרשויות הפיקוח להיערך כדי למנוע פגיעה חמורה ובלתי נחוצה בשוק ההון. הפרשנות שנקבעה ביחס להוראת סעיף 49 וכן הפרשנות על פיה חלה חובת פירסום של ההנחיות, הן חדשות. יש ליתן לבורסה ולרשויות האחרות אפשרות להיערך להשלכות של פרשנות זו. הדרך לעשות כן היא על ידי החלת הקביעה הפרשנית הנוגעת להנחיות הבורסה באורח פרוספקטיבי. לעניין זה, נראה לי כי יש ליתן משקל לשני שיקולים:

א. חומרת ההפרה במקרה זה לא היתה גדולה. יש לזכור, כי הבורסה לא הצפינה את הנחיותיה. היא פרסמה אותן ברבים, באמצעי תקשורת רבים ומגוונים. היא נקטה בפעולות אפירמטיביות כדי להבטיח את תפוצתן הרחבה. פעולות אלה, כך נראה, היו אפקטיביות. כפי שכבר נאמר, באף אחד מהמקרים שבפנינו לא עלה טיעון לפיו מי מן המשיבים כאן, אשר ערערו על החלטת הבורסה בעניינם, לא ידע על ההנחיות. במצב דברים זה יש להתחשב. הוא מקהה את השלכות ההפרה של הדין. הוא מאפשר לדחות במידה מסויימת את מועד החלטה של הפרשנות החדשה על המצב שבפנינו. אין מדובר בהפרה חמורה, העולה כדי "אי חוקיות ברורה או מובהקת" או בהתעלמות מקיומו של החוק וסתירת הוראותיו (ראו בג"צ 2918/93 עירית קרית גת נ' מדינת ישראל, פ"ד מז(5) 832, פסק דינו של השופט מצא). לא מדובר גם בהחבאה מכוונת של ההנחיות במגרות הבורסה (ראו ע"א 421/61 מדינת ישראל נ' האז, פ"ד טו' 2193, 2204). בנסיבות אלה, מתבקשת דחיה מסויימת בהחלט הפרשנות החדשה של הדין על העניין.

ב. לביטול ההנחיות, בלא מתן אפשרות מספקת להיערכות של הרשות, עלולות להיות השלכות מרחיקות לכת. ראינו, כי בטלות ההנחיות פירושה "המעשי הוא שבמשך תקופה ארוכה לא היה בנמצא דין מכוחו ניתן היה לרשום ניירות ערך למסחר בבורסה. למסקנה זו עלולות להיות השלכות קשות על היציבות והודאות בשוק ההון. אין צורך להכביר מלים על חשיבותם של אלה. לכן, יש במקרה מיוחד זה אינטרס ציבורי העלול להיפגע פגיעה אנושה עקב החלה מיידית של פסק הדין (ראו בג"צ מלונות מוריה הנ"ל, בעמוד 392; בג"צ קונטקט לינסן (ישראל) בע"מ הנ"ל, בפסקה 22). במצב כזה, ראוי לשקול דחיה של מועד כניסתו של פסק הדין לתוקף (ראו בג"צ 2994/90 פורז נ' ממשלת ישראל, פ"ד מד(3) 317). מדובר כאן במצב בו היתה הסתמכות סבירה על מצב הדברים שנחזה להיות חוקי. הסתמכות זו היתה רחבת היקף. היא נגעה לעניינים בעלי חשיבות כלכלית גדולה. אני סבור, כי יש מקום לעצב את הסעד במקרה זה בהתאם לאינטרסים אלה. יש, על כן, ליתן לבורסה ולרשות ניירות ערך פרק זמן מתאים אשר יאפשר להן להתארגן באורח מספק ולהתמודד עם הפגמים שנתגלו בפעולות הבורסה. פועלה של הפרשנות שנקבעה בפסק דין זה יהיה, בהתאם לכך, פרוספקטיבי. פסק הדין בנקודה זו יכנס לתוקף בחלוף חודש מיום הינתנו. פירושה המעשי של קביעה זו הוא, שאם בתוך חודש יופקדו ההנחיות אצל רשם החברות, ימשיכו ההנחיות הנוהגות להיות בתוקף.

היחס בין הוראות התקנון לבין הוראות ההנחיות

44. השאלה הכללית האחרונה אשר נותר לדון בה, נוגעת ליחס בין תקנון הבורסה לבין הנחיותיה. סעיף 46(ד) לחוק ניירות ערך, בנוסחו בתאריך הרלוונטי, קובע כי הבורסה בתקנונה רשאית להסמיך את דירקטוריון הבורסה לקבוע בהנחיות "פירוט, תנאים וסייגים" להוראות שבתקנון. בתקנון הוסמך הדירקטוריון להוציא הנחיות. האם ההסמכה שניתנה בתקנון לדירקטוריון אינה חורגת מדלת אמותיה של הוראת החוק עליה היא נשענת, כפי שנטען על ידי המשיבים?

נקודת המוצא הנורמטיבית בפסיקה עד כה היא, כי רשות מינהלית אשר הוקנתה לה סמכות בחוק, "אינה רשאית, בהעדר הסמכה בדין, לאצול את סמכותה לזולתה" (בג"צ 2303/90 פיליפוביץ נ' רשם החברות, פ"ד מו(1) (410-420) בפסק דין זה נקבע, כי קיימת חזקה, לפיה:

"תכליתו של החוק, אשר יצר את הסמכות, היתה, כי בעל הסמכות הקבוע בחוק, הוא ולא אחר, יבצע את הסמכות. כאשר המחוקק מייחד את הפעלת הסמכות לנושא משרה שלטונית, חזקה עליו שהוא מבקש כי נושא משרה זה - הוא ולא אחר - יגשים את הסמכות" (בעמוד 420).

וכן (בעמוד 421):

"התרת ההאצלה נעשית לרוב במפורש... עם זאת, לעתים ניתן להסיק אותה כמשתמעת (מכללא) מתוך החוק... בהקשר זה יש לקחת בחשבון, בין השאר, את מהות הסמכות

(תוך הבחנה בין סמכויות שיפוטיות, חקיקתית ביצועית), את השפעתה של הסמכות על זכויות האדם ושלומו הציבור ואת הצרכים המעשיים והיעילות המנהלית".

לביקורת על הלכה זו, לפיה אם החוק אינו מתיר במפורש לאצול סמכות האצילה אסורה אלא אם בניסבות העניין יש להניח כוונה אחרת - ראו בספרו הנ"ל של זמיר, בעמוד 564 ואילך).

45. ראינו, כי הסמכות להתקין את התקנון בו ייקבעו הכללים בנושאים השונים, ניתנה לאסיפה הכללית של הבורסה. מדובר בהסמכה להוציא תקנות בנות פועל תחקיקתי. הדין הכללי העוסק בהאצלה של סמכות מעין זו היתווה גבולות ברורים להיקף האצילה של הכוחות הקשורים בה. על פי הדין הכללי, רשאית הרשות המינהלית המוסמכת לאצול תפקידים מוגבלים בקשר לתפקיד זה. היא רשאית, למשל, למסור לגוף הנאצל את הכוח להכריע באיזה מועד ומקום ייכנסו הסדרים מסויימים לתוקף, על יסוד בדיקה ודרישה עובדתיים שייערכו על ידו (ע"פ 74/58 היועץ המשפטי לממשלה נ' הורנשטיין, פ"ד יד 365, 381. ראו גם King Emperor V. Bonorarl (ע"פ 14, 24 A.C. (1945) Lal Sa ra היא אף רשאית להסמיך את אותו גוף לקבוע קביעות נורמטיביות שונות, בהתאם לאמות מידה רציונליות שהיא קובעת, או על בסיס תקרה שהיא עצמה קבעה (פסק דין הורנשטיין הנ"ל, בעמוד 391). בפעולות אלה משיירת לעצמה הרשות המינהלית את התפקיד העיקרי שהוטל עליה, הוא קביעת הכללים. אך על פי הדין, אין הרשות המוסמכת רשאית להתפרק לחלוטין מן התפקיד שהוטל עליה. היא אינה רשאית להסתפק בקביעת "מסגרת או שלד" תוך הותרת התפקיד "להעלות עור וגידים על השלד" לגוף אחר (בג"צ 295/65 אופנהיימר נ' שר הפנים והבריאות, פ"ד כ(1) 309, 333). אין היא יכולה להתיר לגוף אחר לחולל תמורות מהותיות בהסדר הנורמטיבי אותו הוסמכה לקבוע (בג"צ 347/84 עיריית פתח תקווה נ' שר הפנים, פ"ד לט(1) 813, 820). היא אינה רשאית להעביר את שיקול הדעת בקשת רחבה של ענינים (בג"צ 136/84 המועצה לצרכנות נ' המועצה להגבלים עסקיים, פ"ד לט(3) 265, 272. ראו גם בג"צ 1086/94 צוקר נ' עיריית תל אביב יפו, פ"ד מט(1) 139, 147). מסכמת המשנה לנשיא מ' בן פורת בענין עיריית פתח תקווה הנ"ל, באמרה:

"העיקרון דלעיל המונע העברת סמכויות אינו נוקשה. אם מדובר בהעברה טכנית ביסודה, הכרוכה בעיקר בבירור עובדות, ולו גם תוך הפעלה מוגבלת של שיקול-דעת על-ידי הנעבר, נוטים להתיר את הסטייה. בדרך זו יכולה המועצה להסמיך רשות מינהלית לקבוע (על סמך בירור עובדתי בעיקרו) מעין 'תקנות מפורטות' לביצוע ההסדרים, שכבר נקבעו על ידי המועצה עצמה בחקיקת המשנה. על-פי קו מחשבה זה הוחלט בע"פ 74/58, (3) שמותר היה להסמיך (בחוק עזר לתל אביב יפו (העמדת רכב וחנייתו), תשי"ד-1954) את ראש העיר לקבוע מקום חניה כמקום מוסדר החייב בתשלום ואף להחליט, אם להפעיל מקום זה על ידי סדרן או באמצעות 'מדחן', אך אסור היה (לדעת הרוב) להסמיך את ראש העיר לקבוע את שיעורי האגרה השונים למקומות החנייה המסודרים (לפי שעות חנייה, פרקי זמן וסוגי רכב)" (בעמוד 819).

46. עד כאן עמדתי על הדין הכללי. אך בענייננו ישנו דין מיוחד, החולש על סמכותה של האסיפה הכללית לאצול את סמכותה להתקין חקיקת משנה. דין זה הוא הוראת סעיף 46(ד) לחוק. הוראה זו, כפי נוסחה במועד הרלוונטי, מאפשרת לאסיפה הכללית של הבורסה להסמיך בתקנון את הדירקטוריון לקבוע פירוט תנאים וסייגים לכללים שנקבעו בתקנון. כפי שכבר ראינו, תנאים פרטים וסייגים אלה הם עצמם תקנות בנות פועל תחקיקתי. האסיפה הכללית עשתה שימוש בכוחות שמסר לה סעיף 46(ד). היא מסרה בתקנון סמכויות שונות לדירקטוריון, בקשר לעניינים שונים. השאלה היא, האם ניתן לראות, בהוראות התקנון שבאותם עניינים, משום כללים אשר הדירקטוריון הוסמך לקבוע תנאים, פרטים וסייגים בקשר אליהם.

מהי אמת המידה על פיה נשיב לשאלה זו? כדי לעמוד על אמת המידה החולשת על היחס שבין התקנון לבין ההנחיות, עלינו להידרש לתכלית החקיקה. על תכלית זו ניתן ללמוד בענייננו מתוך השוואת הליכי קבלת התקנון לעומת הליכי קבלת ההנחיות. כשמדובר בתקנון, נדרש אישור של שלושה גורמים: שר האוצר, רשות ניירות ערך וועדת הכספים של הכנסת ההנחיות טעונות, לעומת זאת, אישור של רשות ניירות ערך בלבד. הבחנה זו משקפת את חלוקת העבודה בין קביעת הכללים בתקנון, לבין קביעת סייגים, פרטים ותנאים להם בהנחיות. אבהיר למה כוונתי.

ראינו, כי הכללים שבתקנון נתונים לפיקוח פרלמנטרי. הם חייבים באישור ועדת הכספים. לפיקוח הפרלמנטרי על ההסדרים שבחקיקת משנה נודעת חשיבות רבה. פיקוח זה לא נועד כדי לבחון פעולות טכניות של הרשות (ראו בג"צ 5263/94 הירשזון נ' שר האוצר, דינים עליון מב' 959). הפיקוח הפרלמנטרי נועד לשמש מסגרת לעניין רציון ותבונתן של הכרעות מדיניות אותן מבצעת הרשות המינהלית. עומד על כך פרופסור ברכה בספרו הנ"ל, בקבעו (בעמוד 226).

"הליכי השיתוף מאפשרים למוסד המחוקק לפקח על מעשי ידיהם של שלוחיו בקרב הרשות המבצעת. הפיקוח אמור להתרכז בשיקולי המדיניות שביסוד ההסדר המותקן. בכך בא הוא להשלים את הפיקוח השיפוטי, שהינו בעל אופי 'משפטי' - ועניינו בשאלת ה-vires ללא כניסה לעובי הקורה של הפתרונות התחיקתיים מבחינת רציון, ההיגיון שביסודם והמדיניות המאומצת בהם".

נראה לי, על כן, כי יהא זה מנוגד לתכלית החקיקה אם האסיפה הכללית תאצול את הסמכות לקבוע כללים או עקרונות לדירקטוריון, ותסמיך אותו לקבוע כללים אלה בהנחיות. בדרך זו, יעקף הפיקוח הפרלמנטרי על תוכן התקנון. בדרך זו, תימנע מעורבות של הועדה הפרלמנטרית בגיבוש המדיניות והעקרונות שביסוד ההסדרים במיקטע חשוב של שוק ההון. בכך, תסוכל התבנית הסטטוטורית שנקבעה בחוק ניירות ערך.

לצד פן זה של התבנית הסטטוטורית שנקבעה בתוק ניירות ערך, נמצא פן נוסף. פן זה נוגע להליכים לאישור ההנחיות. לצד הבורסה, שותפה להליכים אלה רק רשות אחת, היא רשות ניירות ערך. ההנחיות אינן טעונות פיקוח פרלמנטרי. מאחורי השוני בהליכים לאישור התקנון וההנחיות, עומד גם צורך חיוני ביצירת מנגנון אשר יאפשר לבורסה להגיב במהירות וביעילות למצבים משתנים בשוק ההון ובמשק כולו, ולהתאים את דרכי פעולתה להתפתחויות אלה. לשם כך, נקבע המנגנון המאפשר קבלת הנחיות, בהן יקבעו פרטים, תנאים וסייגים, אשר טעונים אך את אישור רשות ניירות ערך. מנגנון זה נועד להבטיח תהליך מהיר ויעיל של קבלת החלטות, תוך פיקוח הדוק של הרשות המומחית המופקדת על העניין על תוכנם של ההסדרים המתקבלים. לא מדובר בנתיב אשר תכליתו לשנות את תפיסות היסוד של ההסדרים, או את המדיניות אותה הם נועדו להגשים. תכליתו של נתיב זה מתייחדת לקביעה של ההסדרים הפרטניים, בדרך היעילה והאפקטיבית ביותר.

אכן, לעתים קרובות זו המטרה העומדת מאחורי הקניית הסמכות בחוק לגוף מינהלי לקבוע "פרטים". פעמים רבות, ניתנת סמכות כזו לגופים מקצועיים ומיומנים, אשר נהנים ממומחיות תחומם. לגופים כאלה היכולת להגיב באופן מהיר לשנויים. יש להם את הכשורים לאפשר התמודדות רצופה עם המציאות המשתנה בתכיפות (ראו י' זמיר, "חקיקה מינהלית: מחיר היעילות" משפטים - 63, 65, 70). הצורך ביכולות אלה בולט במיוחד כשמדובר בשוק תוסס ודינמי כשוק ניירות הערך (ראו ע"פ 5052/94 ואקניו נ' מדינת ישראל (טרם פורסם)). זהו הטעם שביעילות, המצדיק מתן סמכויות לאותם גופים. זהו הטעם המצדיק את יצירתו של מסלול סטטוטורי המאפשר הוצאה של חלק מתהליך קביעת הנורמות המדריכות את פעולת הבורסה לניירות ערך מפיקוח פרלמנטרי, והעברתו לידי דירקטוריון הבורסה באישור רשות ניירות ערך.

חיזוק לתפישה זו של המבנה החקיקתי כאמור ניתן למצוא בתיקון שנעשה בחוק ניירות ערך בשנת 1994. בתיקון זה נקבע, כי הדירקטוריון, ולא האסיפה הכללית, הוא שיהיה מוסמך להבא לקבל את התקנון או לשנות את הוראותיו. בכך, הופקדו הן קבלת התקנון והן קבלת ההנחיות בידי אותו גוף, הוא הדירקטוריון. לכאורה, במצב דברים זה האבחנה בין התקנון לבין ההנחיות הפכה לבלתי נחוצה. כאילו לא היה בה עוד כל טעם. אך המחוקק לא סבר כך. הוא לא ויתר על מכשיר ההנחיות, והשאיר את ההליכים לאישור התקנון וההנחיות כפי שהיו קודם התיקון. הגופים המאשרים. נותרו כשהיו. מכאן ניתן להסיק, כי מרכז הכובד של השוני בין הליכי קבלת התקנון לבין הליכי קבלת ההנחיות, כפי שראה זאת המחוקק, אינו טמון בגוף המוסמך לקבל. אכן, כיום מדובר באותו גוף. התיקון מלמד, כי מרכז הכובד נמצא בהליכי האישור החיצוניים של התקנון וההנחיות השונים זה מזה. התמונה העולה מהליכים אלה, על רקע ההסמכה לקבוע בהנחיות פירוט תנאים וסייגים, היא כי ההנחיות הן המסמך שנועד ליתן מענה מהיר ויעיל לבעיות המתעוררות. רק רשות ניירות הערך נדרשת לאשרן. לעומת זאת, התקנון נועד אך להתוויית המסגרת לקביעת הפתרונות הספציפיים. לקביעת המסגרת, כללי המדיניות של הבורסה במובנם הרחב, אשר אינה צפויה לשינויים תדירים, נדרשים אישור שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת. אני מקבל, על כן, את טענת הבורסה ורשות ניירות ערך, כי אין לאמץ פרשנות

לפיה יש פגם בכך שההסדרים הפרטניים נקבעים בהנחיות. במצב דברים זה, הנובע באופן ברור מלשונו של סעיף 46(ד), יש כדי להגשים את התכלית החקיקתית עליה עמדתו.

48. האם התקנון עונה על המבנה החקיקתי המתואר? האם ניתן לומר כי נקבעו בו העקרונות לקביעת ההסדרים הפרטניים שבהנחיות? כדי להשיב על שאלות אלה אתמקד ביחס בין התקנון לבין ההנחיות, באותם עניינים קונקרטיים שעלו וצפו בערעורים שבפנינו. עניינים אלה הם, בעיקר, סכומי ההון העצמי הנדרשים מחברה המבקשת לרשום ניירות ערך למסר והיקף פעילותה של החברה קודם לרישומה; אורך תקופת הפעילות של החברה קודם לרישום; והדרישות מחברה אשר יש לה זיקה לתאגידים אחרים. נוסף להוראות הספציפיות שבתקנון הנוגעות לנושאים אלה, עומדת למבחן הוראה נוספת, היא הוראת סעיף 72(ד) לתקנון. הוראה זו היא מעין הוראת "סל", הנוגעת לקשת רחבה של עניינים, ובהם העניינים הנזכרים. אדרש תחילה לקביעות הספציפיות שבתקנון, ואחר כך אדון בתוקף הוראת תקנה 72(ד) שלו.

49. הקביעות הספציפיות שבתקנון העומדות על הפרק מצויות בהוראת סעיף 72(א), המורה:

"(א) חברה חדשה אשר הדו"חות הכספיים האחרונים שנכללו בבקשתה הם דוחו"ת כספיים שנתיים או דוחו"ת כספיים ביניים לשלושה חדשים, תעמוד בתנאים הבאים:

(1) השלימה תקופת פעילות, שתקבע בהנחיות, בתחום הפעילות בו היא עוסקת ומתכוונת להמשיך ולעסוק בו על פי הודעתה, בתקופה שלאחר הרישום למסחר. ניתן לקבוע בהנחיות, כי רישום מניות למסחר בקבוצת מסחר מסוימת לא יחייב עמידה בתנאי זה.

(2) היקף הפעילות וההון העצמי לפני הרישום למסחר לא יפחתו מהסכומים שייקבעו בהנחיות.

(3) ההון העצמי לאחר הרישום למסחר לא יפחת מסכום שיקבע בהנחיות".

כעולה מסעיף זה, בתקנון לא נקבע סף ספציפי של הון עצמי אשר על חברה המבקשת לרשום ניירות ערך למסחר לקיים. לא נקבעו גם היקף פעילות מזערי. לא נקבעה תקופת פעילות מינימלית. נתונים אלה הושארו לקביעה בהנחיות בלבד. כך, כשמדובר בדרישה להון עצמי מזערי. ההנחיות קובעות, כי לחברה, המבקשת להירשם למסחר ברשימה המקבילה, חייב להיות הון עצמי מזערי לפני רישום למסחר בסך 3 מיליון דולרים, וכן ערך מוסף שנתי בשנת הפעילות הקודמת של לא פחות ממיליון דולרים (סעיף 2(א)(2)(א) לפרק ו' להנחיות). ההנחיות מתירות צירופים נוספים של ההון העצמי וערך מוסף, אשר עמידה בהם תאפשר רישום ניירות ערך למסחר.

אך בעובדה זו אין כדי להוביל למסקנה כי התקנון אינו עומד בדרישות החוק, וכי לא נקבעו בו "כללים". בתקנון מועלית דרישה מהותית להון עצמי מזערי. דרישה זו אינה מופיעה באורח מפורש בחוק. כל שעושה החוק הוא, להסמיך את האסיפה הכללית לקבוע בתקנונה כללים לענין שווי נכסיה והתחייבויותיה" של החברה המבקשת להירשם למסחר. אין בין הצדדים מחלוקת, כי ניתן לעצב על בסיס הוראה זו קריטריונים כלכליים שונים. האסיפה הכללית בחרה, בתקנון, בקריטריון של ההון העצמי. זאת ועוד. האסיפה הכללית אף בחרה בעיתוי בו יחושב ההון העצמי, היינו בטרם ההנפקה. קביעה זו גלומה בהגדרת ההון העצמי שבסעיף 63 לתקנון, לפיה יש לנכות מן ההון העצמי את תמורת ההצעה לציבור. הגדרה זו שבסעיף 63 קובעת גם כיצד יחושב ההון העצמי של החברה הנרשמת למסחר ומהם רכיביו.

בכל אלה יש הנחיה לדיריקטוריון בדונו בכל בקשה ובקשה לרישום ניירות ערך למסחר. אך לא רק זאת. בכך יש גם הצבת פרמטרים אשר ישמשו את הדיריקטוריון בתפקידו הנורמטיבי בקביעת הנחיות בדבר שיעורו המזערי של ההון העצמי. במצב דברים זה, נראה לי כי האסיפה הכללית קבעה בתקנון את המסגרת הכללית לקביעה פרטנית של הדיריקטוריון בדבר גובה ההון העצמי. הכללים שנקבעו בתקנון עומדים על כן במצוות חוק ניירות ערך.

50. המצב דומה כשמדובר בדרישה הנוגעת להיקף הפעילות של החברה. האסיפה הכללית של הבורסה תחמה בתקנון גם את גדריה של דרישה זו. היא בחרה, במסגרת דרישה זו, באמת מידה של "הכנסות ורווח לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן ערך מוסף" (סעיף 63 לתקנון). בהקשר זה, בחרה האסיפה הכללית באמת מידה של רווח לפני מס (סעיף 72(ג)(3) לתקנון). אכן, האסיפה הכללית לא קבעה "שורה אחרונה". היא לא קצבה את גבולותיה המספריים של דרישה זו. אך היא תחמה את שיקול דעתו של הדירקטוריון בקביעת הנורמות - פרטים שבהנחיות. היא קבעה את הפרמטרים להפעלת שיקול דעתו של הדירקטוריון. אכן, האסיפה הכללית היתה יכולה לנקוט בגישה שונה. היא היתה יכולה לאמץ מודל הדוק יותר של הכוונה. היא היתה יכולה, למשל, לקבוע תיקרה או ריצפה לגודל ההון העצמי או היקף הפעילות הנדרשים. אך מודל כזה אינו המודל היחיד האפשרי במסגרת שהתווה חוק ניירות ערך. נראה לי, כי על פי קשת האפשרויות שעמדו בפניה בעניין זה היתה רשאית האסיפה הכללית לפעול, בקביעת הכללים בתקנון, כפי שפעלה.

51. כך גם לגבי האפיונים שהאסיפה הכללית הוסמכה בחוק לקבוע לעניין זיקתה של החברה המבקשת לרשום את ניירות הערך שלה לתאגידים אחרים (סעיף 46(א)(2)(א) לחוק). האסיפה הכללית בחרה, לעניין זה, בקריטריון של שליטה על ידי חברה רשומה אחרת. על חברה חדשה, המבקשת להרשם לראשונה למסחר ואשר נשלטת על ידי חברה רשומה אחרת, הוחלו כללים מיוחדים (סעיף 74 לתקנון). בסעיף זה קבעה האסיפה הכללית שורה של דרישות הצריכות להתקיים, הן בחברה הנשלטת והן בחברה השולטת. דרישות אלה נקבעו על רקע הכפילות הנוצרת ברישום למסחר של חברות קשורות. במצב זה, נוצר רישום כפול של פעילות כלכלית אחת. מסיבה זו נקבע (סעיף 74(א)(2)), למשל, כי היקף הפעילות וההון העצמי של החברה השולטת, לאחר שנוכח ממנו היקף הפעילות וההון העצמי של החברה הנשלטת, לא יפחת מהיקף הפעילות וההון העצמי של חברה חדשה המבקשת להירשם למסחר. זהו כלל מהותי. הוא נוקט עמדה בשאלה שעל הפרק. הוא יוצר מנגנון שתכליתו להבטיח את הגינות ותקינות המסחר בניירות ערך של תאגידים קשורים. אכן, השורה האחרונה - היקף הפעילות וההון העצמי המזעריים הנדרשים - לא נקבעה. אך, כאמור לעיל, נתחמה בתקנון מסגרת להפעלת שיקול דעתו של הדירקטוריון בקביעת רכיבים אלה בהנחיות.

בתקנון נקבע גם, כי בין הונה העצמי והיקף פעילותה של חברה נשלטת לבין הונה העצמי והיקף הפעילות של חברה חדשה המבקשת להירשם למסחר באותה קבוצת רישום, חייב להתקיים יחס מזערי אשר יקבע בהנחיות (סעיף 74(א)(1)). כן נקבע בתקנון איסור על כך שהיחס בין שווי השוק של החברה הנשלטת לבין שווי השוק של החברה הרשומה השולטת יעלה על שיעור שיקבע בהנחיות (סעיף 74(א)(3)). אכן, לגבי יחסים ושיעורים אלה, אין בתקנון קביעה ספציפית. אך עצם קביעתם של פרמטרים אלה מגבילה את שיקול דעתו של הדירקטוריון. פרמטרים אלה אינם מצויים בחוק ניירות ערך. בבחירתם יש הכרעת מדיניות של האסיפה הכללית. הכרעה זו יוצרת את המסגרת להפעלת שיקול דעתו של הדירקטוריון בקביעת הדרישות הנוגעות לזיקה בין התאגידים הרשומים למסחר. היא מותירה לדירקטוריון את יציקת התוכן הקונקרטי לדרישות אלה. אני סבור, כי מבנה זה של ההסדרה מקיים את דרישות החוק. האסיפה הכללית קבעה את כללי המסגרת. הדירקטוריון הוסמך לקבוע את הפרטים להפעלתם.

52. דברים אלה יפים גם ביחס לדרישה לתקופת פעילות מינימלית. חוק ניירות ערך (סעיף 46(א)(2)) קובע, כי ניתן לקבוע בתקנון כללים לעניין "תקופת פעילותה" של החברה הנרשמת. האסיפה הכללית קבעה כללים לעניין זה. גם כאן, נבחרו הפרמטרים המעצבים את הדרישה הכללית שבחוק. נקבע פרמטר, הנוגע לכך שתקופת הפעילות שעל החברה הנרשמת להשלים חייבת להיות בתחום פעילות מסויים, שהוא גם תחום פעילותה לאחר הרישום למסחר. גם בכך, נראה לי כי האסיפה הכללית קבעה את המסגרת הנורמטיבית לפעילותו של הדירקטוריון בקביעת ההנחיות, באופן המתיישב עם תכליתו החקיקתית של חוק ניירות ערך.

53. לכל אלה יש להוסיף את אמת המידה שנקבעה בהוראת סעיף 64 לתקנון, בדבר "ניהול תקין והוגן של הבורסה". זהו עיקרון העל, החולש על פעילותה הנורמטיבית של הבורסה. בהוראה זו נקבע, כי:

"התנאים לרישום למסחר על פי פרק זה מיועדים להבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה ויופעלו להגשמת מטרה זו" (ההדגשה הוספה - ת"א).

הוראה זו חובקת, על כן, נורמות הנקבעות "על פי" פרק זה של התקנון. בגדר זה כלולות גם הנחיות הדירקטוריון, אשר סמכותו לקבלן מבוססת על הוראות אותו פרק. אמנם, אין בעיקרון הקבוע בסעיף 64 לתקנון (ובחוק עצמו), כדי לספק קו מנחה ברור וחד משמעי. הוא מאפשר אמוץ קשת רחבה של פתרונות. עומד על כך הנשיא לשעבר י' כהן בבג"צ 522/81 אברמזון נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, פ"ד לח(2) 1 (בעמוד 13).

"כשם שנקבע כבר פעמים מספר בקשר עם בעיית 'סבירות' של פעולות רשות, של בעיה מסוימת יכולים להיות כמה פתרונות, שכל אחד מהם הוא סביר ... כך גם לבעיה מסוימת יכולים להיות כמה פתרונות, שכל אחד מהם הוא 'הוגן', והגינותו של פתרון אחד איננה שוללת את הגינותו של פתרון אחר".

אך הוראה זו אינה עומדת בבידודה. ראינו, כי בתקנון אומצו דרישות הנוגעות להונה העצמי, תקופת פעילותה והיקף פעילותה של חברה. באימוץ דרישות אלה נקטה הבורסה עמדה בשאלת ההגינות. הוראות אלה הוכנסו בעקבות התיקון שהוכנס בחוק ניירות ערך יש בהוראות תקנון אלה כדי ללמד על גישתה של הבורסה, לפיה הגינותו ותקינותו של המסחר בבורסה אינה מתמצה בקביעת מסגרת למסחר על בסיס גלוי נאות, אלא גם בסיון של חברות מבחינת איתנותן ויכולתן (ראו פסק דין אברמזון הנ"ל, בעמוד 12). עיקרון על זה חולש גם על פעילותו הנורמטיבית של הדירקטוריון בקביעת הנחיות. יחד עם הפרמטרים שנבחרו על ידי האסיפה הכללית בהוראות הספציפיות שבתקנון, יש בו כדי לספק אמת מידה נאותה לדירקטוריון לקביעת הפרטים בעניינים השונים עליהם עמדת. מתוך התבנית החקיקתית השלמה שנוצרה בתקנון (בנוסחו השני), ועל רקע הוראות חוק ניירות ערך (תיקון סעיף 11) התשנ"א-1990, נראה לי שלדירקטוריון ניתנה הנחיה מספקת בדבר התכלית לשמה עליו להפעיל את סמכותו לפי סעיף 72(א) לתקנון.

54. מסקנתי זו נתמכת בשני שיקולים נוספים. ראשית, לא מדובר בהסמכה לקבוע תוצאות עונשיות של פעולה כלשהי. מדובר בהסמכה לקבוע נורמות מסדירות- רגולטיביות. לאבחנה זו חשיבות. היא מאפשרת הקלה מסויימת באמת המידה המותווית לגוף אליו מואצלות הסמכויות. עומד על כך בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת U.S 233 Fahey v. Mallonee (1947).

"A discretion to make regulations to guide supervisory action in such matters may be constitutionally permissible while it might not be allowable to authorize creation of new crimes in unchartered fields" (at p 250)

שיקול אחר נוגע למורכבות תחום ניירות הערך, ולצורך בתגובה מהירה להתרחשויות האופפות אותו, צורך עליו כבר עמדתי לעיל. בתחום מסוג זה, דומה כי יהיה זה בלתי מעשי - ואף בלתי רצוי לדרוש כי ינוסחו מראש אמות מידה מדוייקות לקביעת פרטיהן של הדרישות השונות לרישום ניירות ערך למסחר. לא ניתן לאמץ מראש אמות מידה כאלה, אשר יהיו תואמות את ההתפתחויות המהירות במשק ובשוק ההון. לכן, יש לאפשר לגוף המקצועי המומחה לדבר - הוא דירקטוריון הבורסה - את מרחב התימרון לקבוע, בגדר התכלית החקיקתית, את הקביעות הקונקרטיות הנדרשות, והכל תוך פיקוח ובקרה של הרשות המקצועית, היא רשות ניירות ערך.

עומד על כך בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת National Broadcasting Co. V, United States 319 U.S. 190. באותה פרשה נדונה הוראת חוק, אשר הסמיכה את ה-f.c.c. -ועדת התקשורת הפדרלית - לקבוע הסדרים בשורה ארוכה של עניינים, ובהם קביעת סוגי שירותי התקשורת שניתן יהיה לספק, קביעת מיקומן של תחנות, הקצאת תדרים לתחנות, קביעת הסדרים בדבר רשתות של תחנות וכו'. אמת המידה שנקבעה בחוק היתה כללית - "Public convenience interest or necessity". בית המשפט אישר אצילה זו של הסמכות. הוא קבע, כי קביעה של אמות מידה מדוייקות על ידי הקונגרס היתה מסכלת את תכלית התקיקה. קביעה כזו, נפסק, היתה מסכלת את:

"the purposes for which the communications act of 1934 was brought into being by attempting an itemized catalogue of specific

manifestations of the general problems, for the solution of which it was establishing a regulatory agency (at p 219) "

פסקי דין אלה עוסקים בהסמכה של רשות מינהלית על ידי בית המחוקקים. עם זאת, נראה לי כי הגיונם יפה גם למצב בו אנו עוסקים.

לאסיפה הכללית של הבורסה ניתנה הסמכות להסמיך את הדירקטוריון לקבוע פרטים, תנאים וסייגים לכללים שבתקנון. בכך ביקש המחוקק ליצור חלוקת עבודה בין האסיפה הכללית לבין הדירקטוריון, אשר בגידרה יוכל הדירקטוריון לתרגם לשפת המעשה את התכליות הכלליות שיקבעו בחוק ובתקנון. נראה לי, כי לשם כך ניתנה לו הנחיה מספקת על ידי האסיפה הכללית.

55. לשיקולים עליהם עמדתי מצטרפים שני טעמים מוסדיים כלליים, אשר גם בהם יש כדי לתמוך באישור ההסדר שנקבע. ראשית, הנחיות הדירקטוריון טעונות אשור רשות ניירות ערך. הרשות היא המוסד המקצועי העליון המופקד על הפיקוח על שוק ניירות הערך. היא נהנית, על פי חוק, ממומחיות, מקצועיות ומאי תלות. היא מספקת בקרה, המבטיחה שדירקטוריון הבורסה יפעיל את סמכותו באופן ראוי ובהתאם להנחיה הכללית העולה מן התקנון.

56. שנית, "חלוקת העבודה" שבין התקנון לבין ההנחיות נקבעה באשור ועדת הכספים של הכנסת, אשר אישרה את התקנון. אמת, תוכן של הנחיות הבורסה הנקבעות מעת לעת אינן טעונות על פי החוק אישור של הועדה. יחד עם זאת, התקנון היה מונח בפני הועדה. הועדה היתה ערה לכך, שיש בו אמת מידה כללית למדי ביחס לאופן בו על הדירקטוריון להפעיל את סמכותו בקביעת ההנחיות. היא היתה ערה לכך, שלא נקבע בתקנון סף כניסה ספציפי של הון עצמי, כמו גם בענינים אחרים. בקשר לחלוקת העבודה האמורה אף הועלו שאלות נוקבות, הן בדיון בוועדת המשנה לשוק ההון של ועדת הכספים והן בוועדת הכספים עצמה (ראו למשל, ישיבת ועדת המשנה לשוק ההון מיום 3.3.92, מוצג 13 למוצגי המערערת בע"א 4275/94, בעמודים 7, 8, 11, 13, 14, 16; ישיבת ועדת הכספים מיום 24.3.92, מוצג 17 למוצגי המערערת בע"א 4275/94 בעמודים 3, 4, 5, 6). חרף זאת, חלוקת העבודה אושרה על ידי הועדות הנ"ל. על כן, נראה לי שיפה לכאן הילכתו העיקבית של בית המשפט העליון, לפיה לא ייטה בית משפט להתערב בחקיקת משנה שאושרה על ידי ועדה מועדות הכנסת (ראו: בג"צ 3267/90 בראשי נ' נגיד בנק ישראל, פ"ד מז(1), 109 בפיסקה 10; בג"צ 491/86 עיריית תל-אביב יפו נ' שר הפנים, פ"ד מא(1) 357, 74; בג"צ 6481/94 טלעד שרותי מידע טלפוניים בע"מ נ' משרד התקשורת (טרם פורסם)). מסקנתי היא, על כן, כי לא הונחה תשתית המחייבת התערבות ב"חלוקת העבודה" שבין התקנון לבין ההנחיות בענינים הנזכרים לעיל. דנתי עד עתה בהוראות הספציפיות שבתקנון. אעבור עתה לדון בהוראה כללית המצויה בסעיף 72(ד) לתקנון.

57. סעיף 72(ד) לתקנון הבורסה קובע:

"הדירקטוריון רשאי לקבוע בהנחיות תנאים נוספים לרישום למסחר של חברה חדשה, בדרך כלל או לכל סידרה בנפרד, בנושאים הבאים: אפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר, מבחינת תקופת פעילותה, היקף פעילותה, תוצאותיה העסקיות, שווי נכסיה והתחייבויותיה, הונה העצמי, זיקתה לתאגידים אחרים וסווגה לקבוצות רישום. ניתן לקבוע כללים שונים כאמור לפי סוג הפעילות הכלכלית שבה עוסקת החברה" (ההדגשה הוספה - ת"א).

הוראה זו היא "הוראת ראי" של סעיף 46(א)(2)(א) לחוק ניירות ערך, אשר מסמיך את הבורסה לקבוע בתקנונה:

"אפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר, מבחינת תקופת פעילותה, היקף פעילותה ותוצאותיה העסקיות, שווי נכסיה והתחייבויותיה, זיקתה לתאגידים אחרים וסווגה לקבוצות רישום; ניתן לקבוע כללים שונים כאמור לפי סוג הפעילות הכלכלית שבה עוסקת החברה".

השוואת הוראות אלה מגלה, כי למעשה הועתקה בסעיף 72(ד) הוראת סעיף 46(א)(2)(א) לחוק כמעט בשלמותה. סעיף 72(ד) מעניק הסמכה גורפת לדירקטוריון הבורסה לקבוע "תנאים נוספים" בעניינים המפורטים בסעיף 46(א)(2)(א). הסמכה זו חורגת מן המנדט שהאסיפה הכללית הורשתה ליתן לדירקטוריון בסעיף 46(ד) לחוק ניירות ערך. לא מדובר כאן בהסמכה לקבוע תנאים, פרטים או סייגים לכללים שבתקנון. מדובר בהוספה של תנאים, אשר על פי תוכנם עשויים להיות כללים ראשוניים, אשר לא בא זיכרם בתקנון. זאת, על אף שבסעיף 46(ד) הוסמך דירקטוריון הבורסה לקבוע בהנחיות פירוט תנאים וסייגים "לגבי כללים שנקבעו בתקנון" הסמכה זו אינה יוצרת אפילו שלד של הסדר. היא, למעשה, מעבירה את הסמכות לקבוע את ההסדר המהותי לדירקטוריון הבורסה. ניתן לראות בכך אצילה גורפת של סמכות החקיקה שניתנה לאסיפה הכללית של הבורסה מן האסיפה אל הדירקטוריון, בחריגה מהסמכות שהוקנתה לדירקטוריון בסעיף 46(ד).

זאת ועוד. הסמכה גורפת כזו שנעשתה בסעיף 72(ד) לתקנון פותחת פתח נרחב ביותר לעיצובם של הסדרים ותנאים חדשים, שלא בא זכרם בתקנון, במסגרת ההנחיות. הסדרים חדשים כאלה כלל לא יצטרכו לעבור את המסננת הסטטוטורית שנקבעה להסדרים שבתקנון, הכוללת גם פיקוח של ועדה פרלמנטרית. זאת, חרף העובדה שמדובר בהסמכה לקבוע הסדר ראשוני אשר אין לו זכר בתקנון. הסמכה כזו אינה מתיישבת עם מודל הפיקוח שנקבע בחוק ניירות ערך על פעולות הבורסה. אכן, בספרות הושמעה ביקורת על המודל שאומץ בחוק ניירות ערך, בנימוק שיש בו כדי לפגוע ביכולת התמרון ובגמישות של הבורסה (ראו גרוס, הבורסה לניירות ערך (הפרקליט כח' 367, בעמוד 381). ישנם בנמצא מודלים אחרים, נוקשים פחות. כך, למשל, בארצות הברית, מופקדת על הפיקוח הסוכנות הפדרלית האחראית על המסחר בניירות ערך (ה-S.E.C.) ערוכות זו מקבילה, מבחינת הפונקציה שהיא באה למלא, לרשות ניירות ערך. על פי חוק ניירות הערך הפדרלי, אין מעורבות פרלמנטרית או מעורבות בדרג של שרים בעיצוב תקנון הבורסה. יתכן, כי מאחורי המהלך שבהתקנת סעיף 72(ד) עמדה תפיסה, לפיה יש להרחיב את עצמאות הבורסה ולעצבה על פי המודל האמריקאי. אך גישה זו, אפילו היא רצויה, ומבלי שאחווה דעה אם כך הוא, אינה עולה בקנה אחד עם נוסח החוק, אשר קובע מה יוסדר בתקנון ומה ניתן לכלול בהנחיות. על כן, גמישות ויכולת תימרון אינם יכולים להכשיר הוראה מהסוג שנקבע בסעיף 72(ד) לתקנון.

גם העובדה שמדובר בסעיף "שיורי" אינה יכולה לסייע. שהרי, אין דבר בהנחיות או בתקנון, בנוסח הנוכחי, המונע מן הדירקטוריון לעשות שימוש בסמכות על פי סעיף 72(ד) ולעצב אמות מידה חדשות לרישום ניירות ערך למסחר במסגרת ההנחיות. אין דבר בהנחיות או בתקנון המגביל אפשרות זו מבחינה מהותית. אין דבר שימנע ומונע מאמות מידה כאלה להפוך למרכז הכובד של הקריטריונים לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה. בדרך זו הקריטריונים ייקבעו במסלול המקוצר, ללא כל פיקוח פרלמנטרי או מעורבות של שר האוצר. אם מבקשת הבורסה לסטות מן המודל שנבחר בחוק ניירות ערך, עליה לחתור לשנוי חקיקתי הולם. אין היא יכולה לחמוק ממערך הבקרה החוקי בדרך של סלילת "כביש עוקף פיקוח פרלמנטרי". לכן, דין הוראת סעיף 72(ד) הנ"ל להיבטל, בהיותה חורגת ממתחם ההסמכה שבחוק ניירות ערך.

עוללות

58. הדיון עד לנקודה זו הוקדש לעניינים כלליים שעלו בסיכומי הצדדים, המשותפים לשני הערעורים. אדרש עתה בקצרה לעניינים ספציפיים אחדים שעלו בערעורים. בע"א 4275/94 התעוררה שאלה: האם הוסמכה האסיפה הכללית של הבורסה בחוק ניירות ערך לקבוע בתקנונה דרישה להון עצמי מזערי של חברות המבקשות לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר בבורסה. אני סבור, כי בסעיף 46 לחוק ניירות ערך קיימת הסמכה מפורשת להתחשב בהון העצמי של החברה העומדת לפני רישום למסחר כקריטריון לאישור רישום זה. סעיף 46(א)(2)(א) לחוק קובע:

"בתקנון הבורסה יקבעו כללים לניהול תקין והוגן של הבורסה; בלי לגרוע מהאמור, יכול שייקבעו בתקנון, למטרה האמורה - ...
כללים לרישום ניירות ערך למסחר בבורסה (להלן: רישום למסחר) ובכלל זה כללים בדבר -
(א) איפיוני חברה שניתן לרשום ניירות ערך שלה למסחר, מבחינת שווי נכסיה והתחייבויותיה..."

מבחינה חשבונאית, הונה העצמי של חברה משקף את היחס בין נכסי החברה לבין התחייבויות החברה. לכן, הוא נכנס לגדר לשונה של ההסמכה כאמור. אע"כ, כי זו גם המסקנה העולה מחוות הדעת המומחית מטעם המשיבים בע"א 4275/94. לכך יש להוסיף, כי גם ההיסטוריה החקיקתית תומכת במסקנה זו כך, סגן שר האוצר, י' עזרן, הציג את הצעת החוק - היתה בלשונה ללשון ההוראה שנתקבלה, במילים אלה:

"אנו מציעים, כי המטרה המרכזית אשר תנחה בקביעת הוראות התקנון תהיה לקיים ניהול תקין והוגן של הבורסה לניירות ערך. אולם אנו מציעים להוסיף ולהבהיר אילו תחומים נראים ראויים להסדרה מראש ולפיקוח שוטף כדי להשיג מטרה זו. כך, למשל, יש לקבוע אפיונים לחברה המבקשת לרשום ניירות ערך שלה למסחר, כגון שתראה תקופת פעילות מינימלית מסודרת והון עצמי חיובי" (הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מספר 10), התש"ן-1990, דברי כנסת א' באב התש"ן (23.7.90) חוברת לו' עמוד 4768).

דברים אלה מלמדים בבירור על תכלית החקיקה. על רקע זה, אני סבור כי הבורסה רשאית היתה בתקנונה לקבוע כדרישה הון עצמי מזערי של חברה המבקשת להירשם למסחר.

בשולי הדברים יוער, כי הטיעון העיקרי בחוות הדעת המומחית הנ"ל הוא, כי הקריטריון של ההון העצמי אינו קריטריון הולם, שכן הוא מבוסס על ההפרש החשבונאי בין נכסי החברה והתחייבויותיה, כפי שאלה חושבו על פי כללי החשבונאות המקובלים. כללים אלה, כך נטען, אינם משקפים את שוויים הכלכלי האמיתי של הנכסים וההתחייבויות.

אינני סבור כי בביקורת זו יש ממש. הבורסה בחרה בקריטריון מקובל בדין לבחינת יציבותם ומצבם הפיננסי של גופים שונים. בדין קיימת הפניה לכללי חשבונאות מקובלים בהקשרים שונים, בהם נדרשת הגשת דו"חות על ידי גופים שונים הנתונים לפיקוח ציבורי (ראו תקנה 3 לתקנות ביטוח בריאות ממלכתי (פיקוח ובקרה פיננסיים), התשנ"ו-1995; תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993; תקנה 2 לתקנות הרשויות המקומיות (הנהלת חשבונות), התשמ"ח-1988; תקנה 2 לתקנות הפיקוח על עסקי הביטוח (פרטי דין וחשבון), התשמ"ו-1986. כללים אלה גם שמשו את הפסיקה, שעה שזו נדרשה להעריך את "רכושה הנקי" של חברה. עומד על כך בית המשפט בע"א 655/82 גרובר נ' פרבשטיין פ"ד מ(1) 738 (בפיסקה 12), באמרו (השופט ד' לוי):

"קנה המידה להערכת רכושה הנקי של החברה ניצב כאמור על שני יסודות האקטיב מול הפסיב.

מונחים אלה לקוחים מתחום החשבונאות וכלליה הנאותים. הם מוצאים את מקומם ואת ביטויים במאזן החברה. בבואנו, איפוא, לקבוע את הערכת רכוש החברה בדרך שבחרו בה הצדדים להסכם, עלינו להתייחס למאזן החברה ולקרוז אותו בדרך המקובלת בכללי החשבונאות הנאותים".

על רקע זה, אני סבור כי יש דבר מה בלתי סביר בהפניה לכללי החשבונאות המקובלים בענייננו. אוסיף, כי קריטריון זה - ככל הוראות התקנון - אושר על ידי ועדת הכספים של הכנסת. כמוזכר לעיל, רק במקרים נדירים יפסול בית המשפט בשל חוסר סבירות חקיקת משנה שבא עליה אישור ועדה של הכנסת. לא זהו המקרה.

59. שאלה אחרת שעלתה בערעור זה, נוגעת לעיתוי בו נבדק דבר קיומו של ההון העצמי המזער. הבורסה דרשה, כי ההון העצמי יתקיים במועד לפני הנפקת המניות של החברה. הבורסה מנמקת דרישה זו בכך, שיש בנתון זה כדי ללמד על מידת האמון של הבעלים ושל גורמים אחרים בחברה. לדבריה (סעיף 24 לסיכומי תגובתה בע"א 4276/94):

"החשיבות בקיומו של הון עצמי ערב ההנפקה, הינה בכך כי הון זה מייצג את השקעתם של הבעלים ושל גורמים פרטיים אחרים בחברה המשקפת את אמונם בחברה ובפוטנציאל

הגלום בה. אין ספק, כי יכולתם של גורמים אלו לבחון את טיבה של החברה עולה לאין שיעור מזו של ציבור המשקיעים.

דרישה זו, ביחד עם תנאי החסימה (דהיינו, התנאים המונעים מכירת המניות במשך תקופה מסויימת לאחר ההנפקה), מבטיחים כי לחברות שיצאו לבורסה יהיה 'גב' של משקיעים המאמינים בחברה, ומוכנים לסכן את כספם שלהם, בהשקיעם בהונה, ואשר לא יוכלו לנטשה למחרת ההנפקה".

על רקע דברים אלה, איני סבור כי יש פגם בדרישה זו. הבורסה הוסמכה בחוק ניירות ערך לקבוע בתקנונה דרישות הנוגעות להונה העצמי של החברה הנרשמת למסחר. חוק ניירות ערך אינו נוקט עמדה מפורשת בשאלת העיתוי בו צריכה להתקיים דרישה זו. הוא אינו תוחם את התקיימותה לנקודת זמן מוגדרת. הכרעה בשאלה זו צריכה להיגזר מתכלית החקיקה, היא הבטחת מסחר תקין והוגן בניירות ערך בבורסה. זאת ועוד. תיקון מספר 11, בו הוספה לחוק ההוראה המסמיכה לדרוש קיומו של הון עצמי מזערי, היתווה פרמטרים חדשים לרישום, אשר נועדו להבטיח את אמון ציבור המשקיעים בבורסה. על שיקול זה עומד סגן השר עזרן בדבריו, בהציגו את הצעת החוק באמרו:

"רכישת אמון הציבור בבורסה, לאחר המשבר של 1983, והמשקיעים שהוא השאיר, היא יעד מרכזי ותנאי הכרחי להרחבת גיוס ההון בבורסה בשנים הקרובות ולהפיכתה לגורם בעל משקל בתהליכי החיסכון וההשקעה במשק" (בעמוד 4769).

מדברים אלה עולה אמת המידה המהותית, על פיה על אורגני הבורסה להנחות עצמם בקביעת הכללים בתקנון ובהנחיות. נראה לי, כי יש זיקה רציונלית בין הדרישה הנדונה לעניין עיתוי התקיימות ההון העצמי, לבין קידומה של התכלית הנזכרת.

לכך יש להוסיף עניין נוסף: המדובר בעניין המצוי בגרעין הקשה של מומחיותה של הבורסה. חוק ניירות ערך העניק לבורסה, על אורגניה השונים, את הסמכות להסדיר בתקנונה את הדרישות בהן צריכות לעמוד חברות המבקשות להירשם למסחר. בהפעילה שיקול דעת זה, בית המשפט ייטה לייחס משקל ניכר למומחיותה, ויירטע מהתערב בשיקול דעתה. עומד על כך חברי השופט גולדברג בע"א 1326/91 הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ נ' כץ, פ"ד מו(2) 441 (בעמוד 452) באמרו:

"בעניינים מקצועיים, הנוגעים למומחיותה המיוחדת של הבורסה, יתחשב בית המשפט בשיקול דעתה ולא יזדרז להתערב בהחלטותיה. לפיכך, אילו, על דרך משל, היתה השאלה שבמחלוקת נוגעת לאחוז הפיזור, שממנו ואילך אין מקום לקיים מסחר בנייר ערך מסוים, היה על בית המשפט לבחון בזהירות החלטת הבורסה בנושא זה, תוך מתן משקל למומחיותה..."

ועוד: הדרישה להון עצמי לפני ההנפקה מעוגנת בתקנון הבורסה. הדבר עולה מהגדרת "הון עצמי לפני הרישום למסחר" אשר בסעיף 63 לתקנון. הגדרה זו קובעת באורח מפורש כי יש לנכות מן ההון העצמי את "... התמורה שנתקבלה מן הציבור". לעיגונה של דרישה זו בתקנון יש תשיבות, באשר זה אושר על ידי ועדת הכספים של הכנסת.

60. בע"א 6230/94 התעוררה שאלה בדבר סיווגה של המשיבה - פיק אפ רהיטים בע"מ - כחברה הנשלטת על ידי יואל ירושלים אויל אקספלוריישן בע"מ ("יואל"). לעניין זה ניתן לפנות להגדרת המונח "שליטה" שבסעיף 1 של חוק ניירות ערך, הקובעת כי:

"היכולת לכוון את פעולתו של התאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסויים של אמצעי השליטה בתאגיד."

הגדרה זו קובעת מבחן מהותי ל"שליטה" - היכולת לכוון את פעולותיו של התאגיד. אכן, נקבעה בהגדרה חזקה בדבר שליטה במצב בו אדם מחזיק ביותר ממחצית אמצעי השליטה. אך חזקה זו אינה ממצה את טווח האפשרויות בהן מתקיימת שליטה. המבחן שנקבע בהגדרה הוא תמיד פונקציה של נסיבות העניין המיוחדות. המבחן אינו מתמצה בבדיקה כמותית של אמצעי השליטה שביד השולט בתאגיד. מדובר הוא ב"מבחן פונקציונלי - איכותי גמיש" (ע"א 1186/93 מדינת ישראל נ' בנק דיסקונט לישראל, דינים עליון כרך מב' 113 בפיסקאות 13 ו-15). אכן, החזקה באמצעי שליטה היא אחת מן הדרכים לשלוט בתאגיד. אך זו אינה הדרך היחידה. אומר על כך השופט Cardozo בעניין Golobe Woolen Co. V. Utica Gas & Wlectric Co. 121 N.E. 378 (1918):

"A dominating influence may be exerted in..other ways than by vote"
(at p. 379-380).

ו- Loss מביא בספרו Fundamentals of Securities Regulations (Boston, 1988) דברים מתוך דיוני הועדה שעסקה בחקיקת חוק ניירות הערך האמריקאי (בעמוד 395):

"The concept of control herein involved is not a narrow one, depending upon a mathematical formula of 51 percent of voting power but is broadly defined to permit the provisions of the act to become effective wherever the fact of control actually exists".

ובהקשר אחר עמרה הועדה בדברים המובאים על ידי Loss:

"When reference is made to 'control', the term is intended to include actual control as well as what has been called legally enforceable control. It was thought undesirable to enumerate or to anticipate the many ways in which actual control may be exerted. A few examples of the methods, used are stock ownership, lease, contract and agency. It is well known that actual control sometimes may be exerted through ownership of much less than a majority of the stock of a corporation either by the ownership of such stock alone or through such ownership in combination with other factors".

בהתאם לגישה זו, נמנע בית המשפט העליון של ארצות הברית מלהתערב בהכרעה של גוף מינהלי (ה- F. C. C), אשר סירב לקבוע ממצא בדבר העדר שליטה על יסוד החזקת שליש אמצעי השליטה בתאגיד. וכך קבע בית המשפט:

"The record amply justified the Communications Commission in making such findings. Investing the Commission with the duty of ascertaining 'control' of one company by another, Congress did not imply artificial tests of control. This is an issue of fact to be determined by the special circumstances of each case. So long as there is warrant in the record for the judgment of the expert body it must stand. The suggestion that the refusal to regard the New York Ownership of only one third of the common stock of the Rochester as conclusive of the former's lack of control of the latter should invalidate the Commission's finding, disregards actualities in such intercorporate relations. Having found that the record permitted the Commission to draw the conclusion that it did, a court travels beyond its province to express concurrence therewith as an original question. 'The judicial function is exhausted when there is found to be a rational basis for the conclusions approved by the administrative body' (Rochester Telephone Corp. v. U.S 307 U.S 125 (1939) 145-146)

איני רואה צורך לקבוע, בהליך זה, מבחנים ממצים בשאלה מתי ייקבע כי קיימת שליטה LOSS. עומד בספרו על שורה של גורמים, אשר עשויים להשפיע על ההכרעה, ובהם שיעור ההחזקה במניות התאגיד הנשלט; מספר נציגיו של "השולט" במועצת המנהלים בתאגיד הנשלט; כוחו היחסי של השולט בגוף המנהל האקזקוטיובי של התאגיד הנשלט; השפעתו המוכחת של השולט; עמדתו של השולט כבנקאי של הגוף הנשלט; גודלם ויקרתם היחסיים של שני הגופים; יכולתו של השולט למנוע מיזוגים והשתלטויות; ומעמדו של השולט כנושה של הגוף הנשלט (בספרו הנ"ל, בעמודים 400-401). מובן, כי משקלם היחסי של גורמים אלה עשוי להשתנות, בהתאם למקרה המסויים. מדובר, בסופו של דבר, באינדיקציות אשר תכליתן לשפוך אור על התמונה הכוללת של הדברים וללמד האם, אמנם, יש "שליטה".

מהם הנתונים הרלוונטים בענייננו? יואל, אשר מנייתה נסחרת בבורסה, ונטען כי היא השולטת בפיק אפ הריטים, מחזיקה ב-49% בהון ובהצבעה של פיק אפ. שני בעלי המניות האחרים מחזיקים יחד 51% מן ההון וההצבעה. יש ביניהם הסכם הצבעה. בעלי המניות האחרים היו אמורים להיקשר בהסכם הצבעה, לפיו יובטח ליואל מנויים של שני דירקטורים (מתוך שישה). יואל העניקה הלוואה בסך 1.1 מיליון דולר לבעלי המניות האחרים לצורך השקעתם בהון החברה, כאשר המניות שועבדו לטובתה להבטחת החזרי הלוואה. נראה לי, כי על רקע זה ניתן לומר כי ליואל יש כוח לכוון את פעילותה של פיק אפ הריטים. לחברה כוח הצבעה רב, הקרוב למחצית מכוח ההצבעה בפיק אפ. היא נושה של בעלי המניות האחרים בסכומים ניכרים ביותר, העולים פי כמה על מכירותיה של החברה בשנת 1992 (השנה שקדמה לפירסום התסקיף ביום 28.5.93). שועבדו לה מניותיהם של אותם בעלי מניות. נראה לי, כי במצב דברים זה נהנית החברה מאפשרות "לכוון את פעולותיה" של פיק אפ. על כן, אין מקום להתערב בהחלטת דירקטוריון הבורסה לעניין זה.

61. משהגעתי למסקנה זו, שוב איני צריך להידרש לטענות אחרות שבפי פיק אפ לעניין החלטת הבורסה, ובמיוחד טענת הותק שבפיה. די באמור לעיל, כדי לקבוע כי פיק אפ אינה עומדת בדרישות הבורסה לרישום מניותיה.

62. ביחס לשאר טענות המשיבות, ובהן סבירות דרישת החסימה כחלה גם על שותפות מוגבלת, וכן ביחס להחלת ההנחיות גם על שותפות מוגבלת כדוגמת זו שבין המשיבות - לא מצאתי ממש.

63. על סמך כל האמור לעיל, ערעוריה של הבורסה מתקבלים כדלקמן:

א. נקבע בזה, כי תקנון הבורסה והנחיותיה תקפים החל מיום 1.4.92, זאת בכפוף לדברים הבאים:

(1) על הבורסה להפקיד את הנחיותיה אצל רשם החברות בתוך חודש מיום שימוע פסק דין זה. אם לא תעשה כן, לא יהיה תוקף להנחיות.

(2) סעיף 72(ד) לתקנון הבורסה בטל.

ב. כן נקבע בזה, שההחלטות שקיבלו אורגניה המוסמכים של הבורסה על יסוד התקנון וההנחיות, בענייניהן של המשיבות, תקפות.

ג. הערעור שכנגד בע"א 6230/94 נדחה.

המשיבות בע"א 4275/94 תשאנה בהוצאות המערערת בסך 10,000 ש"ח, ובסכום דומה תשא המשיבה בע"א 6230/94.

השופט א' גולדברג:

אני מסכים.

השופט י' זמיר:

אני מסכים.

הוחלט כאמור בפסק דינו של השופט ת' אור.

ניתן היום, כב' בטבת התשנ"ז (1.1.97).