



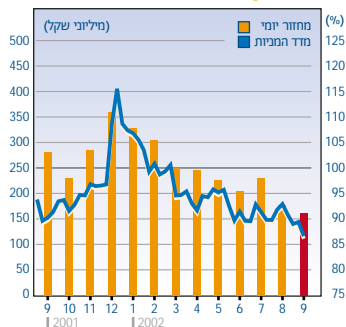
הבורסה לניירות ערך

הבורסה

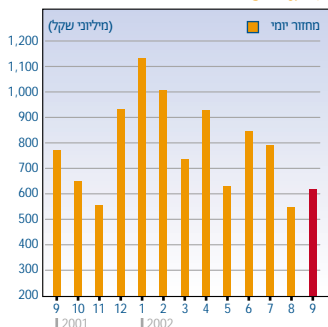
גיליון מס' 2 • אוקטובר 2002

מחזורי המסחר

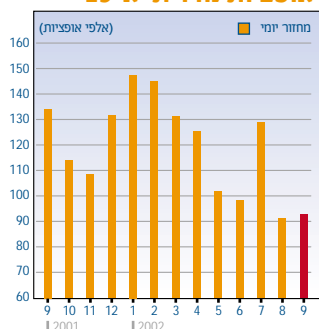
מניות והמירים



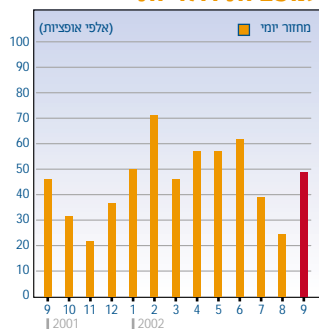
אינצורת חוב



אופציות מדד ת"א-25



אופציות דולריות



סגן נציב מס הכנסה, אוסקר אבו-ראזק, במפגש מיוחד של מועדון מעו"ף, בנושא מיסוי שוק הנגזרים, במרכז המבקרים החדש של הבורסה | עמ' 2

נמשך השיפור ברווחיות חברות התעשייה הבורסאיות

מנתוני יחידת המחקר של הבורסה | עמ' 3

ארה"ב מחמירה את כללי הביקורת והבקרה על חברות בורסאיות

עו"ד איתן גרינברג על חקיקת ה-SARBANES OXLEY ACT OF 2002 | עמ' 6-8

במלאת שנתיים לחוק הרישום הכפול

רדויז'ן מצטרפת לבורסה בתל-אביב



מתקדמים להעברת קול, וידאו ונתונים - בזמן אמת - על גבי רשתות IP, ISDN ולאחרונה, גם 3G. שווי השוק של החברה הוא כ-92 מיליון דולר.

חברת רדויז'ן, הנסחרת בנאסד"ק (Nasdaq: RVSN), נרשמה למסחר גם בבורסה בתל-אביב. עם רישומה למסחר של רדויז'ן יהיו בבורסה 20 חברות, שביצעו רישום כפול מאז אישור החוק בכנסת לפני שנתיים. מניות רדויז'ן החלו להיסחר בתל-אביב ביום א', 20 באוקטובר, תחת הסימול "רדזו". רדויז'ן מתמחה בפיתוח ושיווק פתרונות

המס על זכויות וכתבי אופציה יוטל על תמורת המכירה

על פי שווי של נכס הבסיס ובמהלך הדיון הציע ניכוי של 5% מהפרמיה.

בתגובה אמר **דרור שליט**, סמנכ"ל בכיר ומנהל מחלקת מסחר ומסלקות בבורסה, כי גם שיעור זה גבוה פי 10 משיעור מס המחזור שיוטל על רווחים ממניות, למשל. פתרון זה אינו סביר, מאחר שמדובר בגבייה של 1.25 מיליארד ש"ח בשנה, נטל כבד שהפעילים בשוק לא יוכלו לעמוד בו והוא יגרום לחיסול השוק.

"שוק הנגזרים הוא תחום מסוכן מבחינת דיני המס. בהתאם לדיני המס הקיימים היום נגזרים לטווח הקצר אינם חייבים במס הון אלא במס מלא בגין רווח מפעילות עסקית. כדי למנוע ויכוחים עתידיים בין המשקיעים בנגזרים לפקידי המס עלינו לקבוע בחקיקה האם הרווח מנגזרים הוא רווח פירוטי או רווח הוני. לדעתי הרווח מנגזרים הוא פירוטי וחייב במס מלא - 50% ליחיד ו-36% לחברה!", הוסיף אבו-ראזק.

ד"ר משה שמעוני, מנהל אגף מכשירים פיננסיים בבנק לאומי, אמר כי הבנקים, שעליהם הוטל להיות גובי המס, עדיין לא קיבלו הוראות בדבר אפיון מערכות הגבייה והמחשוב שלהם. "לדעתי עלות ההתאמה של המערכות לגביית המס במקור וההוצאות התפעוליות והמשפטיות של הבנקים ישו לשיעורי המס במקור שהבנקים יתבקשו לגבות", אמר ד"ר שמעוני. "הרשויות מנותקות מהשוקים, או שהן מתעקשות שלא לראות את המתרחש. הטלת מס במקור על שוק הנגזרים תנחית עליו מכת מוות ואחר כך יהיה קשה מאוד להחזיר את כל השחקנים שיצאו ממנו בעקבות הטלת המס."

דרור נגל, מנהל אגף קרנות הנאמנות בבנק הפועלים ויו"ר איגוד קרנות הנאמנות, אמר כי למרות הפתיחות וההבנה שמגלים אנשי מס הכנסה לבעיות הנובעות מהרפורמה, נגרם נזק לשוק בשל עיכוב הפרסום של התקנות להפעלתה. "יש לפרסם את התקנות במהירות, מכיוון שקרנות הנאמנות צריכות לפרסם תשקיפים עד סוף נובמבר". נגל ציין כי לנוכח המחסור בפרטים קשה למנהלי הקרנות לתכנן את צעדיהם.

נגל תהה מה יהיה ההבדל בין מיסוי רווחים מאופציות דולריות לבין מיסוי רווחים מפיקדונות דולריים, זאת, לאור העובדה, שועדת רבינוביץ' העניקה פטור מרווחים הנובעים מהפרשי שערי מט"ח, שאינם נחשבים רווחי הון, והטילה מס על רווחים ממכשירי השקעה אחרים. נגל אמר כי אפלייה לרעה של האופציות תגרום למשקיעים להעדיף פיקדונות מט"חיים על פני אופציות, דבר שיגרום נזק גדול לשוק.

ותר מ-200 פעילי מעו"ף, ברוקרים, בנקאים ומנהלי חברות השקעה השתתפו במפגש מיוחד של מועדון מעו"ף בנושא מיסוי שוק הנגזרים, שהתקיים במרכז המבקרים החדש של הבורסה. מועדון מעו"ף הוא מיזם משותף של הבורסה ומרכז קיסריה לניהול סיכונים, שמטרתו לקדם את שוק הנגזרים בישראל.



אוסקר אבו-ראזק (במרכז) עם יוני קפלן, נציב מס הכנסה הקודם (משמאל) ודרור שליט מהבורסה

סגן נציב מס הכנסה, **אוסקר אבו-ראזק**, שהיה הדובר הראשי בכנס, הציג בפני שומעיו המתוחים את כוונות הוציבות לגבי שוק הנגזרים.

לדברי אבו-ראזק, "נציבות מס הכנסה מתכוונת לאפשר לשוק ההון לפעול ללא זעזועים. ההחלטה להטיל מס על הפעילות בשוק ההון התקבלה מתוך כוונה לגבות מסים ולא כדי להרוס את השוק, כי הרי אז לא נגבה מס כלל. חשיבותה של הבורסה למשק מודרני אינה מוטלת בספק. משהסתיים הדיון בנושא מיסוי שוק ההון והתקבלה החלטה, צריך להפעיל אותה תוך התייחסות מיוחדת למכשירים השונים והתחשבות בכל הגורמים."

אבו-ראזק הבהיר כי המס על זכויות וכתבי אופציה יוטל על תמורת המכירה. בכך הסיר אבו-ראזק את חששם של פעילים בשוק, מפני חישוב המס על פי שווי נכס הבסיס. ביחס למיסוי אופציות על מדד ת"א-25 ועל שער הדולר, הבטיח אבו-ראזק כי לא ינוכה מס

נמשך השיפור ברווחיות חברות התעשייה הבורסאיות ברבעון השני של 2002

מאת קובי אברמוב

יציבות במכירות והתייעלות הביאו לשיפור ברווחיות חברות התעשייה, המתאמות את הדו"חות הכספיים למדד המחירים לצרכן. השיפור, לעומת הרבעון הקודם ולעומת התקופה המקבילה אשתקד, חל בכל הנתונים שנבדקו.

רווחיות 131 חברות התעשייה המדדיות (מיליוני שקלים, במחירי יוני 2002)

תקופת הדו"ח	הון עצמי	מכירות	רווח תפעולי	רווח לפני מס	רווח נקי	רווח גולמי (%)	רווח תפעולי (%)	רווח תפעולי להון (%)	רווח נקי להון (%)
מחצית 1 2002	17,875	21,038	1,215	193	-335	28.2	5.8	13.6	-3.8
מחצית 1 2001	18,952	20,669	950	-53	-1,905	26.9	4.6	10.0	-20.1
מחצית 1 2000	21,212	21,161	1,617	1,738	1,198	27.8	7.6	15.2	11.3
שנתי 2001	17,893	41,524	1,853	-325	-3,279	27.1	4.5	10.4	-18.3
רבעון 2 2002	17,875	10,721	636	305	33	28.4	5.9	14.2	0.8
רבעון 1 2002	18,001	10,317	579	-111	-368	27.9	5.6	12.9	-8.2
רבעון 4 2001	17,893	10,128	337	-396	-720	27.1	3.3	7.5	-16.1
רבעון 3 2001	18,838	10,727	566	124	-654	27.4	5.3	12.0	-13.9
רבעון 2 2001	18,952	10,188	432	173	-748	27.1	4.2	9.1	-15.8

התפעולי והנקי לעומת המחצית המקבילה אשתקד ולעומת נתוני שנת 2001 כולה. עם זאת, הרווחיות נמוכה יותר, מאשר במחצית הראשונה של שנת 2000, שהייתה תקופת שיא ברווחיות. בסעיף הרווח הנקי מציגות עדיין החברות המדדיות הפסדים מצרפיים של כ-335 מיליון שקל, לעומת הפסד של כ-2 מיליארד שקל בתקופה המקבילה אשתקד. בדיקת ענפי המשנה בתעשייה מראה שיפור בולט ברווחיות רוב הענפים, פרט לחברות בענף החשמל והאלקטרוניקה, שהציגו ירידה ברווחיות, ולחברות בענפי המזון והמתכת שהציגו יציבות.

החברות התעשייתיות שמרו, ברבעון השני, על יציבות בהיקף המכירות והן מראות התייעלות המביאה לשיפור בשולי הרווח הגולמי (28.5% מהמכירות) וברווח התפעולי (6% מהמכירות). התשואה התפעולית להון עלתה לכ-14% לעומת כ-9% ברבעון המקביל אשתקד. בסעיף הרווח הנקי נרשם, בחברות אלה, רווח חיובי קטן, זאת לאחר שישה רבעונים רצופים של הפסדים כבדים. השיפור ברווח הנקי של החברות המדדיות נובע מצמצום ניכר בהפרשות, שביצעו החברות בנין אחזקות בחברות טכנולוגיה ואחרות. גם בסיכום חצי שנתי ניכר שיפור ברווח הגולמי,

חברות התעשייה המתאמות את הדו"חות לדולר מראות שיפור בתוצאות ברבעון השני של שנת 2002

רווחיות 42 חברות התעשייה הדולריות (מיליוני שקלים, במחירי יוני 2002)

תקופת הדו"ח	הון עצמי	מכירות	רווח תפעולי	רווח לפני מס	רווח נקי	רווח גולמי (%)	רווח תפעולי (%)	רווח תפעולי להון (%)	רווח נקי להון (%)
מחצית 1 2002	28,234	19,927	1,759	1,317	774	33.7	8.8	12.5	5.5
מחצית 1 2001	27,099	19,312	1,267	48	-430	32.1	6.6	9.4	-3.2
מחצית 1 2000	25,272	18,440	1,665	2,470	1,467	31.2	9.0	13.2	11.6
שנתי 2001	27,103	39,346	2,584	-549	-839	32.1	6.6	9.5	-3.1
רבעון 2 2002	28,234	10,266	937	666	364	34.2	9.1	13.3	5.2
רבעון 1 2002	27,153	9,661	823	650	410	33.2	8.5	12.1	6.0
רבעון 4 2001	27,103	10,537	517	-1,127	-610	37.1	4.9	7.6	-9.0
רבעון 3 2001	27,606	9,498	800	530	200	26.7	8.4	11.6	2.9
רבעון 2 2001	27,099	9,522	563	-343	-581	31.7	5.9	8.3	-8.6

- תשואה תפעולית להון של כ-8% לעומת רמה של 7%-4% בשנת 2001. חברה בולטת נוספת שתרמה לשיפור ברמת הרווחיות היא קובצ'רן כי"ל, שבו חלה התייעלות בולטת שבאה לידי ביטוי בגידול שולי הרווח הגולמי והתפעולי מהמכירות. גם בסיכום חצי שנתי קיימת מגמה דומה לזו שנרשמה בחברות המדדיות - שיפור ניכר לעומת הרווחיות בשנת 2001. בחברות הדולריות דומות התוצאות במחצית הראשונה של שנת 2002 לאלה שנרשמו במחצית הראשונה של שנת 2000 (לפני תחילת המשבר).

התשואה התפעולית להון שהשיגו חברות אלה - 13.3%, היא הגבוהה ביותר מאז הרבעון השלישי של שנת 2000 - הרבעון האחרון לפני המשבר בחברות הטכנולוגיה ותחילת האינתיפדה. בסעיף הרווח הנקי חלה בחברות הדולריות ירידה קלה, לעומת הרבעון הקודם, זאת עקב עליה חדה בהוצאות המימון שלהן. הסיבה לכך היא התיסוף הריאלי בשער הדולר במהלך הרבעון, לעומת מדד המחירים לצרכן. (פיחות של 2.2% לעומת עליית מדד של 3.9%). חברת טבע ממשיכה להציג רווחיות גבוהה, אך גם ללא נתוני טבע מציגות החברות הדולריות שיפור ניכר ברווחיות התפעולית, אם כי ברמה נמוכה יותר

קשר טוב

נבחר להיות רכיב במערכת נשק חשובה הנמצאת בפיתוח בארה"ב."

גורמים רבים בישראל טוענים, כי התחרות בין החברות הביטחוניות הישראליות פוגעת בהן עסקית. האם אתה מאמין בשיתוף פעולה בין חברות ישראליות הניגשות למכרזים בצבאות זרים? חזי חרמוני: "אני מעדיף, ועד היום זה הוכיח את עצמו ב"גדול", להצטרף לחברות בינלאומיות ובעיקר מקומיות בהתמודדות במכרזים במדינות השונות. מדינות וצבאות מעדיפים כי ציוד צבאי ישווק על ידי גורם מקומי או על ידי גורם הקשור לגורם מקומי. בארצות הברית, כדי להצליח אתה חייב להיות שחקן מקומי ולתדיראן קשר יש את חברה בת מקומית המחזיקה באישורים להתמודד במכרזים המסווגים ביותר. באירופה רצוי להתמודד עם גורם מקומי ולדוגמה, במכרז בו זכינו בצבא פינלנד, התמודדנו יחד עם חברה מדנמרק, שפעילה גם בפינלנד, והובילה את הצעה."

האם כדי לצמוח בתחומי פעילותכם או בתחומים סינרגטיים שקלתם לרכוש חברה ישראלית. (היו שמועות שרציתם לרכוש את אלישיר מקונצ'ון נור)?

חזי חרמוני: "אין ספק שכדי לצמוח באופן משמעותי וגם כדי להיכנס לתחומים ושוקים חדשים אנו נעשה מהלך עסקי משמעותי של רכישת חברות הפעילות בתחומים החדשים. אנו בוחנים חברות ישראליות ואין רבות כאלו. את אלישיר לא רצינו לרכוש, למרות שהיא עוסקת בכמה תחומים שמעניינים אותנו. כיום יש לנו בקופה כ-160 מיליון דולר - סכום מוכב שמאפשר לנו לבחון ברצינות רכישות אסטרטגיות משמעותיות. אחד התחומים שמעניינים אותנו הוא מערכות קשר ותקשורת. חברה כמו תדיראן קשר החזקה בתחום ציוד הקשר, ומחזיקה גם בטכנולוגיות בתחום המערכתית תהווה כוח משמעותי בשוק הביטחוני הישראלי וגם בשווקים הבינלאומיים בהם יש לנו אחיזה טובה. אני (וגם בעלי השליטה שלנו) לא פוסל על הסף אפשרות שחברה ביטחונית מהמובילות בתחום בעולם תקנה אותנו כשותף אסטרטגי. מבחינת החברה אין הבדל מהותי בין שני המסלולים. בשניהם החברה תעלה מדרגה."

האם שוק התקשורת האזרחי מעניין אתכם? חזי חרמוני: "בהחלט. אנו מנסים ליישם את הטכנולוגיות שפיתחנו לשימושים הצבאיים בפעילויות אזרחיות. חברת הבת שלנו בארה"ב, טלה-קום, עוסקת, בין היתר, בפיתוח, ייצור ושיווק מוצרים אזרחיים. כאשר רכשנו אותה, לפני שלוש שנים, היא מכרה ב-9 מיליון דולר והשנה יסתכמו מכירותיה

המתיחות והעומותים במקומות שונים בעולם מיטיבים עם התעשיות הביטחוניות בישראל. חברת תדיראן קשר, ש-90% ממכירותיה הן בתחום הצבאי, נהנית גם היא מהשגשוג בתחום ההצטיידות של צבאות בעולם.

מנכ"ל תדיראן קשר, חזי חרמוני, אומר, כי בשנה שעברה חל מפנה בקצב הצמיחה של שוק הקשר הצבאי בעולם מכ-2% בשנה לכ-10% בשנה. חרמוני מזהה מספר מגמות בשוק זה שיסייעו, להערכתו, לתדיראן קשר לצמוח הרבה מעבר לקצב צמיחתה בשנתיים האחרונות:

"מאז שנת 2001 חל גידול ניכר בתקציבי הביטחון בעולם ואנו מזהים הפניית נתחים גדולים יותר מתקציבים אלה לתחום השליטה והבקרה ולתחום האבטחה. בנוסף מתקצר פרק הזמן לחידוש משק הקשר בצבאות והיום הוא עומד על כ-5 שנים לעומת כ-10 שנים בעבר. אנחנו מתחילים לראות את תוצאות המגמות האלו, אך את הפירות האמיתיים נקטוף, להערכתנו, בעוד שנתיים שלוש."

"לתדיראן קשר יש כמה נקודות בסיס טובות אותן ננצל לצמוח: הראשונה היא היותנו ספק ציוד הקשר הבלעדי, מזה עשרות שנים, ל-15 מדינות ברחבי העולם. אנו נהנים מגישה טובה למדינות אלו, מה עוד שאנו מחזיקים בידיו את בסיס ההצפנה עליו מבוססות כיום רוב מערכות הקשר הצבאי. הנקודה השניה היא הטכנולוגיה. אנו משקיעים כ-15 מיליון דולר בשנה ממקורות עצמיים, ועוד כ-5 מיליון דולר במימון לקוחות, במחקר ופיתוח טכנולוגיות חדשות. כיום מחזיקה החברה בטכנולוגיות מובילות מסוגן בתחום הקשר הצבאי ואני בטוח שטכנולוגיות אלו יאפשרו לנו להגדיל משמעותית את המכירות במדינות היעד שלנו ובמדינות נוספות."

האם תיכנסו לתחומי פעילות חדשים? חזי חרמוני: "אנחנו מחפשים כל הזמן תחומים טכנולוגיים חדשים. הלקוחות שלנו וגם לקוחות פוטנציאליים ימשיכו להצטייד במוצרים מתוחכמים וחדשים. אנחנו מנסים לראות את העתיד ומשקיעים במחקר ופיתוח הן ממקורות עצמיים והן במימון הלקוחות. ההשקעה שלנו במו"פ הוכיחה עצמה עד היום. אנו מעמידים לרשות לקוחותינו מוצרים העומדים בחזית הטכנולוגיה."

למשל, השקענו כסף רב בפיתוח מגברי הספק למכשירי הקשר, כדי להעמיד יכולת להעביר נתונים וקול על אותה רשת אלחוט. לצורך הפיתוח העמדנו שלושה צוותים נפרדים שהצליחו לפתח מוצר ייחודי מסוגו. מוצר זה, בגלל העובדה שאין כמוהו בשוק,

ה

תדיראן קשר הצטרפה לבורסה בתל אביב בספטמבר 2000. מאז הוכפל שווי השוק שלה והגיע ל-145 מיליון דולר.

בנוסף לפוטנציאל הצמיחה שלה בעקבות הגידול בתקציבי הביטחון בעולם, מחזיקה החברה בקופתה 160 מיליון דולר במזומן - סכום אותו מיעדים מנהליה לרכישה אסטרטגית מהותית שתקפיץ פעילותה.



חייל בשדה הקרב מפעיל מחשב אישי נייד מתוצרת תדיראן קשר בתמונה למעלה מימין; חזי חרמוני

תדיראן קשר

בעלי מניות:

קבוצת שמרוק - 42%
קבוצת פימי - 22%
ציבור - 28%
מנהלים - 8%

שווי שוק:

145 מיליון דולר.

מכירות ל-30 ביוני 2002:

97.7 מיליון דולר

מספר עובדים:

1000

מועד רישום בבורסה בת"א:

ספטמבר 2000

בנוסף יש לנו חברת בת - תדליס, שהיא חברת סטארט-אפ המפתחת מוצרים תואמי טכנולוגיית התקשורת Bluetooth.

מחזיקי המניות בתדיראן קשר השקיעו בחודשים האחרונים כ-12 מיליון דולר במימוש אופציות של החברה שהיו "בתוך הכסף". מנהל הכספים של תדיראן קשר, **נחמיה שיף**, אומר בגאווה מסוימת כי זה אירוע נדיר בשוק ההון הישראלי כיום. שיף מעריך, כי למחזיקי המניות בחברה יש ביטחון בהשקעתם "כאילו החזיקו איגרות חוב".

"הרווחיות המתמשכת ואופי ניהולה של החברה מבטיחים כי קופת המזומנים שלנו תמשיך ותגדל ותשמש בסיס טוב להתפתחותה העיסוקית של תדיראן קשר". אומר שיף.

יש לכם צבר הזמנות העומד על כ-480 מיליון דולר. לאיזה תקופה יעמוד צבר זה? נחמיה שיף: "צבר ההזמנות שלנו מבטיח מכירות נוספות של כ-50 מיליון דולר עד סוף השנה הזו, כ-200 מיליון דולר בשנת 2003 ועוד כ-230 מיליון דולר בשנת 2004 ולאחריה. אין ספק כי צבר ההזמנות מעמיד אותנו בנקודת פתיחה טובה לשנתיים הבאות."

כ-50 מיליון דולר. החברה פיתחה ומשווקת, בין היתר, משדרים זעירים המאפשרים קריאת מוני מים מרחוק בשווי כ-15 מיליון דולר בשנה.

רכשנו ממוטורולה פעילות לפיתוח וייצור מכשירי קשר בתדר גבוה לטווחים ארוכים. היום פעילות זו מוכרת מוצרים כ-10 מיליון דולר בשנה, כמעט כפול ממכירותיה ערב הרכישה. אחרי אירועי הטרור בארה"ב קיבלנו הזמנה ממשדד החוץ האמריקאי לאספקת מכשירי קשר אלה לטווחים ארוכים (בשווי כ-6 מיליון דולר) כדי שישימשו מערכות גיבוי בשגרירויות שלהם ברחבי העולם.

כיום מהווים מוצרי האלחוט האזרחיים שלנו כ-10% מסך המכירות. אני מאמין שנתח זה יגדל כאשר שוק התקשורת האזרחי יהיה בשל לקלוט את הטכנולוגיות המתקדמות שפותחו עבור השימושים הצבאיים. היום, בגלל משבר התקשורת העולמי, אין לחברות התקשורת האזרחיות את המשאבים הכלכליים לקלוט טכנולוגיות חדשות. למשל, טכנולוגיות להעברת נתונים במהירות רבה. כאשר מפעילי הטלפונים האלחוטיים ירצו להוסיף את תכונת העברת הנתונים המהירה למערכות שלהם הם יפנו, ככל הנראה, אלינו. לנו יש כבר את הטכנולוגיה הזו, אותה פיתחנו עבור השוק הצבאי בהשקעות לא קטנות.

ארה"ב מחמירה את כללי הביקורת והבקרה על חברות בורסאיות

אינו נחשב ל"אדם קשור" ("Affiliated Person") של החברה. על פי ההגדרה הכללית ב-Securities Act of 1934, "אדם קשור" הינו כל אחד מאלה:

1. כל אדם אשר באופן ישיר או עקיף מחזיק ב- 5% מהון המניות של החברה;
2. כל גוף אשר 5% מהון המניות שלו מוחזקים, במישרין או בעקיפין, על-ידי החברה;
3. כל אדם, באופן ישיר או עקיף, שולט, נשלט או מצוי תחת שליטה משותפת ביחד עם החברה;
4. כל נושא משרה, דירקטור, שותף או עובד של החברה.

על פי חוק החברות הישראלי, נדרש כי ועדת הביקורת תורכב מלפחות שלושה דירקטורים, ביניהם שני דירקטורים חיצוניים (ד"צים). באשר לכלל הדירקטורים המכהנים בוועדת הביקורת, חל איסור על כהונת יו"ר דירקטוריון, דירקטור המועסק בחברה או נותן לה שרותים דרך קבע, בעל שליטה או קרובו. באשר לכהונת ד"צ, חוק החברות בישראל מטיל, על הד"צ והחברה, מגבלות, שבעיקרן הן דבקניות ומחמירות לעומת המגבלות המוטלות על הדירקטור העצמאי על פי ה-Sarbanes Oxley Act.

בנוסף, ראוי לציין את השוני הבסיסי בין ד"צ בישראל לבין דירקטור עצמאי בוועדת ביקורת בארה"ב, לפיו, לגבי דירקטור עצמאי בוועדת ביקורת בארה"ב, דרך המינוי אינה שונה מבחירת כל דירקטור, אלא נדרש כי בין הדירקטורים הנבחרים יהיו כאלה אשר תפקידם בהם דרישת העצמאות. לעומת זאת, ד"צ בישראל מתמנה ככזה ברוב מיוחד על ידי האסיפה הכללית ומכהן ככזה לתקופות מוגדרות בחוק. ההגדרה בחוק לעניין תקופת הכהונה ודרך המינוי של הד"צ, מגדילה את אי התלות והעצמאות של הד"צ בישראל.

ב. תפקידי ועדת הביקורת

Sarbanes Oxley Act מסמך את ועדת הביקורת (ולא את דירקטוריון החברה) לפקח, לבחון ולאשר את כל הנושאים הנוגעים בדוחות הכספיים, מצבה הכספי ומערך הכספים של החברה. דומה, כי בבסיס מודל זה קיים הגיון מעשי, הואיל והדירקטוריון אינו בהכרח האורגן המתאים לדון בנושא הדוחות הכספיים, הן בשל העדר הבקיאיות והידע של חלק מהדירקטורים לקרוא ולהבין דוחות כספיים, והן בשל ריבוי הנושאים והתפקידים שבסמכות הדירקטוריון היוצרים עליו ממילא עומס רב. בנוסף, מגולמת בבסיס מודל זה תפיסה לפיה דוחות הכספיים וענייניהם הכספיים של החברה יהיו בפיקוחו של גוף, אשר למרות היותו אורגן של החברה, הינו גוף עצמאי ובלתי תלוי. ועדת הביקורת, לפי ה-Sarbanes Oxley Act, המורכבת כאמור מדירקטורים עצמאיים בלבד, גם אחראית באופן ישיר על המינוי, פיקוח וקביעת התגמול לרואה החשבון המבקש של החברה. הוראה

ב שלהי שנת 2001, העולם נדהם מקריסתה הפתאומית של חברת אנרון. בעוד הכל המומים ומופתעים וכבר מצטרפות אליה מרק, קווסט וורלדקום ונפתח מצעד השערוריות ה"קטנות יותר" בארצי תאגידי הענק בארה"ב, כמו טייקו, גלובל קרוסינג, אדולפיה, זירוקס ואחרות.

השערוריות בחברות אלה ובבתי השקעות בוול-סטריט גרמו להפעלת לחץ ציבורי כבד על בתי הנבחרים והממשל בארה"ב, לפעול בצורה מיידית ונמרצת לבער את השחיתות בענפי הכלכלה שם. לפיכך, בחודש יולי 2002, בתהליך חקיקתי יעיל ומהיר להפליא - תשעה חודשים לאחר שנתגלתה פרשת אנרון ושבעות ספורים לאחר התמוטטות חברות מרק, קווסט וורלדקום - חתם הנשיא בוש על התיקון לחוק ניירות ערך האמריקאי, המכונה בשמם של חבר הקונגרס וחבר הסנאט שהובילו את חקיקתו, להלן: Sarbanes Oxley Act.

התיקון החדש, במרבית מהוראותיו, דורש מה-SEC להתקין תקנות שתאפשרנה את יישומו. ככל הנראה, לתקנות אלו תהיה משמעות רבה בבחינת השלכות על חברות זרות, בכלל, ועל חברות ישראליות, בפרט. עם זאת, כבר עכשיו ברור, כי לפחות לחלק מהוראותיו של ה-Sarbanes Oxley Act תהיה השפעה על חברות המאוגדות לפי דיני ישראל והכפופות לחוק החברות, אשר ניירות הערך שלהן רשומים למסחר באחת מהבורסות בארה"ב. הערכה זו מתחזקת במיוחד לאור הודעתו של יו"ר ה-SEC, מיום 8 באוקטובר, לפיה דומה כי ה-SEC לא יפטור חברות זרות מתחולת ה-Sarbanes Oxley Act.

מבין כלל הוראות ה-Sarbanes Oxley Act, חשוב להתייחס לעיקרי הנושאים הבאים:

ועדת ביקורת

השונות בהרכב ועדת הביקורת ותפקידה על פי ה-Sarbanes Oxley Act, בהשוואה להוראות חוק החברות בישראל, מעלה את השאלה, האם יש לראות בוועדת הביקורת ("Audit Committee") לפי הדין האמריקאי כאותה ועדת ביקורת לפי הדין הישראלי וכיצד ניתן ליישב את הסתירות בין הוראות שתי מערכות הדינים שבענייננו.

א. הרכב ועדת הביקורת

Sarbanes Oxley Act קובע כי חברה תכונן ועדת ביקורת שתורכב מדירקטורים עצמאיים בלבד, בכללם, לפחות מומחה אחד בענייני כספים. תנאי כשירותו של דירקטור עצמאי בוועדת הביקורת ("Independent Director") קובעים כי דירקטור עצמאי יחשב ככזה, אם אינו מקבל כל גמול מעבר לשכר דירקטורים ואם

SARBANES-7 OXLEY ACT OF 2002 השלכות משמעותיות על החברות הישראליות שניירות הערך שלהן נסחרים בארה"ב.

חמת איתן גרינברג, עו"ד
• משרד עו"ד גרוס, קלינהנדלר, חוקק, הלוי, גרינברג ושות'

- כל הזכויות במאמר שמורות למחבר. כל המידע הנכלל במאמר זה הינו בבחינת מידע כללי בלבד ואינו בגדר חוות דעת או ייעוץ משפטי מוסמך.
- על המשתמש לקבל עצה מקצועית לכל פעולה משפטית או אחרת המסתמכת על המאמר.
- המחבר אינו נושא באחריות כלשהיא כלפי הקוראים ו/או המשתמשים במאמר.



אלן גלמן

מנהל כספים, פרטנר

הכללים החדשים הם תגובה קשה לאירועים קשים. חלק מההצעות הן תגובת יתר חמורה לרעידת האדמה שעבר השוק האמריקאי. הבעיה הקשה ביותר בכללים החדשים, המוצעים ע"י הנאסד"ק וה-NYSE, היא הרכב הדירקטוריון, כאשר לא ברורה עדיין ההגדרה של "דירקטור בלתי תלוי" לצורך מינוי כחבר דירקטוריון ולצורך מינוי כחבר בוועדת הביקורת. לחברות ברישום הכפול לא תהיה, כמובן, ברירה, אלא, לעמוד בדרישות של שני השווקים.

הישראל, חברה ישראלית שנסחרת בארה"ב תדרש לפעול בהתאם לשתי מערכות הדינים. לפיכך, החברה תדרש לאשר את מינוי של רואה החשבון המבקר הן על-ידי ועדת הביקורת והן על-ידי האסיפה הכללית. כמו כן, יהיה עליה לאשר את שכרו של רואה החשבון המבקר הן על-ידי ועדת הביקורת והן על-ידי האסיפה הכללית או הדירקטוריון. גם לעניין הדוחות הכספיים יהיה על החברה לקיים דיון כפול ולאשרם הן בוועדת הביקורת והן בדירקטוריון. ועדת הביקורת, בעניינים אלו, תצטרך לקיים את דרישות ההרכב על פי הדין בארה"ב.

הדירקטוריון

על פי ההצעות של ה-NYSE וה-NASDAQ, בחברות הרשומות בהן למסחר, על רוב חברי הדירקטוריון להיות "עצמאיים". דרישה זו לא תחול מקום בו מעבר ל-50% מההון המונפק של החברה מוחזק בידי יחיד או בידי קבוצה אחת.

ככל העולה מהצעות הבורסות ה"ל", תנאי הכהונה שיחולו על דירקטור "עצמאי" המכהן בדירקטוריון החברה פחות מחמירים מתנאי הכהונה הנדרשים מדירקטור "עצמאי" בוועדת הביקורת. על פי הצעות אלו, דירקטור עצמאי שאינו חבר בוועדת הביקורת יוכל, בתנאים מסוימים, לקבל שכר מעבר לשכר דירקטורים וכן להחזיק בכמות משמעותית של מניות החברה, מבלי שתפגע כשירותו לכהן כדירקטור עצמאי.

דיווח רואה החשבון המבקר

ההבדל בין שתי מערכות הדינים - בנוגע לעבודת רואה החשבון, דוח רואה החשבון והקשר בינו לבין החברה - משתקף בגוף המאשר את הדוחות הכספיים.

בעוד הדין האמריקאי רואה בוועדת הביקורת את האורגן המתאים לדיון ואישור הדוחות הכספיים, הדין הישראלי רואה בדירקטוריון את האורגן המתאים לכך וקובע במפורש שאין להאציל לוועדת הדירקטוריון את סמכות אישור הדוחות הכספיים.

על מנת לאפשר לחברה ישראלית שניירות הערך שלה נסחרים בארה"ב ליישב בין שתי מערכות הדינים, רואה החשבון המבקר ידרש לדווח הן לדירקטוריון והן לוועדת הביקורת ובשני הגופים יתקיים דיון נפרד.

על פי ה-Sarbanes Oxley Act, לוועדת הביקורת הסמכות להעסיק יועצים על חשבון החברה, לרבות יעוץ עצמאי. על פי הדין הישראלי, לצורך ביצוע תפקידו, זכאי כל דירקטור, במקרים מיוחדים, לקבל יעוץ מקצועי על חשבון החברה, אם כיסוי ההוצאה אושר על-ידי דירקטוריון החברה או על-ידי בית המשפט. השיקולים שיעמדו בפני בית המשפט, בבוא

זו מפחיתה, באופן מובהק, את הזיקה בין רואה החשבון לבין הדירקטוריון והנהלת החברה ומגבירה את יכולת הפיקוח על פעולות הדירקטוריון והנהלת החברה.

לעומת זאת, חוק החברות הישראלי, קובע כי אישור הדוחות הכספיים הינו בסמכותו הבלעדית של הדירקטוריון ובכלל זה הדירקטורים "הנגועים" ואף אלה המנהלים באופן שוטף ויומיומי את ענייני החברה. תפקידה של ועדת הביקורת, לפי הדין הישראלי, הינו לעמוד על ליקויים בניהול העסקי של החברה. בנוסף, מוקנה לוועדת הביקורת תפקיד הדומה לזה של ועדת דירקטורים חיצוניים הנהוגה בארה"ב, לבחון ולאשר עסקאות ניגוד עניינים (עסקאות עם בעלי ענין/או בעלי שליטה) וכן אישור פעולות שיש בהן הפרת אמון של נושא משרה.

על פי הדין הישראלי, רואה החשבון המבקר ימונה על-ידי האסיפה הכללית של החברה ושכרו עבור פעולות ביקורת יקבע על ידי האסיפה הכללית או הדירקטוריון, תוך הגדרת דרישות שיבטיחו את עצמאות המבקר.

ג. כיצד ניתן ליישב בין שתי מערכות הדינים?

תחולה סימולטנית של הוראות ה-Sarbanes Oxley Act וחוק החברות בישראל על חברה ישראלית שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה בארה"ב, יוצרת לכאורה, הכבדה של ממש בפעולתה של החברה.

חשוב לציין, כי יתכן והקלה מסוימת תמצא, בכל זאת, בתקנות ובכללים שיתקין ה-SEC, באופן שייקל על חברות זרות מחלק מהחובות הקבועות ב-Sarbanes Oxley Act או לפחות יתיר להן לפעול בעניינים מסוימים בהתאם לחוקי מדינתם. כמו כן, יתכן גם שיותקנו תקנות בישראל מכח חוק החברות שייקלו על חברות ישראליות שנסחרות בארה"ב לקיים את שתי מערכות הדינים הכפולות לכאורה. בשלב זה, ניתן להצביע על מספר דרכי פעולה שעשויות לסייע בידי חברה ישראלית הנסחרת בארה"ב:

לעניין הרכב הוועדה - אם אכן נראה בוועדת הביקורת ("Audit Committee") לפי ה-Sarbanes Oxley Act, כאותה ועדת ביקורת לפי חוק החברות בישראל, כי אז חברה ישראלית הנסחרת בארה"ב תדרש למנות לכהונה בוועדת הביקורת, בנוסף לשני הדח"צים, לפחות דירקטור אחד שעומד בתנאים הנדרשים מדירקטור עצמאי על פי ה-Sarbanes Oxley Act וכן לוודא שלפחות דירקטור אחד יהיה מומחה בענייני כספים. בבסיס הצעה זו עומדת ההנחה לפיה הדח"צ בישראל ממלא את דרישות הדירקטור העצמאי על פי ה-Sarbanes Oxley Act. יש לציין, כי לא מן הנמנע, שהפרקטיקה שתפתח תחייב חברות הכפופות למערכת הדינים הכפולה, בסופו של דבר, לכוון ועדת ביקורת נוספת שתקיים את דרישות ה-Sarbanes Oxley Act, לצד ועדת הביקורת כמשמעותה בחוק החברות.

לעניין תפקידי הוועדה - בשל קיומו של שוני בסיסי בין תפקידי ועדת הביקורת על פי ה-Sarbanes Oxley Act לבין תפקידי ועדת הביקורת לפי חוק החברות

רבע כחול - ישראל בע"מ

צבי בוצ'מן

מנהל כספים, הריבוע הכחול

אין ספק שהכללים החדשים שנחקקו בארה"ב קשים ומחמירים לעומת הכללים הישראליים. יש להתארגן ולמסד את כל הבקורות כולל תיעוד פנימי מתאים - כדי שההצגה החתומה של המנכ"ל וה-CFO אכן תעשה לאחר בדיקה ואימות נכדוש. הבעיה העיקרית היא שמנכ"ל החברה וועדת הביקורת צריכים להכיר היטב את כל הנושאים הקשורים בדוחות הכספיים ולבדוק שהבקרה הפנימית מספקת. בחברות גדולות הנושא מורכב וכדאי ידע מעמיק של התהליכים השונים, וזה יהיה קשה לביצוע לנושאי משרה שאינם רואי חשבון מנוסים.

המשך בעמוד הבא <<

אמיר הראל

מנהל כספים, טאוור



<< המשך מעמוד קודם

ראשית אציין כי גם לפני הצגתם של החוקים החדשים, היה ברור לי כ-CFO של חברה ציבורית (ואני משוכנע שכך הדבר גם אצל עמיתי ה-CFOs) שיש לי אחריות מלאה על הדוחות הכספיים של החברה וכו'. ולכן אין בכך חידוש, אם כי יש חידודים, הדגשות והחמרה בסנקציות במקרה של אי קיום החוקים.

התחושה הכללית שבעקבות השחיתויות הלכו רחוק מדי. לדוגמה, אסרו באופן מוחלט על מתן הלוואות ודירקטורים ונושאי משרה, כך שלאורה אסור אפילו לתת מפרעה חודשית לנושא משרה זה בראה קצת מרחיק לכת, אם כי ברור על איזה רקע נקבעו הכללים. הכללים גם משפיעים על עוצמתה של ועדת הביקורת ומשנים את שווי המשקל בין ועדת הביקורת והדירקטוריון. וועדת הביקורת, שתכלול רק דירקטורים עצמאיים, תהיה בעלת כוח רב יותר מאשר כיום.

יש להניח שבכל חברה קיימים נהלי בקרה פנימיים ובעקבות שינוי הכללים הם יוחמרו. יש לקוות שהשינויים יהיו סבירים ולא יהפכו לנהלים דרקוניים שיסרבלו את הפעילות השוטפת ויגרמו לעלויות מיותרות. ולבסוף - בחלק מהמקרים - עדיין לא ברור האם יחולו "גזירות" אלו גם על חברות זרות הנסחרות בחו"ל וגם אם כן ממתי יהיו בתוקף.

להחליט בבקשה כאמור, הם בין היתר, האם מומחי החברה אינם מספקים את הסיוע הנדרש ואת סבירות הכנסה המבוקש.

צירוף הצהרת CEO ו-CFO לדוחות הכספיים

ה-Sarbanes Oxley Act קובע כי כל דוח כספי, שנתי או רבעוני, שיוגש ל-SEC יכלול הצהרה בדבר נכונותו של הדוח והערך פרטים מטעים.

ההצהרה תוגש ל-SEC כשהיא חתומה בידי המנכ"ל (CEO) ואיש הכספים הבכיר בחברה (CFO). כמו כן, תוגש הצהרה לפיה לא הושמט כל פרט מהותי הנחוץ לעריכת הדוחות ובניסוחם שנערכו וכי חותמי הדוח גילו לרואה החשבון והמבקר כל מידע רלוונטי - לרבות מרמה בה היו מעורבים מנהלים או עובדים אחרים - בין מהותי ובין לאו. בנוסף, נדרשת התייחסות לקיומה, ביצועה וממצאיה של מערכת הביקורת הפנימית בחברה ולכן שהדוח עומד בדרישות חוק ניירות הערך ומשקף, בכל מובן מהותי, באופן נאות, את מצבה הכספי ותוצאות פעילותה של החברה.

ה-CEO Sarbanes Oxley Act קובע כי מי שיפר בידועין את ההוראות לעיל, צפוי לקנס של עד מליון דולר ולעונש של עד עשר שנות מאסר, ואם ההפרה נעשתה בזדון, אזי הקנס יכול להגיע לעד חמישה מליון דולר והעונש לעד עשרים שנות מאסר.

בשונה מכך, חוק החברות קובע כי אישור הדוחות הכספיים וחתמתם הם בסמכותו הבלעדית של דירקטוריון החברה. על פי תקנות ניירות ערך בישראל, דוחות כספיים ביניים, יחתמו בידי יו"ר הדירקטוריון או המנכ"ל (אם הוא דירקטור) ובידי ה-CFO.

ככלל, אחריות נושא המשרה לדוחות הכספיים של החברה, על פי הדין הישראלי, מוסדרת במסגרות הרחבות של חובת הזהירות וחובת האמון שחב נושא המשרה, כאשר הפרת חובת זהירות הינה עוולה נזיקית והפרת חובת אמון, כמוה כהפרת חובה. בהתאם לכך, הדין בישראל מאפשר, בכפוף לסייגים, להגיש תביעות שונות, לרבות ייצוגית ובגדרות כנגד נושא המשרה שהפר חובה מחובותיו האמורות.

במידה וחובת צירוף הצהרת CEO ו-CFO, על פי ה-Sarbanes Oxley Act, תחול גם על חברה ישראלית שניירות הערך שלה רשומים למסחר בארה"ב, עשוי להיווצר מצב בו נורמות האחריות החלות על נושא המשרה בחברה ישראלית ודרכי התביעה כלפיו יגזרו בפועל ממקום רישומם למסחר של ניירות הערך של החברה.

חילוט רווחים ומענקים

על פי ה-Sarbanes Oxley Act, במידה והחברה תערוך "הצגה מחדש" ("Restatement") לדוחותיה הכספיים - כתוצאה מיישום לא נאות של הכללים החלים על עריכת הדוחות - המנכ"ל ואיש הכספים הבכיר בחברה יחוייבו להחזיר מענקים וטובות הנאה - לרבות כתוצאה ממכירת ניירות ערך של החברה - מהם נהנו בהתבסס על הדוחות, לפני שנערכו מחדש. הוראה זו

תקופתיים ומיידיים.

יצירת אמצעי בקרה פנימיים

Sarbanes Oxley Act מורה על כינונה של מערכת ביקורת פנימית בחברה - אשר מבצעה יהוו חלק מהמערכת הארגונית של החברה - ובכלל זה גם דיווח על יישומה ודרכי פעולתה. על בסיס הכללים שיקבעו על ידי ה-SEC, תקבע אחריות ההנהלה לעצב, לקבוע וליישם את כללי הבקרה.

בדין הישראלי, קיים מנגנון של מבקר פנימי, לפיו מבקר פנימי ממונה על ידי הדירקטוריון, בהתאם להמלצת ועדת הביקורת והוא מדווח ליו"ר הדירקטוריון, למנכ"ל וליו"ר ועדת הביקורת.

בכפוף לכללים שתפרסם ה-SEC, דומה כי בנוגע לבקרה הפנימית בחברה, ניתן יהיה ליישב בין שתי מערכות הדינים בדרך של אימוץ מערכת בקרה פנימית כפולה או במידת האפשר, יישום כללי הבקרה הפנימית של שתי מערכות הדינים שתיקיימו במנגנון בקרה אחד.

עורך הדין כשומר

על פי ה-Sarbanes Oxley Act, חובתו של כל עורך דין הפועל עבור חברה, לדווח למנכ"ל או ליועץ המשפטי של החברה על כל הפרה מהותית של דיני ניירות ערך או חובות האמון כלפי החברה, אשר בוצעה על-ידי החברה או מי מעובדיה.

אם לאחר הדיווח האמור לא ננקטו צעדים לריפוי ההפרה, עורך הדין יחוייב לדווח על מידע זה לוועדת הביקורת של החברה או לוועדה של דירקטורים עצמאיים.

דומה כי דרישה זו עשויה, בסופו של דבר, לפנוע בעבודת עורך הדין בחברה, בשל הימנעות עובדי החברה לפנות לעורך הדין, עקב החשש שהפניה לא תשמר חסויה.

סיכום

מעשה החקיקה החדש בארה"ב מציב רף גבוה חדש של קוד התנהגות להנהלות החברות וקובע כללים שיש בהם כדי להגביר את עצמאות ועדת הביקורת - מחד, ולהדק את המשטר התאגידי - מאידך, והכל תוך יצירת מנגנוני שקיפות ויכולות בקרה ופיקוח בסטנדרטים גבוהים יותר. בכל הנוגע לחברות ישראליות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה בארה"ב, תהיה ככל הנראה, תחולה דואלית של ה-Sarbanes Oxley Act והדין הישראלי. בחלק מהמקרים, שתי מערכות דינים אלו תוכלנה לדור בכפיפה אחת, כך שהחברות תאמצנה בפועל, בד בבד ובמצטבר, את דרישות שתי מערכות הדינים. ניתן להניח, כי ה-Sarbanes Oxley Act תהיה השפעה עצומה על נורמות ההתנהלות של החברות גם מעבר לאוקיינוס. נורמות ודפוסי התנהגות חדשים של בקרה, פיקוח, אי-תלות ועצמאות נושאי המשרה וגופים מנהלים בחברה יחללו ויכו שורשים, במישרין ובעקיפין, גם בדיני התאגידים המקומיים. לפיכך, על החברות במקומותינו לצפות ולהתאים עצמן לשינוי הנורמטיבי העומד בפתח.

אמסטרדם, 31 באוגוסט 1602 שם התחיל הכול

מאת **שאול ברונפלד**

הרחוק וכאשר זו חזרה (אם לא טבעה בדרך) נמכרו התבלינים שנשאה והתמורה התחלקה בין השותפים. ב-VOC נשאר הון בעלי המניות בחברה למשך תקופה ארוכה והדבר חייב למסד את היחסים עם בעלי המניות ולהגן עליהם. ה-Corporate Governance אופיין על ידי הדרישות הבאות:

1. המנהלים השקיעו סכומים נכבדים בהון המניות של ה-VOC.
2. למנהלים אסור היה לעשות עסקאות עם החברה, או לצידה, וקניית סחורות מהחברה הותרה רק במסגרת מכרז פומבי.
3. החברה התחייבה לפרסם דוחות כספיים, לפחות פעם בעשר שנים.
4. הדיקטוריון מנה 17 חברים ותקופת כהונה של דיקטטור הוגבלה ל-3 שנים.



יצוין כי התשואה השנתית הממוצעת (דיבינד ורווחי הון) במשך שנות קיום החברה היתה 18.5%! מספר בעלי המניות לא היה גדול. בעת ההנפקה הראשונה (IPO) לא עלה מספרם על 2000 והם כללו סוחרים גדולים, בעלי מקצועות חופשיים, אומנים, ואפילו עוזרות בית.

הנפקת מניות VOC הפכה את הבורסה של אמסטרדם לבורסה הראשונה בעולם שבה נסחרו גם מניות. עד 1602 נסחרו באמסטרדם סחורות וחוזים עתידיים על סחורות במסגרת בורסה מאורגנת, שכלליה נקבעו על ידי מועצת העיר. המסחר במניות התבצע באמצעות ברוקרים שהפגישו, פיזית, בין קונים ומוכרים ואחרי קביעת תנאי העסקה הועברו המניות, מהמוכר לקונה, במשרדים של VOC. יחידת המסחר היתה 3000 גילדר, סכום משמעותי, והשערים נקבו כאחוזים מהערך הנקוב (כמו בבורסה של תל אביב עד למעבר ל"רצף").

מניפולציות בשערי המניות אינן המצאת המאה ה-20. כבר ב-1605 קונסורציום של ספקולקטים, בראשות איסק לה מאיירה, מכר בחסר כמות גדולה של מניות VOC מתוך תקווה להוריד את שערי המניות ולקנות אותן בזול ולכסות את מכירת החסר. תגובת הממשלה: ב-1610 נאסר לבצע מכירה בחסר, אך הוראה זו התגלתה כבלתי ניתנת לאכיפה. דרך רבה עברו שוקי המניות והחברות הבורסאיות ב-400 השנים האחרונות. אולם את כל היסודות המרכיבים שוק מניות מודרני ניתן למצוא בבורסה של אמסטרדם כבר ב-1602. חמישים שנה לאחר מכן החל המסחר במניות בלונדון וכל השאר הוא היסטוריה.

לפני 400 שנה בתולדות המין האנושי, מניות בשוק מאורגן. ב-31 באוגוסט 1602 נשלמה בהצלחה הנפקת המניות של החברה ההולנדית הנכבדה להודו המזרחית, Des Verenigde Oostindische Compagnie או בקיצור VOC, והמניות בערך נקוב של 6.4 מיליון גילדר החלו להיסחר בבורסה של אמסטרדם.

החברה נכנסה להיסטוריה בזכות חידושים משפטיים ומימוניים, שהשתלבו במודל עסקי חדש של חברת ספנות וסחר עם המזרח הרחוק. VOC התאפיינה על ידי שילוב החידושים המופלגים הבאים:

1. החברה היתה ישות משפטית בערבות מוגבלת.
2. הון החברה הועמד לרשותה, על ידי בעלי המניות, לתקופה ארוכה.
3. נוצרה הפרדה בין המנהלים לבין בעלי המניות וזו חייבה יצירת מנגנוני Corporate Governance, שיעגנו את היחסים בין שתי הקבוצות.
4. ניתן היה להעביר את המניות.

הרקע הכלכלי-מדיני להקמת ה-VOC היה הרצון של הולנד להיות גורם מרכזי בסחר עם המזרח הרחוק, פעילות שעד המאה ה-17, נשלטה על ידי ספרד ופורטוגל. באותה עת יבוא תבלינים, משי, וסחורות אקזוטיות אחרות היה תחום עתיר תשואה (אך גם סיכון) והיזמים ההולנדיים רצו לכבוש אותו. לשם כך היה צורך לרכז את המשאבים בחברה אחת, גדולה, להימנע מתחרות בין היזמים ההולנדיים ולהתלכד נגד הסוחרים הספרדיים והפורטוגזיים.

היום מדובר על הפרטת שירותים כלכליים כגון תחבורה, בריאות וכי' אולם בעידן המסעות והגילויים גם פונקציות ממלכתיות, כמו מדיניות חוץ ובטחון הואצלו לסקטור העסקי. השליט ההולנדי העניק ל-VOC מונופול על הסחר ההולנדי עם המזרח הרחוק והחברה הצטיידה בעשרות ספינות מסחר נושאות תותחים והקימו מושבות ומאחזים ברחבי המזרח הרחוק, תוך שאנשיה מנהלים מלחמות, במשמעות הפשוטה של המילה, במתחרים מחצי האי האיברי. במילים אחרות, המודל העסקי של VOC שילב בעלות על אוביות, הפעלתן, סחר עם המזרח הרחוק, ניהול מלחמות עם מתחרים, והקמת מושבות וניהולן. החברה התקיימה במשך כ-200 שנה אך שקיעת הולנד כמעצמה קולוניאלית, והשתלטות בריטניה על הודו תוך הרחבת השפעתה במזרח הרחוק, הביאו לפירוקה בסוף המאה ה-18.

המבנה המשפטי החדשני של VOC בולט בהשוואה לצורות התאגדות קודמות, שדמו לשותפויות מוגבלות לחיפוש נפט בימינו. גיוס הון ממשקיעים-שותפים מימן משלוח אונייה בודדת עם סחורות למזרח



החלטות דירקטוריון הבורסה ואישורי הרשויות*

ביטול עסקאות במסחר עקב טעות או תקלה

דירקטוריון הבורסה החליט לעגן את ההנחיות הזמניות בדבר ביטול עסקאות, בתקנון הבורסה ובהנחיות על-פיו, תוך עריכת שינויים כמפורט להלן:

א. שינויים בכללים ל"ביטול אוטומטי":

1. ביטול עסקאות המשפיעות על מדדים קובעים - בשיקול דעת בלבד
ביטול עסקה המשתתפת בחישוב שער הנעילה אינו רצוי, מפני ששער הנעילה משמש בסיס לחישובים שונים, ובכלל זה חישוב מדדים קובעים. קיימת אפוא, רגישות גבוהה לעסקאות במניות הכלולות במדד ת"א-25 ואשר משפיעות על שער הנעילה.
לפיכך **הוחלט** שלא לאפשר "ביטול אוטומטי" של עסקאות במניות אלה, אם הן משפיעות על שער הנעילה. זאת, אף אם העסקה עומדת בכל יתר התנאים ל"ביטול אוטומטי". עסקאות מסוג זה ניתן יהיה לבטל רק על פי שיקול דעתו של מנכ"ל הבורסה.
2. הקטנת סטיית השער המזערית
שיעור סטיית השער של עסקה שגויה, הקבוע בהנחיות הזמניות, משער העסקה האחרונה שבוצעה בנייר הערך, המהווה תנאי ל"ביטול אוטומטי" של עסקאות, הנו גדול מדי וניתן לראות טעויות ברורות, גם בסטיות קטנות יותר.
לפיכך **הוחלט** להקטין את שיעור סטיית השער המזערי, המהווה תנאי ל"ביטול אוטומטי" של עסקאות, בשל שגיאה בהגבלת השער הנובעת מטעות טכנית או מתקלה טכנית.
3. קיצור משך הזמן לקבלת בקשה לביטול עסקה שגויה
למהירות קבלת החלטה על ביטול עסקה ולמהירות פרסום ההחלטה, יש השפעה מהותית על המשקיעים, בפרט בנגזרים. ככל שהבקשה לביטול העסקה מגיעה לבורסה מוקדם יותר, כך ניתן לצמצם את היקף הנזק שעלול להיגרם למשקיעים, כתוצאה מהעסקה השגויה או מביטולה.
לפיכך **הוחלט**, לקצר את משך הזמן לקבלת בקשה לביטול עסקה שגויה, על מנת שניתן יהיה לבטלה במסגרת ה"ביטול אוטומטי", באופן שהחבר יודיע לבורסה (בטלפון) על העסקה השגויה לא יאוחר מ-20 דקות ממועד ביצועה (במקום 30 דקות), ועל ההודעה בכתב להגיע לבורסה לא יאוחר מ-40 דקות ממועד ביצועה (במקום 60 דקות).

ב. פרסום הודעה על החלטת הבורסה שלא לבטל עסקה, שלגביה התקבלה בקשת ביטול **הוחלט** כי הבורסה תפרסם "הודעה מתפרצת" גם כאשר הוחלט שלא לבטל עסקה, וזאת בנוסף להודעה שנמסרת לחבר הבורסה המבקש את הביטול ובמידת האפשר גם לחברים שהיו צד נגדי לאותה עסקה, ובכך יימנע מצב של אי-ודאות בקרב המשקיעים.

ג. ביטול עסקה ששני הצדדים הגישו בקשה לבטלה ופרסום עילת הביטול **הוחלט** כי במקרה שמוגשת לבורסה בקשה לביטול עסקה על ידי שני הצדדים לעסקה (בין אם מדובר באותו חבר ובין אם לאחר שהחבר ששגה מקבל מהבורסה את פרטי החבר הנגדי ומצליח לקבל את הסכמתו לביטול העסקה), במסגרת הודעת הבורסה על הביטול, תפורסם גם העובדה כי עילת ביטול העסקה היא בקשת שני הצדדים.

ד. טופס אחיד לבקשות לביטול עסקה
נקבע טופס אחיד להגשת בקשות לביטול עסקה. הטופס נבנה על בסיס הפרטים שהחברים נדרשים להעביר בכתב לבורסה, כקבוע בהנחיות הזמניות.

ההחלטה התקבלה בישיבת דירקטוריון הבורסה ביום 19.9.02 וטעונה אישור הרשויות כקבוע בחוק ניירות ערך.

שינוי הכללים להפעלת "מנתק זרם" במסחר הפתיחה

דירקטוריון הבורסה החליט לשנות את הכללים להפעלת "מנתק זרם" במסחר הפתיחה, באופן שמסחר הפתיחה לא יתקיים אם צפויה "תנודה חדה" של 12% או יותר במדד ת"א-25. התנודה הצפויה תימדד על פי השינוי במדד התיאורטי האחרון המחושב לפני מסחר הפתיחה, לעומת מדד הבסיס לאותו יום. שינוי זה נדרש בעקבות ההחלטה לאפשר, במסחר הפתיחה, תנודת שער של עד $\pm 35\%$ משער הבסיס של מניה, ובשל העובדה, שהתנודה המקסימלית של מדד ת"א-25 במערך התרחישים של מסלוקת מעו"ף היא $\pm 16\%$ ביחס למדד הבסיס, בלבד.

מטרת השינוי היא למנוע פגיעה וביציבות חברי הבורסה וביציבות הפיננסית של מסלוקת מעו"ף, בשל היעדר ביטחונות מספיקים, במקרה של תנודה חדה במדד הפתיחה.

התיקונים יכנסו לתוקף לאחר סיום ההיערכות הטכנית.

ההחלטה התקבלה בישיבת דירקטוריון הבורסה ביום 19.9.02 וטעונה אישור הרשויות כקבוע בחוק ניירות ערך.

ביטול החברות בבורסה של בנק למסחר בע"מ (בפירוק)

דירקטוריון הבורסה החליט בישיבתו ביום 19.9.02 לבטל את חברותו של בנק למסחר בע"מ, וזאת בעקבות הוראת בית המשפט המחוזי בתל-אביב מיום 2.9.2002 לפירוק הבנק.



* הנוסח שלהלן מהווה תמצית של ההחלטות העיקריות. הנוסח המלא של כל החלטות דירקטוריון הבורסה, ואישורי שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת לתיקונים בתקנון הבורסה, מוצג באתר הבורסה (www.tase.co.il) והוא הנוסח המחייב.

ירידות שערים ומחזורי מסחר נמוכים בתל אביב ובבורסות בעולם

והסתכמו בכ-0.9 מיליארד שקל, לעומת כ-0.6 מיליארד שקל באוגוסט. מתחילת השנה מסתכמים הפדיונות בקרנות השקליות בכ-14 מיליארד שקל.

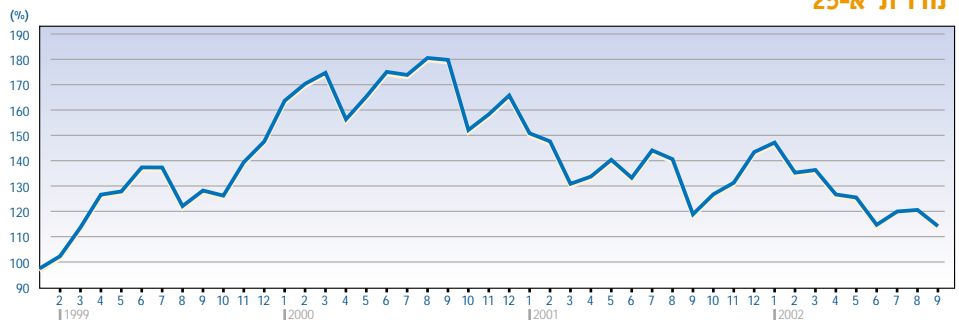
בשוק הראשוני בוצעו ארבע הנפקות, במסגרתן גייסו חברות ותיקות כ-52 מיליון שקל. כ-50 מיליון שקל גייסה **חבס** בהנפקת זכויות. בשלושת ההנפקות הנוספות הונפקו לציבור כתבי אופציה בלבד, כך שגיוס ההון לחברות יתבצע עם מימושן למניות. כמו כן, בוצעו החודש ארבע הקצאות פרטיות, במסגרתן גוייסו כ-35 מיליון שקל. ביניהן, הקצאה שביצעה **אי.בי.אי חיתום** בסך 21 מיליון שקל לפועלים שוקי הון, במסגרת ריכוז פעילותה בתחום החיתום, בחברה. בשוק איגרות החוב גייסה **חברת החשמל** כ-333 מיליון שקל, בהקצאה פרטית של איגרות חוב צמודות למדד, למשקיעים מוסדיים.

החודש גייסה הממשלה כ-2.0 מיליארד שקל באמצעות הנפקת איגרות חוב, רובן לא צמודות, לעומת כ-3.4 מיליארד שקל באוגוסט. פדיונות איגרות החוב, לא כולל ריבית, הסתכמו בכ-0.8 מיליארד שקל. כלומר, גיוס הנטו הסתכם בכ-1.2 מיליארד שקל לעומת כ-0.8 מיליארד שקל, באוגוסט. החודש הגיעו למימוש סופי שלוש סדרות של כתבי אופציה למניות, שמימושן הזרים לחברות כ-78 מיליון שקל. רוב הסכום, כ-57 מיליון שקל, גוייס בדרך זו על-ידי **תדיראן קשר**. שתי סדרות נוספות פקעו ללא הזרמת הון לחברות.

בחודש ספטמבר ירדו שערי המניות במוצע בכ-4.9%. מדד ת"א-25 ומדד ת"א-100 ירדו בכ-7.7%, מדד התל-טק, שהושפע מהירידות בנאסד"ק, ירד בכ-11.3% ומדד היתר ירד בכ-2.3%. מדד איגרות החוב ירד החודש בכ-1.4%. מחזור המסחר היומי במניות הסתכם בכ-163 מיליון שקל בלבד, לעומת כ-180 מיליון שקל באוגוסט. מחזור המסחר היומי באיגרות חוב עלה והסתכם בכ-610 מיליון שקל, לעומת כ-540 מיליון שקל בחודש שעבר. עיקר העליה במחזורי המסחר החודש נרשמה באיגרות החוב הממשלתיות, הבלתי צמודות. במק"מ נרשמה פעילות ערה ומחזור המסחר היומי הסתכם בכ-380 מיליון שקל, לעומת כ-335 מיליון שקל במוצע מתחילת השנה. באופציות הדולריות הוכפלה הפעילות לעומת החודש הקודם, בעקבות התנודתיות והפיחות בשעור של כ-4.5% במהלך ספטמבר. מחזור המסחר היומי, שהסתכם בכ-50 אלף יחידות, היה דומה למוצע מתחילת השנה.

המחזור היומי באופציות על מדד ת"א-25 הסתכם בכ-93 אלף יחידות, בדומה לחודש שעבר. בקרנות הנאמנות המנייתיות נכלמו הפדיונות (נטו) כמעט לחלוטין, לאחר שלושה חודשים של פדיונות מצטברים של כ-2.6 מיליארד שקל. בקרנות האג"ח פחתו הפדיונות והסתכמו בכ-0.8 מיליארד שקל, לעומת כ-1.1 מיליארד שקל בחודש שעבר. מאידך, בקרנות השקליות התגברו הפדיונות (נטו)

מדד ת"א-25



הנפקות עיקריות		גיוס מיידי	גיוס עתידי*	פרטי ההנפקה
(מיליון שקל)				
שוק המניות	אלרן החזקות	233	הנפקת זכויות - כתבי אופציה למניות	
	אלרן השקעות	117	הנפקת זכויות - כתבי אופציה למניות	
	חבס	50	הנפקת זכויות - מניות	
	אי.בי.אי. חיתום	21	הקצאת מניות ל"פועלים שוקי הון"	
שוק איגרות החוב	חברת החשמל	333	הקצאה למשקיעים מוסדיים - אג"ח	

* התמורה הצפייה ממימוש כל כתבי האופציה שהונפקו



נתונים עיקריים ספטמבר 2002

הבורסה בתל-אביב

2001	ספטמבר 2002	ינואר-ספטמבר 2002
-9.3%	-25.0%	-7.9%
-8.7%	-24.6%	-7.4%
-27.8%	-37.4%	-11.3%
-6.6%	-19.7%	-4.9%
13.2%	-2.3%	-1.4%
270	238	163
550	802	610
207	333	378
110	118	93
25	50	49
7,351	2,722	166
39,546	30,753	2,047
2,679	4,028	333
254.3		202.2
181.0		188.2
13.4		15.7
649		635

מדדים עיקריים

- ת"א-25
- ת"א-100
- תל-טק
- מניות והמירים
- איגרות חוב
- מחזור יומי (מיליוני שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב
- מלווה קצר מועד
- אופציות מדד ת"א-25 (אלפי אופציות)
- אופציות דולריות (אלפי אופציות)
- הנפקות (מיליוני שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב ממשלתיות (ברוטו)
- איגרות חוב קונצרניות
- ערך שוק (מיליארדי שקלים)
- מניות והמירים
- איגרות חוב ממשלתיות
- איגרות חוב קונצרניות
- מספר חברות בורסאיות

צד קשר

E-mail: info@tase.co.il
 טל: 03-5677405
 פקס: 03-5105376
שאלות, תגובות והצעות יתקבלו בברכה!

מדדי מניות בעולם

2001	ספטמבר 2002	ינואר-ספטמבר 2002
-7.1%	-24.2%	-12.4%
-21.1%	-39.9%	-10.9%
-18.6%	-23.0%	-11.3%
-23.8%	-40.2%	-25.4%
-33.1%	-3.9%	-5.3%
-17.0%	-32.0%	-11.9%

- שם המדד
- ניו-יורק דו-ג'ונס DOW JONES
- נאסד"ק
- לונדון FTSE 100
- פרנקפורט DAX
- טוקיו NIKKEI 225
- ת"א-25**

לתשומת לב הקורא!
 הנתונים והחישובים המתפרסמים בירחון זה לוקטו ממקורות רשמיים, מן החברות ומרשומי הבורסה, אך עם זאת אין הבורסה, עובדיה והפועלים מכוחה או עברה אחראים לשלמות התיאור או לכל אי-דיוק, שגיאה, שהיא ללא יוצא מן הכלל.
נתוני הירחון מיועדים לשימוש הקורא. לא תתבצע מכירת נתונים או הפצתם בין בתמורה ובין בלא תמורה וכל פרסום ברשות הבורסה מחייב איזכור מקור הנתונים.
 מסקנות ודעות המובעות במאמרים חתומים אינן מחייבות את הבורסה.