

# רישום כפול של ניירות ערך

מאת

עמיר ליכט\*

רשימה זו מציגה מסגרת אנליטית שיטתית להבנת ההיבטים הרגולטיביים של הסדר הרישום הכפול שנקבע בתיקון 21 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח1968-. ההסדר משקף גישה רגולטיבית חדשנית – "הכרה חד צדדית" – שבמסגרתה נסוג המחוקק מפני הסדרי פיקוח שמקורם בדין מדינה זרה ונותן להם תוקף בדין המקומי. נקיטת גישה זו הייתה הכרחית אל נוכח האיום הממשי המרחף על המשך קיומו של שוק ניירות הערך בישראל, אך יישומה בפועל כרוך באתגרים עיוניים ומעשיים כאחד. הרשימה דנה באתגרים העיקריים הניצבים בדרך ליישום ההסדר ומציעה גישות שונות להתמודדות עמם.

**מבוא. ב. היבטי רקע.** 1. טעמים כלליים לרישום זר; 2. רישום זר על ידי מנפיקים ישראלים; 3. יחסי גומלין בין שוקי המניות של ישראל לאלה של ארצות-הברית; 4. **היבטי מדיניות.** 1. תולדות החקיקה; 2. התכלית החקיקתית; 3. רציות ההסדר; 4. השפעת ההסדר על מארג הדין הכללי; 4. **עיקרי ההסדר.** 1. עיקרון ההכרה החד-צדדית; 2. תחולת ההסדר על תאגידי-חוץ; 3. תחולת ההסדר על תאגידי זרים; 4. היקף חובת הגילוי; 5. אחריות; 6. **מקומו של הדין הזר בדין הישראלי.** 1. הצגת הסוגייה; 2. גישות אפשריות לפתרון; 3. רציות הגישות השונות; 4. ההיבט הראייתי; 7. **מעשי חוץ וברירת הדין.** 1. מבוא; 2. הליכים פליליים; 3. התדיינות אזרחית; 4. **אכיפה מנהלית.** 8. **סיכום.**

---

\* מרצה, המרכז הבינתחומי הרצליה. תודה ליורם מרגליות, למירי כץ, לסם ברונפלד ובמיוחד לחברי מערכת **משפטים** על הערותיהם המועילות לנוסחים קודמים. המחבר היה מעורב חלקית בשלבים המאוחרים של גיבוש הסדר הרישום הכפול; העמדות המובעות במאמר הן שלו בלבד.

## א. מבוא

בקיץ 2000 קיבלה הכנסת את חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס2000.<sup>1</sup> בכך הונח הבסיס הסטטוטורי להפעלת הסדר "הרישום הכפול" של ניירות ערך. באמצעות הסדר זה, חברות שניירות ערך להן רשומים למסחר בבורסות הגדולות של ארצות-הברית יכולות לרשום אותם למסחר גם בבורסה בתל-אביב, תוך שימוש במסמכי הגילוי שהוכנו עבור השוק האמריקני כתחליף למסמכי הגילוי שדורש הדין הישראלי לצורך הצעת ניירות ערך לציבור ולקיום חובות הדיווח השוטף. ההסדר הוחל בפועל בשלהי שנת 2000. קדמו לחקיקה עבודת הכנה מאומצת ומסע שכנוע ציבורי אינטנסיבי, שבהם נטלו חלק רשות ניירות ערך מחד גיסא והבורסה לניירות ערך ואיגוד החברות הציבוריות מאידך גיסא.<sup>2</sup> מטרתו המיידית של ההסדר הייתה להגדיל את נפחי המסחר בבורסה של תל-אביב על ידי עידוד חברות ישראליות שכבר נרשמו למסחר בארצות-הברית להירשם למסחר גם בבורסה בתל-אביב. העידוד התבטא בהפחתת ניכרת של העלויות הכרוכות בהצעת ניירות הערך לציבור בישראל וברישומם בבורסה בתל-אביב במקביל לרישום בארצות-הברית. הנחת העבודה של כל הצדדים הייתה כי רישום כפול של ניירות ערך אלה חיוני להבטחת עתידו של שוק ההון הישראלי בכלל, ולהבטחת קיומה של בורסה בישראל במיוחד. חקיקת ההסדר הייתה עשויה לסייע גם לבלימת התופעה של התאגדות יזמים ישראלים במסגרת חברות זרות, בעיקר אמריקניות.

בצד תמימות הדעים בדבר הצורך לעודד רישום כפול באמצעות מתן פטור מדרישות הדין הישראלי התקיימה גם מחלוקת עקרונית בשאלת ההגנה על ענינם של המשקיעים בשוק הישראלי. על בסיס המלצותיה של ועדה בראשות דוד ברודט סברה רשות ניירות ערך כי רישום ניירות הערך למסחר גם בישראל צריך להיות מותנה בקיום חובות הגילוי החלות על מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית, השקולות לדרישות הדין הישראלי מבחינת היקף ההגנה על המשקיעים. מנגד גרסו הבורסה ואיגוד החברות הציבוריות כי די בגילוי שמקיימים המנפיקים הישראליים לפי המשטר המקל החל על מנפיקים זרים בארצות-הברית והגילוי הוולונטרי מצדם, וכי אין לדרוש כל גילוי נוסף. גישה זו כונתה "רישום כפול אוטומטי", ובסופו של דבר היא גברה על גישתה של רשות ניירות ערך.

מלאכת החקיקה התמשכה מסיבות רבות. בצד מערכת הבחירות של 1999, ונוסף על המחלוקת הנזכרת, יישום ההסדר היה בגדר מעשה חלוצי מבחינת הגישה הרגולטיבית שהשתקפה בו – גישה שניתן לכנותה "הכרה חד-צדדית". אימוץ ההסדר ביטא עמדה עקרונית של המחוקק שלפיה למרות ריבונותו לקבוע הסדרי פיקוח ככל שנראה לו נחוץ להגנת האינטרסים הישראליים, מוטב

<sup>1</sup> ס"ח 252.

<sup>2</sup> לסקירת השתלשלות החקיקה ועמדות הצדדים, ראו פרק ג להלן.

לו ולאותם אינטרסים לסגת מפני הסדרי פיקוח שמקורם בריבון זר – והכל ללא תיאום או הסכמה עם הריבון הזר. בכך ניתן ביטוי להשפעות שיש לתהליך הגלובליזציה של שוקי ההון בעולם על שווקים קטנים, המתקשים להתמודד בתחרות עם השווקים הדומיננטיים בארצות-הברית ובאירופה.

מטרתו של מאמר זה להציג מסגרת שיטתית להבנת ההיבטים הרגולטיביים של הסדר הרישום הכפול. אין בכוונתנו להציע "קומנטר" מקיף של הוראות התיקון או מדריך טכני לבעיות ספציפיות, אלא להציג את הכלים הנחוצים לדעתנו לניתוח לשוני, תוך התייחסות לסוגיות נבחרות. ההסדר הוא חדשני, והפעלה מושכלת שלו מחייבת הכרה של הסוגיות העיוניות הנוגעות לו – כמו גם של האילוצים המעשיים שהשפיעו על עיצובו ועתידיהם להשפיע על תפקודו. לפיכך, במאמר זה ניתן משקל הן להיבטי הכלכלה הפוליטית והן להיבטים המשפטיים הפוזיטיביים של ההסדר.

בפרק ב נסקרים היבטי רקע שונים הנחוצים לדיון בהסדר הרישום הכפול, חלקם תיאורטיים וחלקם מעשיים; פרק ג דן בתכלית החקיקתית המיוחדת של תיקון 21 ביחס לתכלית החקיקתית הכללית של חוקי ניירות ערך ובהיבטי מדיניות נלווים; פרק ד סוקר את הוראות ההסדר מבחינה פוזיטיבית; פרק ה במיוחד מתמקד ביחס בין הדין הישראלי לדין הזר – סוגייה מרכזית שהתיקון לא מספק לה תשובה נחרצת; פרק ו מתייחס למעשים שאירעו מחוץ לגבולות המדינה; פרק ז דן בהיבטים מסוימים של אכיפה מנהלית ופרק ח חותם את המאמר.

## **ב. היבטי רקע**

בחלק זה נשרטט את הרקע הנחוץ להבנת התפתחותו של פרויקט הרישום הכפול הישראלי ותוצאותיו החקיקתיות באמצעות אסופה של נושאים, שכל אחד מהם מהווה מרכיב נפרד אך רלבנטי ברקע האמור. פרק ב.1 פותח בסקירה של הטעמים המוזכרים בספרות המימון הבינלאומי ביחס לעסקה של רישום ניירות ערך בשוק זר באופן כללי; פרק ב.2 מתמקד בהיבטים ישראלים מיוחדים: הוא סוקר את התופעה הייחודית יחסית של פניית חברות ישראליות לרישום בבורסות זרות תוך התעלמות מהבורסה בתל-אביב, ובוחר באיזו מידה מתקיימים בהקשר הישראלי הטעמים הכלליים הנזכרים בקשר לרישום זר; ופרק ב.3 סוקר את יחסי הגומלין בין שוק המניות הישראלי לשוק האמריקני כפי שהם משתקפים בניירות ערך של חברות ישראליות שהיו רשומות למסחר בארצות-הברית טרם חקיקת ההסדר.

### **1. טעמים כלליים לרישום זר**

אחת הדרכים העומדות לרשות תאגידיים למימון פעילותם העסקית היא גיוס הון מהציבור באמצעות אגרות חוב ומניות. לגיוס הון מהציבור בשוק הראשוני נלווה, כעניין שבשגרה, גם רישום למסחר של ניירות הערך שהוצעו לציבור בבורסה לניירות ערך המקיימת עבורם את השוק

המשני. אולם, הרישום למסחר בבורסה (listing) הוא עסקה עצמאית ונפרדת מההנפקה (issuance). כך ייתכנו מקרים שבהם החברה תרשום ניירות ערך שלה למסחר גם ללא גיוס הון חדש, למשל כשבעלי מניות בני המשפחה המייסדת של חברה פרטית מעוניינים לשפר את הסחירות של החזקותיהם ואף לממש אותן במכירה לציבור מאוחר יותר. באותו אופן, יכולה חברה שמניותיה<sup>3</sup> רשומות למסחר בבורסה אחת לרשום אותן למסחר בבורסה נוספת.

באופן מסורתי נהגו חברות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה הלאומית של מדינת האם שלהן, שבדרך כלל הייתה גם המדינה שבה התנהלו עיקר עסקיהן.<sup>4</sup> ברבע האחרון של המאה ה-20 התפתח תהליך של ליברליזציה בתחום הסחר הבינלאומי והפיקוח על השקעות חוץ – תחילה במדינות המפותחות כלכלית, והחל בשנות ה-80' גם בקרב מדינות מתפתחות. תהליך זה השפיע גם על שוקי ניירות הערך. למגמת הגלובליזציה הכללית חברו גם התפתחויות טכנולוגיות בתחום המחשבים והתקשורת, שהביאו לפתיחתם של שוקי ניירות ערך לאומיים אל השוק הבינלאומי וליצירת שוקי ניירות ערך בינלאומיים במלוא מובן המלה.<sup>5</sup> אחת התופעות הבולטות של היפתחות השווקים הלאומיים הוא רישום למסחר של ניירות ערך זרים; תופעות אופייניות נוספות הן ביצוע עסקאות בשוק המקומי על ידי משקיעים זרים ומיזוגים ומיזמים משותפים של בורסות לאומיות.<sup>6</sup>

התופעה של חברות המציעות את ניירות הערך שלהן ורשומות אותם למסחר בשווקים זרים אינה חדשה, אך בעבר היה היקפה מצומצם יחסית.<sup>7</sup> כיום, לעומת זאת, ניתן למצוא שיעור ניכר של ניירות ערך זרים במרבית השווקים של המדינות המפותחות.<sup>8</sup> התשובה לשאלה אם מדובר במגמה מבורכת תלויה בנקודת המבט של המשיב – המדינות המעורבות (מדינת המקור ומדינת היעד של ניירות הערך), הבורסות או החברה המנפיקה. נקודת המבט של המדינות המעורבות, ובעיקר

<sup>3</sup> להלן נשתמש לחלופין במונחים "ניירות ערך" ו"מניות", אלא אם יצויין במפורש אחרת.

<sup>4</sup> להלן נניח כי מדינת האם של החברה היא המדינה שלדיני החברות שלה כפופה החברה. בשיטות המשפט האנגלו-אמריקניות, לרבות השיטה הישראלית, תהא זו מדינת ההתאגדות.

<sup>5</sup> לניתוח מגמת הגלובליזציה של שוקי ניירות ערך והפיכתם לבינלאומיים (internationalization) ראו Amir N. Licht, "Genie in a Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions," 2000 *Colum. Bus. L. Rev.* 51, 55-66.

<sup>6</sup> לסקירה ודיון משפטי בתופעה החדשה יחסית של "ניידות בורסות" ראו Amir N. Licht, "Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition, and the Privatization of Securities Regulation," 41 *Va. J. Int'l L.* 583 (2001).

<sup>7</sup> כבר בראשית המאה ה-20 פנו חברות קנדיות של מסילות ברזל לשוקי ההון של אנגליה וארצות-הברית ורשמו את מניותיהן למסחר בבורסות של לונדון וניו-יורק. חברות גדולות בתחומי התעשייה, הכספים והמחצבים נרשמו למסחר לאחר מלחמת העולם השנייה. ראו Amir N. Licht, "Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets," 38 *Va. J. Int'l L.* 563, 564 (1998).

<sup>8</sup> בהכללה ניתן לומר ש-15-5 אחוזים מהמניות הרשומות למסחר בבורסות הלאומיות של המדינות המפותחות מייצגים מניות זרות. לנתונים עדכניים ראו אתר הפדרציה העולמית של בורסות (World Federation of Exchanges), <<http://www.world-exchanges.org>>.

מדינות היעד לרישום, נוגעת גם למאמר זה.<sup>9</sup> קיומו של שוק מניות מפותח מהווה גורם משמעותי במידת הפיתוח הכלכלי של המדינה. מחקרים מלמדים שבמדינות מתפתחות מהווים המדדים של היקף שוק המניות (יחס השווי הנסחר לתוצר המקומי הגולמי) והמדדים של נזילות השוק (המחזור) מעין אינדיקטורים מובילים לביצועים כלכליים.<sup>10</sup> באופן יותר קונקרטי נציין, שפעילות של משקיעים זרים וכניסת מנפיקים זרים לשוק המקומי מגדילה את נפח הפעילות שלו ומספקת מקורות הכנסה לסקטור הפיננסי במדינה המארחת. אולם, יש לזכור, כי לפתיחת שוק המניות הלאומי לשוק הבינלאומי עלולה להיות גם השפעה שלילית אם משקיעים זרים ימשכו במהירות את השקעותיהם ויגרמו למפולת. לכן, מהלך של פתיחת בורסה לאומית לשוק העולמי חייב להיות חלק מאסטרטגיה כלכלית-לאומית רחבה יותר.

האינטרס של הבורסות ברישום מניות למסחר הוא פשוט וישיר – מדובר במקורות הכנסה. הרישום עצמו אמנם מניב עמלה, אך עיקר עניינן של הבורסות הוא בעמלות המסחר השוטף בשוק המשני. עם זאת, מכיוון שרישום זר יוצר תחרות על נפחי מסחר עם הבורסה המקורית, לא כל הבורסות מקדמות אותו בברכה. במצבים קיצוניים יכולות בורסות לקיים מסחר (trading) במניה גם ללא רישום (listing) יזום על ידי המנפיק, אך מצבים אלה אינם שכיחים; בין השאר, משום ששיתוף הפעולה של המנפיק נחוץ – למשל, להעברת דיווחים שוטפים לבורסה.

גם כאשר מדינות מתירות – ולעתים אף מעודדות – משקיעים ומנפיקים זרים לפעול בשוק הלאומי שלהן, הדבר משקף רק את צד ההיצע של שוק עולמי לשוקי מניות. מנגד, בצד הביקוש, עומדים המנפיקים הפוטנציאליים ושוקלים אם לנצל את האפשרות ולרשום את מניותיהם בשוק זר, ואם כן – באיזה שוק. בתקופה הנוכחית, שבה מדינות רבות יקבלו בברכה מנפיקים זרים, ההחלטות המכריעות מתקבלות בחדרי הדירקטוריון של המנפיקים. לפיכך מוקדש עיקרו של חלק זה לסקירת הטעמים המקובלים לרישום זר מנקודת המבט של החברה. לעתים קרובות, הספרות הדנה בסוגייה זו אינה מבחינה בין רישום בשוק זר (foreign listing) לבין רישום בשוק הזר במקביל לרישום בשוק מדינת האם של החברה (dual listing, cross-listing, multiple listing), והמונחים משמשים בעירבוביה. זאת, מכיוון שבמרבית המקרים החברות המבצעות רישום זר כבר רשומות למסחר – לעתים במשך שנים רבות – בשוק הלאומי שלהן.<sup>11</sup> מבחינה זו, התופעה של

<sup>9</sup> נקודת המבט של מדינת המקור של ניירות הערך, שהיא גם מדינת האם של החברה, מכרעת פחות. מבחינה מקרו-כלכלית, רישום בשוק זר אגב הנפקה מהווה ייבוא הון זר להשקעות, הנתפס בדרך כלל כרצוי. מכל מקום, במשטרים הכלכליים המודרניים גיוס הון בחוץ לארץ אינו נתון בדרך כלל לפיקוח רגולטיבי כלשהו של מדינת האם.

<sup>10</sup> ראו, למשל, Ross Levine, "Law, Finance, and Economic Growth," 8 *J. Fin. Intermediation* 8 (1999); Kent Hargis & Pradipkumar Ramanlal, "When Does Internationalization Enhance the Development of Domestic Stock Markets?," 7 *J. Fin. Intermediation* 263 (1998).

<sup>11</sup> בספרות העוסקת ברישום כפול קיימים גם טקסטים הדנים ברישום כפול בבורסות הפועלות באותה מדינה – מצב שעדיין קיים בכמה מדינות פדרליות כגון ארצות-הברית. המשמעויות של עסקאות כאלה אינן כוללות היבטים בינלאומיים, שהם עניינו של מאמר זה. ראו, למשל, Yakov Amihud & Haim Mendelson, "A New Approach to the Regulation of Trading across Securities Markets," 71(II) *NYU L. Rev.* 1411 (1996). בשנים האחרונות נוטות הבורסות המקומיות במדינות כאלה – כגון בגרמניה ובקנדה – להתאחד עם הבורסה העיקרית.

חברות ישראליות הפונות ישירות לשוק הזר תוך התעלמות מהבורסה המקומית בתל-אביב היא אנומלית, והיבטיה הייחודיים ייסקרו לאחר מכן.

#### (א) טעמים מימוניים<sup>12</sup>

תורת המימון הבינלאומי מצביעה על שורה של טעמים שמחד גיסא ממריצים משקיעים ליצור ביקוש לניירות ערך זרים, ומאידך גיסא ממריצים חברות להבטיח היצע של מניותיהן בשווקים זרים. ראשית, רישום של מניות בשוק הבית של המשקיעים מקרב אותן אליהם. בכך הוא מקטין את עלויות העסקה הישירות – למשל, בכל הקשור לעמלות מסחר ועמלות המרת מטבע חוץ – ומגדיל את נוחות ביצועה – למשל, בשל אפשרות לסחור בשעות העבודה הרגילות. גם הפעילות הנלווית למסחר, כגון סקירות עתונות ודיווחים, נעשית בשפתם של המשקיעים ובפורמטים המוכרים להם, כך שעלויות איסוף המידע ועיבודו הן נמוכות יותר.

ניירות ערך זרים גם מספקים למשקיעים אפשרות להשיג גיוון (או "פיזור", diversification) בינלאומי של תיק ההשקעות שלהם. באופן כזה יכולים המשקיעים לצמצם לא רק את חשיפתם לסיכונים ספציפיים של ניירות ערך מסוימים אלא גם את החשיפה לסיכונים סיסטמטיים של המשק הלאומי שלהם.<sup>13</sup> גיוון בינלאומי מאפשר להתייחס גם לסיכון סיסטמטי לאומי כאל סיכון לא-סיסטמטי של השוק העולמי ולצמצם אותו למינימום.<sup>14</sup> יתרון אחר של השקעה בינלאומית נעוץ ברווחי פילוח (segmentation gains). רווחי פילוח שונים מרווחי גיוון: רווחי גיוון נובעים מהבדלים בתכונות התשואה ומרכיב הסיכון בין הנכסים הפיננסיים, ואילו רווחי פילוח קיימים גם כשהנכסים הפיננסיים זהים מבחינת תכונות התשואה והסיכון שלהם – ולכן, לכאורה, היו צריכים לשאת מחיר זהה – אך נבדלים במקורם הלאומי. הבדלי המחיר, ורווחי הפילוח הצומחים

---

<sup>12</sup> הפיסקאות הבאות מבוססות בעיקר על Licht, הערה 5 לעיל, בעמ' 68-83, שם ניתן למצוא הפניות נוספות. ראו גם Darius P. Miller, "The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depository Receipts," 51 *J. Fin. Econ.* 103 (1999); Susan Chaplinsky & Latha Ramchand, "The Impact of Global Equity Offerings," 55(6) *J. Fin.* 2767 (2000).

<sup>13</sup> מקובל לומר כי השקעה בנייר ערך מסויים כרוכה בסיכון לא-סיסטמטי (ספציפי), הנעוץ בפירמה המסוימת שהנפיקה אותו, ובסיכון סיסטמטי, הנעוץ בביצועי המשק כולו (למשל גיאות כללית או מיתון). באמצעות רכישת ניירות ערך של פירמות מענפים שונים – דהיינו: גיוון – יכולה המשקיעה לצמצם כמעט לחלוטין את חשיפת תיק ההשקעות שלה לתנודתיות ענפית או ספציפית. ראו Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance* 143-166 (5th ed., 1996). ליישום לגבי שוק ההון בישראל ראו חיים לוי, משה סמיט ומרשל סרנט, **הבורסה וההשקעה בניירות ערך** פרק 23 (בעריכת מרשל סרנט וגיון דילבסקי, מהדורה מורחבת ומעודכנת, 1999).

<sup>14</sup> לסקירה עדכנית ראו, למשל, Vihang Errunza, Ken Hogan & Mao-Wei Hung, "Can the Gains from International Diversification be Achieved without Trading Abroad?," 54 *J. Fin.* 2075 (2000).

מהם, נובעים אז מהבדלי הערכות בין השווקים. במלים אחרות: למשקיעים יכולה להיות העדפה מיוחדת דווקא לניירות ערך זרים והם יהיו מוכנים לשלם עבורם מחיר גבוה יותר.<sup>15</sup>

מבחינת החברות המציעות ניירות ערך קיימים יתרונות רבים לפנייה דווקא למשקיעים בשווקים זרים. רישום זר או כפול מאפשר לחברה להרחיב ולגוון את בסיס המשקיעים שלה ביתר קלות, ויש לכך השפעה חיובית על התשואה המובטחת.<sup>16</sup> רישום כפול אף עשוי להביא להגדלת הסחירות של ניירות הערך של החברה ובכך להעלות את ערכם, שכן משקיעים יוכלו לבצע בהם עסקאות ביתר קלות.<sup>17</sup>

האם ההבטחה הגלומה ברישום זר מכוח טעמים אלה אמנם מתגשמת בפועל? הסוגייה נדונה בספרות אמפירית ענפה,<sup>18</sup> ואין לה תשובה חד-משמעית. מבחינת מחירי המניות והתשואה המובטחת, מחקרים מסוימים מצביעים על השפעה חיובית של הרישום הזר, ולעומתם קיימים מחקרים המציגים ממצאים הפוכים – היינו: שרישום זר הוא עסקה בעלת תוחלת ערך שלילית עבור החברה, ושגם כשיש השפעה חיובית היא נמחקת לעתים לאחר זמן מה.<sup>19</sup> היבט אחר נוגע להשפעה הנודעת לרישום הזר על מידת סיכון השוק המשתקפת במחיר המניה. מבחינה עקרונית, רישום זר אמור לצמצם את המתאם שמקיימת התנודתיות במחיר המניה עם התנודתיות של שוק מדינת האם – דבר העומד בבסיס הרצון לבצע גיוון בינלאומי. בפועל, הממצאים האמפיריים אינם חד-משמעיים.<sup>20</sup>

חוסר הבהירות שבממצאים האמפיריים נובע מסיבות רבות. מרבית המחקרים השתמשו במתודולוגיה הידועה כ"חקר אירוע" (event study), והתבססו ברובם על גרסה בינלאומית של המודל המימוני המוכר כ-Capital Asset Pricing Model, שבה בסיס ההשוואה אמור להיות תיק נכסים גלובלי. הנחה נוספת העומדת בבסיס מחקרים אלה היא הנחה המוכרת כהיפותיזת השוק היעיל (Efficient Capital Market Hypothesis), ועיקרה הוא שהשווקים הנבחנו יעילים

---

<sup>15</sup> Renée Stulz, "A Model of International Asset Pricing," 9 *J. Fin. Econ.* 383 (1981); Stephen R. Foerster & G. Andrew Karolyi, "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States," 54(3) *J. Fin.* 981 (1999).

<sup>16</sup> Robert C. Merton, "A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," 42 *J. Fin.* 483 (1987); Laurie Simon Bagwell, "Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications," 81(2) *Am. Econ. Rev.* 218 (1988); Foerster & Karolyi, הערה 15 לעיל.

<sup>17</sup> Yakov Amihud & Haim Mendelson, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread," 17 *J. Fin. Econ.* 223 (1986); Yakov Amihud & Haim Mendelson, "Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications," 17 *Fin. Mgmt.* 5 (1988). בשאלה זו, בדומה לשאלות שיידונו להלן, ייתכנו השקפות שונות. במיוחד אין זה ברור אם עדיפה חלוקה (fragmentation) של פעילות המסחר בין שווקים שונים שיש ביניהם תחרות או שמא יש להעדיף איחוד (consolidation) של פעילות המסחר במסגרת שוק אחד, שיציע יתר עומק ונוזילות אך יהיה בעל מעמד מונופוליסטי. לשאלות אלה נודעת השפעה על הרגולציה של מבנה השוק, ודיון בהן חורג מגבולות המאמר.

<sup>18</sup> שאותה בחנו באופן ביקורתי במקום אחר; ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 575-586.

<sup>19</sup> שם, בעמ' 578-580, טבלה II.

<sup>20</sup> שם, בעמ' 584-587, טבלה III.

אינפורמטיבית במובן החזק-למחצה – דהיינו: שמחירי ניירות הערך משקפים את כל המידע המצוי בידי הציבור באותה עת.<sup>21</sup>

כל אחד מהיסודות הנזכרים חשוף לביקורת – בוודאי לגבי אופן יישומו במחקר מעשי, ולעתים גם עקרונית. אף על פי כן ניתן לזהות במכלול הספרות תופעות המבחינות בין חברות לא-אמריקניות הרושמות את מניותיהן למסחר בארצות-הברית, לבין התרחיש ההפוך, של חברות אמריקניות הרושמות את מניותיהן למסחר מחוץ לארצות-הברית. היו שטענו כי רישום זר "נכנס" לארצות-הברית מלווה בדרך כלל בהשפעה חיובית, מה שאין כן לגבי רישום זר "יוצא" של חברות שהיו רשומות בארצות-הברית ונרשמו בשווקים נוספים, שאז ההשפעה שלילית.<sup>22</sup> מחקר קפדני במיוחד של דריוס מילר (Darius Miller), שאנו מסכימים עמו, מייחס את ההשפעה החיובית האמורה לשיפור באיכות המשטר החל על חברות הנרשמות למסחר בשווקים הלאומיים הגדולים של ארצות-הברית, לרבות כללי הדיווח החשבונאי, בצד ריווחי פילוח.<sup>23</sup> טענה זו נוגעת גם לטעם של שיפור במשטר החברות (corporate governance) החל על החברה, שאליו נתייחס בנפרד.

#### (ב) טעמים עסקיים

בצד הטעמים המימוניים הישירים קיימים טעמים עסקיים אחרים המעודדים חברות להופיע בשווקים זרים גם בדרך של רישום מניותיהן למסחר בהם. בסופו של דבר, גם טעמים אלה אמורים להשפיע לטובה על התנאים המימוניים שבפניהם עומדת החברה. רישום בשוק הזר מלווה בסיקור אנליטיים, אזכור בעתונות הכלכלית וכדומה. כפועל יוצא, רישום זר יכול לשמש כלי שיווקי ממדרגה ראשונה בשל הגברת המודעות של תושבי המדינה הזרה לשם החברה ולמותגיה. בדומה, רישום זר יכול להוות איתות של החברה על כוונתה להיות שחקן משמעותי בשוק הבינלאומי וליצור דימוי של חברה רב-לאומית.<sup>24</sup> קיימים טעמים הסמוכים לטעמים השיווקיים, שניתן לסווגם כפוליטיים. במקרים מסוימים נתקלות חברות זרות בעוינות בקרב האוכלוסייה והממשל המקומיים. תופעה זו ניכרת במיוחד לגבי חברות ענק רב-לאומיות המקיימות פעילות במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים. רישום המניות בשוק הזר – בפרט נוכח חובת הגילוי לרשויות הפיקוח המקומיות הכרוכה בו – משמש גם כלי להבעת מחויבות כלפי

---

<sup>21</sup> לסקירה כללית, ראו למשל A. Craig MacKinlay, "Event Studies in Economics and Finance," 35 *J. Econ. Lit.* 13 (1997).

<sup>22</sup> Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 582-583.

<sup>23</sup> Miller, הערה 12 לעיל, בעמ' 118-121.

<sup>24</sup> ראו 6 Kent H. Baker, "Why U.S. Companies List on the London, Frankfurt, and Tokyo Stock Exchanges," *J. Int'l Sec. Markets* (1992) 219, 221; H. Kent Baker, John R. Nofsinger, & Daniel G. Weaver, *International Cross-Listing and Visibility* (Working Paper, 1998); Usha R. Mittoo, "Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence," 4 *J. Int'l Fin. Mgmt. & Acc.* 40 (1992).

תושבי המדינה הזרה ולטשטוש ההבחנה בין "אנחנו" ל"אתם".<sup>25</sup> לבסוף, טעם אחר שמקובל לציין הוא הקלה על ביצוע תוכניות להקצאת ניירות ערך לעובדים שאינם תושבי מדינת האם של חברה רב-לאומית. בדרך זו יכולים העובדים לבצע עסקאות בניירות ערך שהוקצו להם במטבע נוח יותר, בשעות נוחות יותר, ולהיזקק לפחות מתווכים לשם ביצוע.<sup>26</sup>

### (ג) משטר חברות

לאחרונה הביעו מלומדים מתחום המשפט את הדעה שלפיה חברות עשויות לרשום את מניותיהן בשווקים זרים במטרה לשפר את משטר החברות (corporate governance) שלהן, ועל ידי כך להעלות את ערך המניות.<sup>27</sup> הלך המחשבה שבבסיס טיעונים אלה נובע מכך שהרישום הזר גורם להחלת דיני ניירות הערך ודינים רלבנטיים נוספים (כגון סדרי דין) הנוהגים במדינה הזרה. למעשה, דיני ניירות הערך של המדינה הזרה, עם כללי הרישום של הבורסה שבה נרשמים ניירות הערך למסחר, מהווים רובד נוסף של כללים משפטיים. רובד זה מתווסף על מערכת הכללים שממילא חלים על החברה מכוח דיני החברות החלים עליה, ואם מניותיה כבר רשומות למסחר במדינת האם – אזי גם לדיני ניירות הערך של אותה מדינה.<sup>28</sup>

למערך הכללים המשפטיים הקובעים את משטר החברות יש להוסיף עוד גורמים משפיעים, היוצרים יחד מערכת של משטר חברות: החל מתשתית האכיפה והשפיטה של המדינה הזרה, עבור בכללי החשבונאות ובחשבונאים המפעילים אותם, וכלה ביסוד הערטילאי-משהו המכונה "משמעת שוק" (ואילו נתייחס בהמשך).<sup>29</sup> אם מערכת משטר החברות במדינה הזרה מספקת הגנה עדיפה למשקיעים מהציבור בהשוואה למערכת שבמדינת האם, אזי הרישום הזר יוצר מחויבות מהימנה (credible commitment) של החברה לכפוף את עצמה ואת בעלי העניין בה לאותו משטר חברות עדיף. צעד מעין זה קיבל את הכינוי הציורי piggybacking – או, במחוזותינו: "שק-קמח"

<sup>25</sup> לדיון מפורט ראו Licht, הערה 5 לעיל, בעמ' 77-79.

<sup>26</sup> ראו, למשל, Mary Jo Dieckhaus, "Should You List on a Foreign Exchange?," 74 *Chief Executive* 44 (1992). מובן, כי טעם זה אינו מתקיים כלשונו במקרה הנפוץ של חברות ישראליות הרושמות את מניותיהן ברישום זר בלבד. רישום כזה רק מקשה על העובדים לסחור במניות החברה.

<sup>27</sup> ראו John C. Coffee, "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications," 93(3) *Nw. U. L. Rev.* 641 (1999); Edward B. Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure* (University of Pennsylvania Law School, Working Paper 1999).

<sup>28</sup> התוצאה היא מערכת מורכבת למדי של משטרים משפטיים. תוצאה זו נובעת מכך שעל פי דוקטרינות מקובלות לדיני החברות יש תחולה פרסונלית על החברה ואילו לדיני ניירות הערך יש תחולה טריטוריאלית, בהיותם חלק מהמשפט הציבורי. לדיון מפורט במשטרים משפטיים אלה ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 617-621; ראו גם הערה 130 להלן.

<sup>29</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 88 להלן ואילך.

– מטאפורה המשקפת את העובדה שהחברה המנפיקה "רוכבת" על מערכת משטר החברות של המדינה הזרה.<sup>30</sup>

#### (ד) אופורטוניזם

הלך המחשבה המתואר לעיל אינו שלם, לדעתנו, אלא אם נזכור שרישום זר עלול ליצור גם השפעה שלילית על משטר החברות החל על החברה. כאשר חברה רושמת את מניותיה בשוק זר שבו נוהג משטר משפטי נחות מזה שבמדינת האם, עלולים להתעורר מקרים שבהם תיגרע מידת ההגנה על המשקיעים מן הציבור.<sup>31</sup> תובנה זו עשויה להסביר את המקרים שבהם הרישום הזר היה בעל ערך שלילי לחברה. אנו סבורים כי בצד הרצון לבצע piggybacking, יש מקום גם לחשש שבין הטעמים המניעים חברה לבצע רישום זר בכלל ולבחור בשוק זר מסוים בפרט עלול להסתתר גם מניע אופורטוניסטי של אנשי הפנים בחברה – מנהלים או בעלי שליטה.

בתמצית, קו הטיעון הוא שהחלטת החברה על ביצוע הרישום הזר והבחירה בשוק היעד מתבצעת, ככל החלטה של תאגיד, על ידי נושאי משרה. לפיכך יש לצפות שגם בהקשר זה עלולה להתעורר בעיית הנציג, היינו: שנושאי המשרה ייתנו משקל לאינטרסים האישיים שלהם נוסף – או על חשבון – האינטרס של טובת החברה שאמור להדריך אותם באופן בלעדי. היו שטענו כי במקרים מסוימים עלולה ההחלטה להיות מושפעת מהחובות שקובע דין המדינה הזרה ביחס לאנשי הפנים, כגון חובת גילוי תנאי ההעסקה של בעלי השכר הגבוה בתאגיד, חובת גילוי לגבי עסקאות עם בעלי עניין, הגבלות על שימוש במידע פנים וכדומה.<sup>32</sup>

שוק ההון העולמי מעמיד כיום לרשות המנפיקים מבחר גדול של בורסות ושווקים שבהם הם יכולים לרשום את מניותיהם. שווקים אלה נבדלים זה מזה במידת ההקפדה שהם נוקטים בפיקוח על אנשי הפנים, כפי שהם נבדלים בהיבטים רגולטיביים אחרים החלים על החברה הנרשמת למסחר. נושאי משרה בחברה יכולים לבחור שוק יעד נוח מבחינתם, ועדיין לקדם את עניין החברה על ידי הרישום הזר מכוח הגורמים הפיננסיים והעסקיים. אין לטעות ולחשוב, כי אנשי הפנים מודרכים אך ורק על ידי אינטרסים אישיים. הדעת נותנת שמרבית אנשי הפנים נוהגים כאנשים הגונים שטובת החברה לנגד עיניהם.<sup>33</sup> יתר על כן, גם אל נוכח האפשרות לניצול אופורטוניסטי של הרישום הזר, בשקלול כולל עדיין יכול הרישום להעלות את ערך החברה. אולם,

<sup>30</sup> לשימוש במונח זה ולדיון ביקורתי מפורט ראו Bernard S. Black, "The Legal and Industrial Preconditions for Strong Stock Securities Markets," 48(4) *UCLA L. Rev.* 781 (2001). בלאק מבחין בין "רכיבה" על הדין הזר שנוקטות חברות ספציפיות לבין "רכיבה" של מדינה שלמה על התשתית המשפטית של מדינה אחרת.

<sup>31</sup> ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 627-631.

<sup>32</sup> ראו Licht, הערה 5 לעיל, בעמ' 88-97, שם נערך הדיון תוך הבחנה בין מצבים שאנשי הפנים מחזיקים במניות החברה ומצבים שאין הם מחזיקים בהן.

<sup>33</sup> ראו, למשל, Melvin Aron Eisenberg, "The Structure of Corporation Law," 89 *Colum. L. Rev.* 1461, 1505, ("[Managers may] have internalized the rules of social morality and corporate stewardship") (1989). 1513.

מחקרים תיאורטיים ואמפיריים מלמדים, כי שיקולים פרטיים אכן מתבטאים בהחלטה לבצע רישום למסחר ובבחירת שוק היעד.

ההחלטה עשויה להיות מושפעת במיוחד ממידת הגילוי הנדרשת בשוק היעד ומהאפשרות לעשות שימוש במידע פנים.<sup>34</sup> בחינה של הספרות הכללית מלמדת, שרישום כפול עלול להגדיל את האפשרות לנצל יתרון במידע, לרבות בדרך של שימוש אסור במידע פנים, והממצאים האמפיריים אינם שוללים אפשרות זו.<sup>35</sup> מחקר חשוב של ג'ורדן סיגל (Jordan Siegel) משנת 2001 בחן חברות מקסיקאיות שהיו רשומות למסחר בארצות-הברית, וגילה כי עובדת קיומו של הרישום הזר אכן מעלה – ביותר מ-20% – את ההסתברות לכך שבחברה יתגלו מקרים של שימוש במידע פנים ושל נטילת נכסים בלתי-חוקית מהחברה על ידי אנשי פנים בה.<sup>36</sup> כמתואר להלן, מעשים פסולים אלה אינם נתקלים בסנקציות משפטיות בארצות-הברית.<sup>37</sup>

## 2. רישום זר על ידי מנפיקים ישראלים

לאחר סקירה של הטעמים הכלליים לרישום זר בפרק ב.1, עוסק פרק זה בפרטים אודות פנייה של מנפיקים ישראלים לרישום זר, ומתייחס לשאלה באיזו מידה ניתן להצביע על התקיימותם של אותם טעמים כלליים בהקשר המסוים של ישראל. בפתח הדברים יצוין, כי היבט חשוב נוסף המשפיע על הרישום הזר – לרבות על ידי מנפיקים ישראלים – הוא סוגיית המיסוי. באופן מסורתי מקובל להפריד היבט זה מניתוח מימוני ורגולטיבי, ואף אנו ננהג כך.<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> Asjeet S. Lamba & Walayet A. Khan, "Exchange Listings and Delistings: The Role of Insider Information and Insider Trading," 22(2) *J. Fin. Res.* 131 (1999); Steven Huddart, John S. Hughes & Markus Brunnermeier, "Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context," 26 *J. Acct. & Econ.* 237 (1999); Bhagwan Chowdhry & Vikram Nanda, "Multimarket Trading and Market Liquidity," 4(3) *Rev. Fin. Stud.* 483 (1991); Gwendolyn P. Webb, "Evidence of Managerial Timing: The Case of Exchange Listings," 22(3) *J. Fin. Res.* 247 (1999); Gary C. Biddle & Shahrokh M. Saudagaran, "Foreign Listing Location: A Study of MNCs and Stock Exchanges in Eight Countries," 26(2) *J. Int'l Bus. Stud.* 319 (1995); James A. Fanto & Roberta S. Karmel, "A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing," 3(1) *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 51 (1997).

<sup>35</sup> לסקירת הממצאים עד שנת 1998 ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 596-602, טבלה V.

<sup>36</sup> Jordan Siegel, *Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Submitting to U.S. Laws?* (Working Paper, 2001).

<sup>37</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 92 להלן.

<sup>38</sup> הטעם להפרדה המקובלת בין היבטי המס להיבטים המימוניים והרגולטיביים נעוץ בכך שהסדרי המס סבוכים מאוד ועשויים להשתנות באופן קיצוני על פי מאפיינים שונים של משקיע מסויים וזהות מדינות המקור והיעד של הרישום, התלויים באמנות מס, בהוראות דין מיוחדות וכדומה. גם התפתחות ההסדר הישראלי התרחשה כולה כאשר במרכז הדיון לא עמד היבט המס אלא הצורך בשיפור הסביבה הרגולטיבית. לסקירה מפורטת של היבטי המס של ניירות ערך ישראליים הרשומים ברישום זר ראו יורם מרגליות, "היבטי המס של הרישום הכפול", **הפרקליט** מה 292 (תשס"א). יודגש, כי באוגוסט 2001, לאחר פרסום המאמר הנוכח ויותר משנה לאחר חקיקת הסדר הרישום הכפול, הוקנה פטור ממס גם על רווחים ממניות של חברות זרות (שאינן מאוגדות בישראל), הנרשמות ברישום כפול בבורסה בתל-אביב, מכח צו מס הכנסה (קביעת ניירות ערך זרים)(תיקון), התשס"א-2001.

בין הבורסה של תל-אביב לשווקים של ארצות-הברית ואנגליה קיימים הבדלי גודל ניכרים. נכון לסוף שנת 1999, שווי השוק של החברות הרשומות בבורסה של ניו-יורק (NYSE), בנאסד"ק (NASDAQ) ובבורסה של לונדון (LSE) עמד על כ-11.4 טריליון דולר, 5.2 טריליון דולר ו-2.9 טריליון דולר בהתאמה. לעומתם, שווי השוק של החברות בבורסה בתל אביב היה כ-63 מיליארד דולר – היקף דומה לבורסות של דבלין, ליסבון ואוסלו. הבדלים דומים התקיימו במחזורי המסחר בשווקים השונים.<sup>39</sup> הבדלי גודל אלה גורמים לכך שהשווקים הזרים יצטיינו בנזילות ובעומק (liquidity and depth) גדולים יותר; כלומר: הם מאפשרים למשקיעים לסחור במניות בקלות ובמהירות יחסית, ללא צורך "להמתין לקונה". כמו כן, בארצות-הברית ובאנגליה קיימת תשתית מפותחת מאוד של מקצועני שוק, ובעיקר אנליסטים ובתי השקעות העוקבים אחרי כל המניות הבולטות בשוק, מנתחים את דיווחיהן ומתמחרים אותן באופן שוטף.<sup>40</sup> ניצנים ראשונים של תשתית מעין זו החלו להופיע בישראל רק בשנים האחרונות. לעומת זאת, על אף גודלה הקטן יחסית, הבורסה של תל-אביב הצטיידה בסוף שנות ה-90 בתשתית טכנולוגית מתקדמת. מערכת המסחר בשיטת "רצף" ותשתית הסליקה מאפשרות לבצע עסקאות במהירות, בסטנדרטים בינלאומיים ובעלות תחרותית.

למעט חריגים בודדים, עד ראשית שנות ה-80 לא פנו חברות ישראליות לבורסות זרות. גל קטן של הנפקות ישראליות בארצות הברית (כ-24 חברות) התרחש באותה עת, ולאחר מכן חלה ירידה במספר ההנפקות מסיבות שנגעו הן למשק האמריקני והן למנפיקים הישראליים. המפנה חל בשנות ה-90, שאז גבר העניין של משקיעים מוסדיים אמריקניים בחברות ישראליות.<sup>41</sup> במקביל, חלה התרחבות ניכרת של סקטור ההיי-טק בישראל, וגדלה מאוד המעורבות של מקורות הון-סיכון אמריקניים. ספקי הון-סיכון שואפים לממש את השקעותיהם בחברות הזנק (start-up), בהנחה שהחברה מצליחה, בשני אופנים טיפוסיים: מכירת השליטה בחברה או הנפקה לציבור.<sup>42</sup> בהתחשב בחולשה המתמשכת בבורסה של תל-אביב ובגיאות המרשימה בשוק האמריקני במשך שנות ה-90, הנפקה בשוק הנאסד"ק בארצות-הברית הייתה המשך התפתחות טבעי עבור חברות היי-טק ישראליות.

---

<sup>39</sup> לנתונים מפורטים ראו (2001) 1.1, 1.3.B, 1.4 World Federation of Exchanges, 2000 Annual Statistics Tables. הערה 8 לעיל. בפועל, הבדלי הגודל גדולים יותר מכיוון שבשווקים של ארצות-הברית ושל אנגליה שיעור המניות המצויות בידי הציבור ("הכמות הצפה") גדול יותר מהשיעור המקביל בישראל, שבה במרבית החברות יש גושי שליטה גדולים שאינם נסחרים. ראו בנק ישראל – המחלקה המוניטרית, **שוקי ההון והכספים: נתונים שוטפים** לוחות א-1, א-4 (יוני 2002); קובי אברמוב ויובל צוק, "קבוצות השליטה בחברות הבורסאיות", **החודש בבורסה** 214 (יוני 1999).

<sup>40</sup> לדיון כללי בתרומתם של מקצועני השוק ליעילותו האינפורמטיבית ראו Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency," 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984).

<sup>41</sup> סרנט ודילבסקי, הערה 13 לעיל, בעמ' 433-435.

<sup>42</sup> ראו Bernard S. Black & Ronald J. Gilson, "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," 47 *J. Fin. Econ.* 243 (1998).

על פי נתונים שאספה הבורסה בתל-אביב, נכון למחצית שנת 2000 (כלומר: ערב קבלת תיקון 21), היו 127 חברות ישראליות רשומות למסחר בשווקים זרים (ראו טבלה 1). שוק היעד הדומיננטי לרישום זר היה ארצות-הברית (99 חברות), כאשר שוק הנאסד"ק ריכז 83 חברות מתוכן. 26 חברות היו רשומות למסחר באירופה – 8 מתוכן בבורסה של לונדון, 181- בשווקים שונים באירופה המיועדים לחברות עתירות סיכון. מתוך סך החברות הישראליות שהיו רשומות בחוץ-לארץ באותה עת, 22 חברות היו רשומות ברישום כפול גם בבורסה של תל-אביב.<sup>43</sup>

#### שוקי יעד לרישום זר על ידי מנפיקים ישראלים ערב הרישום הכפול<sup>44</sup>

רישום כפול	רישום זר <sup>א</sup>	שוק	ארץ/אזור
2	5	הבורסה של ניו-יורק	ארצות-הברית
16	83	<sup>ב</sup> NASDAQ	
-	11	השוק מעבר לדלפק	
4	8	הבורסה של לונדון	בריטניה
-	16	<sup>ג</sup> Euro NM	האיחוד האירופי
-	2	EASDAQ	
-	2	<sup>ד</sup> CDNX	קנדה
22	127	סך הכל	

א. כולל רישום כפול.

ב. כולל מניות הרשומות ב-American Stock Exchange (AMEX).

ג. כולל שוויץ. Euro NM היא רשת של כמה שווקים נפרדים.

ד. Canadian Venture Exchange – תוצר של מיזוג בין הבורסות של ונקובר ואלברטה.

<sup>43</sup> לקראת סוף שנת 2000 נרשמו ברישום כפול בתל-אביב ארבע חברות נוספות שהיו רשומות למסחר בארצות-הברית, בהסתמך על ההסדר החקיקתי נשוא רשימה זו.

<sup>44</sup> מקור: נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, יוני 2000, כפי שנמסרו למחבר. הטבלה אינה כוללת חברות הפעילות בישראל אך מאוגדות על פי דין זר.

הנוכחות הישראלית בשוקי מניות זרים, ובפרט בשוק האמריקני, היא משמעותית ביותר. למעשה, ישראל היא הספק השני בגודלו של ניירות ערך זרים לשוק האמריקני, אחרי קנדה,<sup>45</sup> שלה קשרים כלכליים ענפים וסמיכות גיאוגרפית לארצות-הברית. הסיבות שהביאו להיווצרותו של מצב מיוחד זה כוללות יתרונות של השוק האמריקני בצד חסרונות של השוק הישראלי, והן מדגימות היטב את הטעמים לרישום זר שתוארו לעיל באופן כללי. מבחינת הטעמים המימוניים, השוק האמריקני שימש מקור להון זול במיוחד עקב המחירים הגבוהים שניתן היה לקבל בסוף שנות ה-90 תמורת מניות בחברות היי-טק, במיוחד בתחומי התקשורת, המחשבים והאינטרנט. הרוב המכריע של המניות הישראליות הרשומות בחוץ-לארץ שייך לחברות בתחומים אלה, אף כי לצדן מופיעות חברות בתחומי ה"כלכלה הישנה" כגון תעשייה, מסחר ושירותים. לעומת זאת, שוק ההון הישראלי היה רדום במשך מרבית התקופה הרלבנטית.

נוסף על כך, רישום למסחר בשווקים בארצות-הברית שירת גם את הטעמים העסקיים. שוקי המוצרים של חברות ההיי-טק מרוכזים במידה רבה בארצות-הברית, וחברות ישראליות רבות מקיימות שם מרכזי ניהול עסקי. לפיכך, הנפקה בארצות-הברית שימשה לחברות גם כסמן להיותן חלק מקהילייה עסקית גלובלית שמרכזה בארצות-הברית, המקרבת אותן ואת שם המותג שלהן לשוק המוצרים האמריקני באמצעות הדיווחים לציבור, בין השאר מכוח דיני ניירות הערך.<sup>46</sup>

לבסוף, גם טעמים של משטר חברות ממלאים כנראה תפקיד בפנייתן של חברות ישראליות לשוקי הון זרים. אותם מלומדים שהצביעו באופן כללי על האפשרות שחברות ינסו לשפר את משטר החברות שלהן על ידי "רכיבה" על משטר ניירות הערך של שוק היעד, מצביעים על חברות ישראליות כדוגמה לכך.<sup>47</sup> טיעון קרוב, אך שונה במהותו, הוצג על ידי אשר בלאס ועמיתיו.<sup>48</sup> לדעתם, הרישום בארצות-הברית אכן מהווה ניסיון לשפר את משטר החברות במנפיק, אולם הטעם המניע לכך הוא רצון להתרחק מתחום ההשפעה הרעה של הבנקים בישראל, הממלאים תפקיד מרכזי בהקשרים רבים של שוק ההון הישראלי ולפיכך מועדים להימצא בניגוד עניינים. מנגד הבענו עמדה שונה – בהמשך לטיעון בפרק ב.1(ד) – שלפיה בצד השפעותיו החיוביות, שאינן שנויות במחלוקת, סיפק הרישום למסחר מחוץ לישראל גם הזדמנות לכרסם באיכות הפיקוח על

---

<sup>45</sup> Lesia Rudakewych, "Global Investing: From Israel to Wall Street with High Expectations," *The Financial Times* 5.3.2001, 25

<sup>46</sup> אדוארד רוק מתעד באופן מפורט את האופנים השונים שבהן חברות ממקור ישראלי מציגות את עצמן לשוק ההון האמריקאי באמצעות הדיווחים שהן מגישות על פי הדין שם ובאמצעות אתרי הבית שלהן. רוק מצביע על שלוש קטיגוריות: (1) "טירונים" (greenhorns), היינו: חברות בעלות אופי ותדמית ישראליים במובהק ובמופן; (2) "ינקים", היינו: חברות ממקור ישראלי המציגות את עצמן כאמריקניות לכל דבר (ובחלקן אף מאוגדות בארצות-הברית); (3) "קוסמופוליטנים" – חברות המציגות את עצמן כשחקנים שווי-מעמד בשוק עולמי, שאין להן זהות לאומית דומיננטית. ראו Edward B. Rock, "Greenhorns, Yankees, and Cosmopolitans: Venture Captual, IPOs, Foreign Firms & U.S. Markets," 2 *Theoretical Inquiries L.* 711 (2001).

<sup>47</sup> ראו Coffee, הערה 27 לעיל, בעמ' 674; Rock, הערה 27 לעיל, בעמ' 3.

<sup>48</sup> ראו Asher Blass, Yishay Yafeh & Oved Yosha., "Corporate Governance in an Emerging Market: The Case of Israel," 10. *J. Appl'd Corp. Fin.* 79 (1998).

אנשי הפנים במנפיקים ישראליים. זאת, עקב נחיתותו של הדין האמריקני החל באופן טיפוסי על מנפיקים ישראליים בהשוואה לדין הישראלי שהיה חל עליהם אילו נרשמו למסחר בתל-אביב.<sup>49</sup> לנקודה זו נשוב להלן.

בשולי הדברים יש לציין, כי במקביל לתופעה של רישום מניות של חברות ישראליות למסחר בשווקים זרים התגברה בסוף שנות ה-90 גם התופעה של התאגדות יזמים ישראליים מחוץ לישראל. היקפה המדויק של התופעה אינו ברור כלל. לפי גרסאות מסוימות, חלה האצה ניכרת במגמה זו בשנים 1999-2000 עד כדי כך שש-95-90 אחוזים מהחברות החדשות (ככל הנראה בתחום ההיי-טק) התאגדו בארצות-הברית.<sup>50</sup> המשבר שהתחולל בענפי ההיי-טק בארצות-הברית ובישראל מאז סוף שנת 2000 מיתן את היקף התופעה עקב תמריצים ממשלתיים להשקעות בחברות ישראליות והעלות השוטפת הכרוכה בניהול חברת אמריקנית.<sup>51</sup> עם זאת, גם הנפקות של חברות ישראליות בחוץ-לארץ חדלו כמעט לחלוטין. ניתוח מלא של התופעה חורג ממטרות מאמר זה.

נציין, כי באופן עקרוני, התאגדות בארצות-הברית עשויה להחליף התאגדות בישראל והנפקה ורישום בארצות-הברית. הטעמים לנקיטת צעד כזה מגוונים; בחלקם הם קשורים להיבטי מס, ובחלקם האחר – לאי-שביעות רצון של הסקטור העסקי מהחוק החדש – מחוק החברות, התשנ"ט-1999, הנוגעת אף היא לדיונו, כמבואר בפרק ב.4. מכל מקום, הנפקת מניות של חברות אלה בשוק האמריקני נעשית כולה על פי הדין החל על חברות אמריקניות, ללא כל נגיעה לדין הישראלי.<sup>52</sup>

### 3. יחסי גומלין בין שוקי המניות של ישראל לאלה של ארצות-הברית

מרכיב נוסף של הרקע העובדתי נוגע ליחסי הגומלין בין שוקי המניות בישראל לאלה של ארצות-הברית מבחינת השפעתו של כל שוק על תהליך יצירת המחירים של ניירות הערך (price formation, price discovery). הבנת התכלית החקיקתית של ההסדר והחלתו על ידי רשויות הפיקוח ובתי המשפט באופן שיגשים תכלית זו, כמפורט בהמשך המאמר, מחייבים היכרות של יחסים אלה. בעידן של שוקי הון גלובליים, כל שוקי ההון במשקים המפותחים קשורים זה לזה ומהווים שוק מאוחד (integrated), במובן זה שזעזועים הפוקדים שוק אחד מתפשטים תוך זמן

<sup>49</sup> ראו Amir N. Licht, "Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence," 22 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 325 (2001).

<sup>50</sup> ראו יעקב שיינין ויוסי הולנדר, **תעשיית ההייטק: תמונת המאקרו** 12 (נייר עבודה לכנס ענפי העתיד של ישראל: הסביבה הכלכלית והחברתית, המכון הישראלי לדמוקרטיה, תל-אביב, 26.5.2000) (להלן: כנס IDI); כרמל וורניה, המדען הראשי של משרד התעשייה והמסחר, תמליל כנס IDI, בעמ' 27.

<sup>51</sup> ראו עודד חרמוני, "דלאוור מתרחקת לעבר האופק", **הארץ** 3.2.2002, ג7.

קצר לשווקים האחרים.<sup>53</sup> תופעה זו מוכרת היטב גם לציבור בישראל. עם זאת, ההיבט המכריע והרלבנטי יותר להקשר הנוכחי, עניינו התנהגותם של שווקים שאותו נייר ערך<sup>54</sup> נסחר בשניהם, כפי שקורה במניות הרשומות ברישום כפול. במצב דברים מעין זה קיימות למעשה שתי זירות מסחר, המהוות יחד שוק אחד. ההתפתחות הטכנולוגית הביאה לכך שזרימת המידע בין השווקים מהירה ביותר ולכך שהעלויות הכרוכות בביצוע עסקאות נמוכות יחסית. כפועל יוצא, ניתן לבצע עסקאות ארביטראז' בין השווקים, דהיינו: עסקאות קנייה ומכירה שמטרתן ניצול של הפרשי מחירים זמניים לגבי אותו נכס. זהו המובן העמוק ביותר של איחוד שווקים.

תופעת הארביטראז' לגבי מניות כפולות רישום נחקרה היטב, והממצאים מלמדים על פעילות נמרצת מסוג זה בשווקים בארצות-הברית וכן בשווקים בינלאומיים.<sup>55</sup> ברם, יש לזכור כי ארביטראז' בין שווקים פועל תמיד לסגירת פערי מחירים: כאשר מגיע מידע חדש לשווקים נוצרים כל העת הבדלי מחירים בטווח הקצר, באופן שאחד השווקים מהווה גורם דומיננטי בתהליך גילוי המחיר ואילו יתר השווקים מתפקדים כ"לווינים", דהיינו: הם "רודפים" אחר המחיר החדש באמצעות עסקאות ארביטראז'.<sup>56</sup>

המניות הישראליות הדואליות – דהיינו: אלה שהיו רשומות ברישום כפול עובר לחקיקת הסדר הרישום הכפול, ומכונות גם "מניות הארביטראז'" – נחקרו באופן מקיף למדי. הממצאים מלמדים כי השוק הישראלי והשוק האמריקני אכן מהווים שוק מאוחד (integrated) במובן זה

---

<sup>52</sup> גם חברות כאלה, כתאגידים זרים אחרים, יוכלו להירשם למסחר בישראל במסגרת הסדר הרישום הכפול, וראו פרק ד.3 להלן. יש בכך כדי לעודד יזמים ישראלים המבקרים להתאגד בחוץ-לארץ "לחזור" לישראל, לפחות באופן חלקי, באמצעות הרישום בבורסה בתל-אביב.

<sup>53</sup> לסקירת הדרכים השונות לאומדן מידת האינטגרציה הבינלאומית של שוקי ניירות ערך, ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 574-575. יובהר, כי אינטגרציה בין שווקים היא היפוכו של פילוחם: ככל שיש יותר מסחר הדדי בין השווקים, עם או בלי רישום זר, צפויה מידת הפילוח לרדת ועמה גם ריווחי הפילוח הצפויים. בפועל, מידת האינטגרציה של השווקים בעולם אינה מושלמת ואינה אחידה.

<sup>54</sup> במקרים מסויימים, נייר הערך הנסחר בארצות-הברית אינו בדיוק המניה הנסחרת בבורסה של תל-אביב אלא תעודת פיקדון (ADR – American Depositary Receipt). בעיקרו זהו הבדל טכני, שכן כנגד תעודות הפיקדון מצויות מניות רגילות, ולכן שני ניירות הערך מייצגים זכויות זהות כלפי המנפיק. לסקירה של מכשיר ה-ADR, ראו Mark A. Saunders, "American Depositary Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies," 17 *Fordham Int'l L.J.* 48 (1993); Douglas B. Spoons, "Exploring American Depositary Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets," 6 *Transnat'l Law* 181 (1993).

<sup>55</sup> ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 593, טבלה IV.

<sup>56</sup> התופעה מכונה dominant and satellite markets. למודל תיאורטי ראו Bhagwan Chowdhry & Vikram Nanda, "Multimarket Trading and Market Liquidity," 4(3) *Rev. Fin. Stud.* 483 (1991); David Neumark, P.A. Tinsley & Suzanne Tosini, "After-Hours Stock Prices and Post-Crash Hangovers," 46 *J. Fin.* 159 (1991); Kenneth D. Garbade & William L. Silber, "Dominant and Satellite Markets: A Study of Dually-Traded Securities," 61(3) *Rev. Econ. & Stat.* 455 (1979); Joel Hasbrouck, "One Security, Many Markets: Determining the Contributions to Price Discovery," 50(4) *J. Fin.* 1175 (1995). למחקר עדכני של השווקים בגרמניה וארצות-הברית ראו Joachim Grammig, Michael Melvin & Christian Schlag, *Price*

שהמחירים בהם נקבעים באופן הנחזה כתהליך יצירת מחיר של שוק יחיד. במרבית המקרים השוק הישראלי הוא השוק הדומיננטי ביצירת המחיר. עם זאת, זהות השוק הדומיננטי מושפעת מהרכב בעלי המניות בחברה. תופעת הדומיננטיות של שוק אחד נחלשת כאשר שיעור בעלי המניות מתחלק באופן שווה בין השווקים.<sup>57</sup> גם מבחינת נפח המסחר נמצא מגוון בין המניות כפולות הרישום. רק מקצת המניות הישראליות עונות לטעמים של המשקיעים המוסדיים האמריקנים ומלוות באופן צמוד על ידי אנליסטים, ונפחי המסחר בהם ניכרים. ביתר המניות נפח המסחר נמוך יותר,<sup>58</sup> ויש רגליים לסברה שמרבית המסחר בהן מבוצע על ידי ישראלים.

## ג. היבטי מדיניות

חלק זה עוסק בהתפתחותו של הסדר הרישום הכפול. פרק ג.1 סוקר את תולדות החקיקה בפירוט מסוים, שכן היסטוריה זו חיונית להבנת המתכונת הסופית שקיבל ההסדר; פרק ג.2 דן בתכלית החקיקתית של ההסדר, ובפרט במתח שבין ההגנה על ציבור המשקיעים לבין הגנה על שוק ההון; פרק ג.3 תוהה על מידת רציותו של ההסדר; ופרק ג.4 מצביע על כמה מהשפעותיו של הסדר הרישום הכפול על מארג הדין הכללי בתחום ניירות הערך.

### 1. תולדות החקיקה

שורשיו ההיסטוריים של הסדר הרישום הכפול נעוצים, להשקפתנו, במשבר המניות הבנקאיות שפקד את הבורסה בישראל בשנת 1983. התפוצצות הבועה הפיננסית שנוצרה עקב הוויסות של

---

*Discovery in International Equity Trading*, Working Paper (2001), <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=269566](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269566)>.

<sup>57</sup> ראו אולגה סולה ומשה בן חורין "אינטגרציה בין שוקי הון בינלאומיים: המקרה של המניות הישראליות הנסחרות בארה"ב", 45 *רבעון לכלכלה* 313 (תשנ"ט); שמואל האוזר ויעל תנחומא, *מניות הארביטרז': הקשר בין התנהגות שערי מניות הרשומות למסחר בישראל לבין התנהגות שערי אותן המניות הרשומות למסחר גם בארה"ב* (נייר עבודה, רשות ניירות ערך, תשנ"ד); Uri Ben-Zion, Shmuel Hauser & Offer Lieberman, *A Characterization of Price Behavior of International Dual Stocks: An Error Correction Approach* (Working Paper No. 104, Center for Economic Studies, University of Munich, 1996); Shmuel Hauser, Yael Tanchuma & Uzi Yaari, "International Transfer of Pricing Information between Dually Listed Stocks," 21(2) *J. Fin. Res.* 139 (1998). ממצא זה נתמך במחקרים אחרים המראים כי השוק הדומיננטי הוא השוק שבו מצויים מרבית בעלי המניות. ראו Kenneth A. Froot & Emil Dabora, *How Are Stock Prices Affected By The Location Of Trade?* (National Bureau of Econ. Research Working Paper No. 6572, 1998). כן ראו Grammig, Melvin & Schlag, הערה 56 לעיל.

<sup>58</sup> ראו חגית מיקה, "רוב המסחר במניות הדואליות מתבצע בבורסה בתל-אביב", *החודש בבורסה* 222 3 (2000); חגית מיקה, "הזיקה בין שווקי המניות בארה"ב ובאירופה ובין הבורסה בתל-אביב – מארס 1999", *החודש בבורסה* 213 9 (1999); רוניית הראל בן-זאב, "הפעילות במניות הישראליות בארה"ב בשנת 1998", *החודש בבורסה* 210 3 (1999).

שערי המניות הבנקאיות גרמה לסגירת הבורסה לשלושה שבועות ולשפל מתמשך לאחר מכן.<sup>59</sup> בשנת 1993 הסתמנה התאוששות מסוימת בבורסה, בין השאר על רקע תחילת התהליך המדיני בין ישראל לפלסטינים. דא עקא, שגיאות זו הביאה עמה גם גל הנפקות של חברות נעדרות תוכן כלכלי של ממש – "חברות הבועה" – והתפוצצותה של בועה פיננסית זו באביב 1994 הייתה עניין של זמן בלבד. התוצאה של הישנות המשברים מסוג זה הייתה אבדן אמון הציבור בשוק המניות הישראלי. חולשתה של הבורסה הישראלית שימשה גורם מדרבן נוסף לרישום מניותיהן של חברות ישראליות בשוק האמריקני ובשווקים זרים אחרים, בייחוד בשעה שהללו נהנו מגיאות חסרת תקדים. כך קרה שעשרות חברות ישראליות פנו להנפקה בחוץ-לארץ ואילו בתל-אביב שררה בצורת הנפקות קשה.

בשנת 1996 החלה הבורסה לחפש דרכים להגדיל את נפח המסחר בה כדי להבטיח את החזר ההשקעה במערכות המסחר החדשות ואת המשך קיומה. במסגרת זו ניסתה לקדם רעיון שכונתה "רישום כפול אוטומטי", דהיינו: מסלול מהיר לרישום חברות ישראליות הנסחרות בארצות-הברית, שבבסיסו פטור מוחלט מדרישות הדין הישראלי – הן לתשקיף והן לדיווח תקופתי ולאימוץ דרישות הרישום, הדיווח והגילוי החלות על החברות בשוק הזר.<sup>60</sup> בראשית 1998 מינתה מירי כץ, היו"ר הנכנסת של רשות ניירות ערך, ועדת מומחים בראשות דוד ברודט לבחינת הסוגייה. במקביל התבצעה עבודת הכנה לקראת רפורמה חקיקתית מקיפה יותר בחוק ניירות ערך, שעשתה הגיעה מכבר. ועדת ברודט אימצה את הערכת המצב של הבורסה וקבעה כי המצב ששרר באותה עת אינו תקין, וכי פתיחת שוק ההון המקומי אל השוק העולמי באמצעות הקלות על רישום כפול היא בגדר הזדמנות וחובה כאחת. מעבר להגדלת נפח המסחר החיוני לבורסה הובעה תקוה כי הרישום הכפול יביא לתל-אביב חברות מ"הליגה העולמית" ובכך ישפר את נורמות המסחר באופן כללי.<sup>61</sup>

כבסיס להמלצותיה קבעה הוועדה כמה ממצאים עובדתיים ומשפטיים:

- ◆ המשטר המשפטי והחשבונאי החל על מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית דומה ביסודו למשטר הישראלי מבחינת מידת ההגנה שהוא מספק למשקיעים, ולפיכך ניתן להסתמך עליו לצורך רישום למסחר בישראל.<sup>62</sup>
- ◆ לעומת זאת, המשטר האמריקני החל על מנפיקים זרים בארצות-הברית נחות מהמשטר החל על מנפיקים אמריקניים ומהמשטר הישראלי.<sup>63</sup>

<sup>59</sup> ראו, כללית, **דין וחשבון ועדת החקירה הממלכתית לענין ויסות מניות הבנקים** (תשמ"ו) (להלן: דו"ח ועדת בייסקי).

<sup>60</sup> ראו מירב ארלוזורוב, "הבורסה: רישום כפול יתרום לפחות עוד 100 מיליון דולר למחזורי המסחר", **גלובס** 29.8.1.1997. Saul Bronfeld, *Foreign Investment in Israel via the Tel Aviv Stock Exchange* (Discussion Paper No. 2-11-90, Israeli International Institute for Applied Economic Policy Review, 1990). שאול ברונפלד הפך מאוחר יותר למנכ"ל הבורסה.

<sup>61</sup> ראו רשות ניירות ערך, **דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך** 14 (תשנ"ח) (להלן: דו"ח ועדת ברודט).  
<sup>62</sup> שם, בעמ' 15-16, 25, נספח ח.

◆ המנפיקים הישראליים הרשומים בארצות-הברית מדווחים לפי הכללים המיועדים למשקיעים זרים. חלק מהם אמנם מוסיפים גילוי וולונטרי של נתונים עסקיים כגון תלות בלקוחות מסוימים, צבר הזמנות, וניתוח תחרות וגורמי סיכון, אך גם תוספות אלה אינן עולות כדי עמידה מלאה בכללים למנפיקים אמריקניים.<sup>64</sup>

◆ בסקר שערכה הוועדה בקרב נושאי משרה בחברות הרשומות בארצות-הברית ציינו הללו את הבעיות הבאות כטעונות הקלה בהסדר של רישום כפול: הבדלים בדרישות הגילוי בתשקיף, דיווח מיידי על משא ומתן, דיווח על עסקאות עם בעלי עניין ו/או בעלי שליטה, דיווח על הקצאות פרטיות ומועדי פרסום תוצאות עסקיות.<sup>65</sup>

בהתחשב בממצאים אלה דחתה הוועדה באופן נחרץ את רעיון הרישום הכפול האוטומטי, מן הטעם שהסדר כזה לא יגן די הצורך על המשקיעים בישראל וייצור הפליה בין חברות ישראליות שהנפיקו תחילה בישראל לבין אלה שפנו תחילה לשוק האמריקני. הוועדה המליצה לקבוע מסלול רישום מקוצר לחברות ישראליות הרשומות למסחר בבורסות המרכזיות בארצות-הברית (השווקים המכונים national markets), וכי זכאות לרישום במסלול המקוצר תותנה בכך שהחברות ידווחו לפי הכללים החלים על מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית.

לאחר התלהבות ראשונית בסתיו 1998,<sup>66</sup> הבורסה ואיגוד החברות הציבוריות שבו ועמדו במפגיע על כך שההסדר יתבסס על עיקרון הרישום הכפול האוטומטי, היינו: שהחברות יוכלו לצאת ידי חובת הדין הישראלי באמצעות הגשת הדוחות שהן מגישות באופן רגיל בארצות-הברית, מבלי שיצטרכו לשנות או להוסיף להם דבר וחצי דבר. המתקפה הציבורית על רשות ניירות ערך הייתה חלק ממסע רחב יותר כנגד ההתערבות הממשלתית במשק. הביקורת הקיפה תחומים כגון סוגיית הרישום הכפול, חוק החברות החדש, נושאי מיסוי שונים וטענות כוללניות אודות עודף רגולציה.<sup>67</sup> העימות הגיע לשיאו בפברואר 2000, כאשר האיום על המשך קיומה של הבורסה נראה אמיתי ומוחשי מאי-פעם, בהתחשב בתחרות מתעצמת שקמה לבורסה בתל-אביב מצד בורסות זרות על

<sup>63</sup> שם, בעמ' 25, נספח ז.

<sup>64</sup> שם; מכתב מאת טל אבן זהב, רשות ניירות ערך, אל עמיר ליכט, 7.6.2000.

<sup>65</sup> דו"ח ועדת ברודט, הערה 61 לעיל, בעמ' 24, נספח ג. במקביל המליצה הוועדה לתקן חלק מדרישות הדיווח המיוחדות לישראל ביחס לכלל המנפיקים בישראל כך שיעלה בקנה אחד עם הדין האמריקני, למשל: דיווח על משא ומתן, העלאת סף ההקצאות הפרטיות הטעונות דיווח מיוחד ל-20%, דיווח תמצית תוצאות עסקיות וקביעת פטור להקצאת ניירות ערך לעובדים. שם, בעמ' 18-19.

<sup>66</sup> ראו אורה קורן, "איגוד החברות הציבוריות קורא ליישם את המלצות ועדת ברודט לרישום כפול של מניות", גלובס 19.10.9.1998.

<sup>67</sup> ראו, למשל, קרן צוריאלי, "איגוד החברות הציבוריות לשוחט: לזרז מסחר כפול אוטומטי בבורסה", גלובס 11.12.20.1999; מוטי בסוק, "איגוד החברות הציבוריות: ללא שינוי דרסטי בשוק ההון חברות היי-טק יברחו מישראל", הארץ 2.2.2000, ג13.

רישום כפול של חברות ישראליות.<sup>68</sup> באותה עת ניתן היה להתרשם כי אם לא יינקטו לאתגר צעדים דרסטיים עלולה הבורסה של תל-אביב "לאחר את הרכבת". בפגישה מכרעת אצל שר האוצר דאז, אברהם שוחט, שינה דוד ברודט את טעמו והביע תמיכה ברישום כפול אוטומטי, והשר הורה על מתן "הקלות מקסימליות".<sup>69</sup> רשות ניירות ערך קראה את הכתובת על הקיר ונסוגה מכל דרישותיה לגילוי נוסף מעבר לדיווחים שהחברות הישראליות מדווחות בארצות-הברית.

ביולי 2000 עוגן הסדר הרישום הכפול בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) והתקנות להפעלת ההסדר הותקנו באוקטובר 2000.<sup>70</sup> קדמה לכך רפורמה נרחבת בדיני ההצעה לציבור שבחוק ניירות ערך, שכללה גם פטורים להצעת ניירות ערך לעובדים.<sup>71</sup> במקביל, נקבעה שורה של הקלות מהוראות חוק החברות לגבי חברות בכלל ולגבי חברות ישראליות הרשומות למסחר בחוץ-לארץ בפרט,<sup>72</sup> במגמה לתאם את הדין הישראלי עם הדין האמריקני.<sup>73</sup> תיקוני החקיקה החלו לשאת פירות ראשוניים רק בשלהי שנת 2000, על רקע משבר מתפתח בשוק האמריקני ואירועי האינתיפאדה השנייה. על אף המצב הכלכלי-פוליטי הקשה, נכון לראשית שנת 2002 נרשמו בישראל 18 חברות במסגרת הסדר הרישום הכפול, ושתיים אף הספיקו להימחק ממסגרת רישום זו. בשנת 2001 גם החל מעבר של חברות זואליות ותיקות לרישום בבורסה במסגרת ההסדר החדש.<sup>74</sup> הצטרפות החברות כפולות הרישום צמצמה במידת מה את תופעת ריכוזיות ההחזקות בחברות הציבוריות בישראל, אך נפחי המסחר במניות של חברות רבות בבורסה של תל-אביב נוטים להיות נמוכים יחסית לבורסות בארצות-הברית.<sup>75</sup>

## 2. התכלית החקיקתית

תכליתם של דיני ניירות ערך היא הגנה על ציבור המשקיעים. הגנה זו נשענת על שלושה יסודות: היסוד המרכזי הוא חובת גילוי מלא, והיסודות הנוספים הם איסור על עבירות מסחר (תרמית, מניפולציה ושימוש במידע פנים) ופיקוח על השוק ועל מקצועני השוק (כגון יועצי השקעות ומנהלי

<sup>68</sup> יושב הראש של נאסד"ק ביקר אז בישראל ודיווח כי בכוונת נאסד"ק לקיים נוכחות כלשהי בישראל. ראו קרן צוראל וזאב קליין, "ייתכן הידוק הקשרים בין נאסד"ק לחברות הישראליות הנסחרות", **גלובס** 15.2.2000, 14; בועז לוי, "להון אין דרכון", **הארץ** 16.2.2000, 16. מוקדם יותר הודיע השוק הבלגי EASDAQ על תכנית לרשום ולקיים מסחר במניות ישראליות מובילות הרשומות בנאסד"ק על בסיס דיווחיהן בארצות-הברית בלבד.

<sup>69</sup> ראו מירב ארלוזורוב, "דוד ברודט שינה את דעתו", **הארץ** 15.2.2000, 11; **סטלה קורין-ליבר**, "ממש כמו באמריקה", **גלובס** 20.2.2000. הלחץ הציבורי מכיוון איגוד החברות הציבוריות והבורסה נמשך גם באביב 2000. ראו, למשל, סטלה קורין-ליבר, "תפסיקו לדחוף אותנו החוצה", **גלובס** 22.3.2000, 60.

<sup>70</sup> תקנות ניירות ערך (קביעת תקופת רישום למסחר בבורסה בחו"ל), התשס"א-2000; תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000.

<sup>71</sup> חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התשס"א-2000, ס"ח 161. סוגיית ההצעה לעובדים הייתה בין הנושאים המרכזיים שלגביהם התלוננו נציגי הסקטור העסקי בפני ועדת ברודט כי הדין הישראלי מחמיר יותר, ושלא לצורך, בהשוואה לדין האמריקני.

<sup>72</sup> תקנות החברות (הקלות לחברות ציבוריות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התשס"א-2000.

<sup>73</sup> תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התשס"א-2000.

<sup>74</sup> דרור מרמור, "מי מרוויח מהרישום הכפול בתל-אביב", **מעריב** 29.12.2000.

<sup>75</sup> ראו, בהתאמה, "בעקבות הרישום הכפול עלו החזקות הציבור הרחב במניות לכדי 40% מסך כל שוק המניות בתל-אביב", **גלובס** 14.8.2001; מירב ארלוזורוב, "נרשמים, אבל לא נסחרים", **הארץ** 19.11.2001, 11.

תיקים). חובת הגילוי המלא מספקת הגנה למשקיעים בשני אופנים נפרדים. ראשית, היא מבטיחה כי החלטות השקעה של המשתתפים בשוק ניירות הערך יהיו מושתתות על בסיס מידע רחב ככל האפשר ביחס למנפיק ולגורמים הסובבים אותו – בעלי עניין וחברות מתחרות. התקווה היא שמחירים המבוססים על מידע מרבי הם המחירים הטובים ביותר במובן זה שהם משקפים את דעתם של מרב משתתפי השוק על נייר הערך. כפועל יוצא, הקצאת ההון במשק עשויה להיות יעילה יותר.<sup>76</sup> שנית, קיימת אמונה כי יש בגילוי מלא כדי להרתיע בעלי כוח במנפיק מניצול לרעה של כוחם. לשון אחרת: חובת הגילוי מהווה אמצעי נוסף להתמודדות עם בעיית הנציג בחברה הציבורית.<sup>77</sup>

האיסורים על תרמית, מניפולציה ושימוש במידע פנים תומכים בהגשמת התכליות החקיקתיות של חובת הגילוי המלא. המשותף לצורות ההתנהגות האסורות הוא שהן מחבלות באופנים שונים בשלמותו וביושרתו (integrity) של בסיס המידע העומד לרשות המשתתפים בשוק לשם קביעת מחירי ניירות ערך. הפיקוח על מקצועני השוק אמור אף הוא לסייע לציבור המשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות ככל האפשר. בסופו של דבר, אחת התוצאות שמקווים להשיג באמצעות משטר אפקטיבי של דיני ניירות ערך היא הבטחת אמון הציבור בשוק ניירות הערך, כך שחשכוונת הציבור ימצאו את דרכם להשקעות יצרניות.<sup>78</sup>

על רקע זה, ובהתחשב בהיסטוריה החקיקתית שלו, נקל להבחין כי התכלית החקיקתית של הסדר הרישום הכפול שונה במהותה מזו של חוק ניירות ערך באופן כללי. המטרה שלשמה נחקק תיקון 21 הייתה סיוע לענף ניירות הערך הישראלי – ובראש ובראשונה לבורסה לניירות ערך בתל-אביב – להתגבר על הסכנה להמשך קיומם. סכנה זו נבעה בחלקה מנתוניו הספציפיים של השוק הישראלי, ובחלקה האחר היא נובעת מהתעצמות התחרות העולמית בין בורסות, המציבה איום על בורסות קטנות רבות אחרות במדינות המפותחות. התכלית של עידוד שוק ההון הוגדרה במפורש בהמלצות ועדת ברודט, כמתואר לעיל, וגלגוליו של התיקון אך חידדו את עליונותה על פני שיקולים אחרים. בעיקרו של דבר, מטרת ההסדר לא הייתה שיפור ההגנה על ציבור המשקיעים המשתתפים בשוק הישראלי (בין תושבי ישראל ובין תושבי חוץ).

<sup>76</sup> במונחים כלכליים נאמר, שחובת הגילוי המלא מקדמת את היעילות האינפורמטיבית של שוק ניירות הערך, וכי יעילות אינפורמטיבית עשויה לקדם את היעילות ההקצאתית של המקורות במשק בכללותו ובכך לתרום להגדלת הרווחה המצרפית. הטעמים לחובת הגילוי המלא נסקרו באופן תמציתי וממצה בע"א 5320/90 א.צ. **ברנוביץ נכסים והשכרה נ' רשות ניירות ערך**, פ"ד מו(2) 818, ופסיקה מאוחרת יותר חוזרת על ניסוחם בפרשת **ברנוביץ** בהבדלים קלים. ראו, בהקשר זה, John C. Coffee, Jr., "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System," 70 *Va. L. Rev.* 717 (1984).

<sup>77</sup> ראו פרשת **ברנוביץ**, הערה 76 לעיל, בעמ' 831. ראו גם Paul G. Mahoney, "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems," 62 *U. Chic. L. Rev.* 1047 (1995). במקרים מסויימים (כגון שימוש במידע פנים) מבוססים הדינים גם על טעמים של מוסר ואתיקה. ראו ע"פ 4675/97 **רוזוב נ' מדינת ישראל** (לא פורסם, 19.8.1999), פסקה 8. ראו גם Alan Strudler & Eric W. Orts, "Moral Principles in the Law of Insider Trading," 78(2) *Tex. L. Rev.* 375 (1999).

<sup>78</sup> לדיון ב"אמון הציבור" כמטרה חשובה בפני עצמה, ראו Joel Seligman, "The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System," 9 *J. Corp. L.* 1 (1983).

כיצד להתייחס למתח בין התכלית החקיקתית של הדין הרחב לבין התכלית של התיקון המסוים בדבר הרישום הכפול? המפתח ליישוב הקושי מצוי בהכרה כי המתח בין הגנה על ציבור המשקיעים לבין הגנה על שוק ההון הוא תופעה אוניברסלית, ופרויקט הרישום הכפול הישראלי הוא רק מקרה פרטי המדגים אותה. הגנה על ציבור המשקיעים באמצעות חובת גילוי מלא ונורמות משפטיות נלוות מטילה עלות בלתי-מבוטלת על המנפיקים והמשתתפים האחרים הכפופים להן. ההתערבות הרגולטיבית מצד המדינה כרוכה ב"עול רגולטיבי" ( regulatory burden). אמנם, ההנחה היא שרגולציה אידיאלית, ככל שהיא אפשרית, מקיימת יחס תועלת/עלות יעיל, אלא שאפילו משטר רגולטיבי שהיה אידיאלי בנסיבות מסוימות עלול להפוך לבלתי-יעיל עקב השתנות הנסיבות.<sup>79</sup>

התעצמות הגלובליזציה של שוקי ניירות ערך בעשור האחרון יצרה מצב שבו הן המנפיקים והן המשקיעים במדינות המפותחות יכולים לפנות לשווקים שמחוץ למדינת-האם שלהם. כך נוצר שוק של שוקי הון, שבו ניתן לבחור במוצר מורכב למדי, הכולל את הנזילות והעומק של שוק מסוים עם טכנולוגיית המסחר בו, ובצירוף המשטר המשפטי החולש עליו מכוח דיניה של המדינה המארחת וכללי הרישום באותו שוק. כאשר דיניה של מדינה פלוניית תובעניים מאוד כלפי המנפיק ובעלי העניין בו, הם עלולים לפגוע באטרקטיביות של שוק ההון שלה בעיניהם. נקודת המפתח היא שאפקט זה עלול להיווצר גם כאשר המחוקק קובע המדיניות באותה מדינה סבורים שיש צורך ברמת התובענות שהדין קובע. הטעם לצורך זה יכול להיות כלכלי-מכשירי (למשל: כדי להתמודד עם בעיית משטר חברות הרווחת באותה מדינה) או טעם עקרוני אחר (למשל: על בסיס מוסרי, כפי שניתן לסבור לגבי שימוש במידע פנים). העובדה שקיימים תחליפים לשוק המסוים, שבהם חל דין פחות תובעני, עשויה ליצור "תקרה" אפקטיבית למידת העול הרגולטיבי שמדינה יכולה להטיל – היינו: להפוך את המדינה ל-price taker בשוק העולמי של שוקי ניירות ערך.<sup>80</sup>

הניסיון מלמד שגם רשות פיקוח מקצועית ורבת עוצמה כנציבות ניירות ערך האמריקנית (ה-SEC) הכירה במפורש בצורך לאזן בין המנדט שלה להגן על ציבור המשקיעים לבין ההכרח לסייע לשוק ההון האמריקני בתחרות עם שוקי הון זרים. זאת, אפילו בהתחשב בעליונות השוק האמריקני מבחינת טכנולוגיה, עומק ונזילות. במסגרת זו, נקטה ה-SEC מאז סוף שנות ה-80 שורה של צעדים שנועדו להקל על מנפיקים זרים להירשם למסחר בארצות-הברית וגם על מנפיקים אמריקניים המעוניינים לפנות לשווקים זרים מבלי לשאת בעלות הרגולטיבית החלה בארצות-

<sup>79</sup> ניתן לכאורה לטעון, כי הסדר הרישום הכפול דווקא מפגין לכידות עם הדין הישראלי הרגיל ושומר על נקודת האיזון שבחר המחוקק בין מידת ההגנה על משקיעים לבין היקף העול הרגולטיבי על המנפיקים. לפי קו טיעון זה דחה המחוקק את חוות-דעתה של ועדת ברודט בדבר נחיתות הדין האמריקני למנפיקים זרים, וגילה את דעתו שדין זה שקול לדין הישראלי. עמדתנו, כמבואר בגוף המאמר, שונה. הנקודה שבה סטה המחוקק מהמלצות הוועדה נוגעת לשיקולי עלות/תועלת של ההסדר מבחינת המשק בכלל ומבחינת שוק ההון – בפרט.

<sup>80</sup> סוגייה זו קשורה בטבורה לנושא הרחב של תחרות רגולטיבית, החורג ממסגרת רשימה זו. ראו, כללית, *International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives on Economic Regulation in Europe*

הברית.<sup>81</sup> דוגמה נוספת לשימוש בדיני ניירות ערך לשם תמיכה בבורסה מקומית העניקה בלגיה בשנת 1999. במהלך חקיקתי נועז הנהיג הפרלמנט הבלגי הסדר רישום כפול דומה ומרחיק-לכת אף יותר מההסדר הישראלי, והכל במטרה מפורשת לסייע לשוק הקרוי EASDAQ להתחרות עם הבורסות האירופאיות הוותיקות על פלח השוק של חברות ההיי-טק.<sup>82</sup>

### 3. רציות ההסדר

המתח בין תכלית ההגנה על המשקיעים לבין תכלית הסיוע לשוק ההון עשוי לעורר את השאלה האם הסדר הרישום הכפול הוא ראוי. השאלה אינה תיאורטית כפי שהיא נחזית ממבט ראשון, מכיוון שההסדר טעון יישום על ידי רשות ניירות ערך ובתי המשפט, שלהם נתון מרחב שיקול דעת – ולו גם פרשני – לגבי מידת ההקפדה על אכיפתו. שאלת רציותו של ההסדר מתחדדת אל נוכח העובדה שההסדר שאומץ בפועל סוטה מזה שעליו המליצה ועדת ברודט. רציות זו מתקיימת, למצער, אם המשטר הרגולטיבי שקובע ההסדר הישראלי עדיין מספק הגנה סבירה לציבור המשקיעים. כאמור, ההסדר שנקבע בתיקון 21 מבוסס על הדין האמריקני החל על מנפיקים זרים (לא אמריקניים) – הסדר הכולל שורה של הקלות ופטורים בהשוואה לדין האמריקני המקומי. משטר משפטי זה גם מקל יותר בהשוואה לדין הישראלי החל על מנפיקים בשוק הישראלי. זאת, בעוד שוועדת ברודט סברה כי רק הדין האמריקני "המלא" שקול לדין הישראלי מבחינת מידת ההגנה על המשקיעים, ולכן המליצה להתנות את הרישום הכפול בביצוע "השלמות".<sup>83</sup> המלצה זו עלתה בקנה אחד עם הרצון להמנע מהפלייה לרעה של מנפיקים ישראלים שבחרו בשוק הישראלי לעומת חבריהם שעשו קפנדריה דרך השוק האמריקני.

משטר הגילוי החל על מנפיקים ישראליים המנצלים את הסדר הרישום הכפול אכן נחות באיכותו ממשטר הגילוי הישראלי מבחינת ההגנה על משקיעים מן הציבור. נחיתות זו נובעת מהבדלים בדין הפוזיטיבי ומהיבטים לבר-משפטיים. מבחינה פוזיטיבית, מנפיקים אלה מוגדרים בדין

---

and the United States (William W. Bratton et al. eds., 1996); OECD, *Regulatory Co-operation for an Interdependent World* (1994).

<sup>81</sup> למעשה, ההכרח לאזן בין הגנה על משקיעים לבין הגנה על השוק הוכר על ידי ה-SEC עוד קודם לכן. לסקירה, ראו Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation* 763 (1991). גם התנהלותה של ה-SEC בסוגיית ההכרה בתקני חשבונאות בינלאומיים משקפת ניסיון מתמשך לאזן בין הרצון להביא לתקני דיווח מיטביים עם ההכרח להמנע מפגיעה בתחרותיות של השוק האמריקני לעומת שוקי הון זרים.

<sup>82</sup> לסקירה וניתוח ביקורתי של הפרוייקט הבלגי, ראו Licht, הערה 6 לעיל, בעמ' 598-601. על אף מאמצי הסיוע נרכש לבסוף EASDAQ על ידי נאסד"ק האמריקנית והפך להיות NASDAQ Europe.

<sup>83</sup> ראו דו"ח ועדת ברודט, הערה 61 לעיל, בעמ' 25, נספח ז.

האמריקני כ-foreign private issuers<sup>84</sup>. משטר הגילוי של מנפיקים אלה מבוסס על טופס הדיווח השנתי הידוע כ-Form 20-F, בעוד מנפיקים אמריקניים חייבים למסור דיווחים שנתיים באמצעות טופס 10-K.<sup>85</sup> באופן טבעי, קיימים הבדלים טכניים רבים בין ההסדרים, אך ההבדלים המהותיים ממוקדים יחסית. ניתן להבחין בין שלוש קטגוריות של הבדלים בחובת הגילוי: אלה הנוגעים לכללי חשבונאות, אלה הנוגעים לדיווח על עניינים עסקיים ואלה הנוגעים למשטר חברות. מדוח ועדת ברודט עולה כי מנפיקים ישראלים רבים מדווחים על פי כללי חשבונאות אמריקניים ומוסיפים דיווח וולונטרי בנושאים עסקיים לפי הנהוג על ידי מנפיקים אמריקניים.

כלל לא ברור עד כמה רווח הדיווח הוולונטרי בקרב המנפיקים ומה מידת ההקפדה עליו. ברור כי אין הם מקיפים את כל המנפיקים בכל עת, ויש רגליים לסברה שיותר מנפיקים ינצלו את הפטורים האפשריים בעתות מצוקה כלכלית. מכל מקום, ההבדלים העיקריים מתרכזים בקטגוריה הנוגעת למשטר חברות, דהיינו: באותן סוגיות שבהן הגילוי לא מיועד לספק מידע השוואתי ביחס לשוק ולמנפיקים אחרים כמו שהוא מיועד להתמודדות עם בעיית הנציג. בעניין זה, הגילוי על פי טופס 20-F מקל יותר עם אנשי הפנים ועם בעלי העניין במנפיק בהשוואה לדיווח המבוסס על טופס 10-K ולדיווח על פי חוק ניירות ערך. טיבם המיוחד של הבדלים אלה, בצד ההתנגדות הנחרצת לביטולם מכיוון איגוד החברות הציבוריות, הוא המשמש בסיס לטענתנו כי הרישום הזר על ידי מנפיקים ישראלים מתיישב גם עם מניעים אופורטוניסטיים ולא רק עם טובת החברה.<sup>86</sup> כך, למשל, דווח, שכאשר הודיעה חברת כור – שהייתה חברת דואלית וותיקה – על מעבר לדיווח בלעדי לפי השיטה האמריקנית במסגרת הסדר הרישום הכפול, "קוננו עיתונאים רבים, [כי מעתה] לא תיחשף יותר בפני הציבור משכורתם של בכירי הקונצרן, ובראשם יונתן קולבר"; זאת, בצד פגיעות נוספות בחשיפת החברה לציבור מבחינת מידת הפירוט בדיווח והאפשרות לדחותו מעבר לנדרש בדין הישראלי (ובדין האמריקני הרגיל).<sup>87</sup>

<sup>84</sup> The Securities Exchange Act of 1934, 17 C.F.R. § 240.3b-4 (2000). התואר "private" בא להבחין ממנפיקים ממשלתיים.

<sup>85</sup> הכינוי למשטרי הגילוי השונים אמנם מבוסס על שמו של טופס הדיווח השנתי, אך ההבדלים בין משטרי הגילוי נוגעים לא רק למתכונת הדיווח השנתי.

<sup>86</sup> בהשוואה לדיווח על פי טופס 10-K, ההבדלים העיקריים נוגעים לנקודות הבאות: (1) דיווח על שכר ותנאי העסקה, לרבות אופציות למניות החברה, של בכירים במנפיק נעשה במאוחד ולא באופן אינדיבידואלי; (2) אין חובה למסור פרטים אודות עסקאות מהותיות בין התאגיד לבין נושאי משרה, דירקטורים ובעלי שליטה בתאגיד; (3) החובה לדווח על החזקות מהותיות במנפיק מתעוררת רק עם חציית סף של עשרה אחוזים מהזכויות, לעומת סף של חמישה אחוזים במנפיק אמריקני; (4) אין חובה לדווח על החזקות של נושאי משרה ודירקטורים עם פירוט אינדיבידואלי; (5) חובות הגילוי במסגרת מנגנון הפרוקסי, המקביל בעיקרו לכתבי הצבעה, מוחלשות ביחס להסדר במנפיקים אמריקניים; (6) ניתן פטור מהאיסור על אנשי פנים לבצע עסקאות בחסר (short) ועסקאות "סיבוביות קצרות-מועד" (short-swing transactions) על פי סעיף 16 ל-Exchange Act of 1934, העלולות לעורר ניגוד עניינים או שימוש במידע פנים; (7) ניתן לעכב דוח שנתי עד ששה חודשים מתום שנת הדיווח, להבדיל מתקופה של 135 יום במנפיק אמריקני. לדיון ולהפניות ביחס להבדלים אלה ראו Licht, הערה 49 לעיל, בעמ' 346-341. הבדלים כמעט זהים קיימים גם בהשוואה לדין הישראלי.

<sup>87</sup> מרמור, הערה 74 לעיל.

גם מבחינה לבר-משפטית איננו סבורים כי הנחיתות המתוארת מפוצה תמיד ובאופן מלא על ידי "משמעת השוק" שמנפיקים אלה נתונים לה, כביכול, מכוח היותם רשומים למסחר בארצות-הברית או מכוח הגילוי הוולונטרי מצידם. משמעת שוק היא תופעה תרבותית ולא משפטית, וככזו אין לה הגדרה ברורה. הכוונה בדרך כלל לנורמות של ניהול תקין, גילוי מלא ותכופ ומסחר תקין בניירות הערך, שאינו נגוע בתרמית או שימוש במידע פנים. בין התקוות שניתלו בפרויקט הרישום הכפול הייתה התקווה שמנפיקים ישראלים ובעלי עניין בהם, שעברו מעין תקופת חניכה בשוק האמריקני, קנו לעצמם את הרגלי משמעת השוק שם – לכן ניתן לפטור אותם מדרישות הדין הישראלי ואף לקוות שייצרו השפעה חיובית כלפי מנפיקים ישראלים בתל-אביב.

קיומה של משמעת שוק נתמך ומתמרץ על ידי מעקב של ציבור המשקיעים והסוחרים בשוק, שבין השאר מסתמך על מעקב רצוף של אנליסטים – מקצועני שוק המתמחים בניתוח מידע אודות חברות בענפים ספציפיים. מקובל לסבור שכדי לקיים מידה כלשהי של משמעת שוק בשוק האמריקני יש צורך במעקב של שלושה אנליסטים.<sup>88</sup> דרך חלופית להעריך אם המנפיק נתון למשמעת שוק היא להתבסס של שווי השוק (market capitalization) של החברה. כנקודות ציון כלליות מקובל לסבור כי מעל שווי שוק של מיליארד דולר השוק עוקב אחר החברה כמעט בוודאות, ואילו מתחת לשווי שוק של 100 מיליון דולר אין מעקב של השוק. בתחום ערכי הביניים הדבר תלוי בנסיבות.<sup>89</sup>

בפועל, תנאים עובדתיים אלה אינם מתקיימים ברבים מהמנפיקים הישראלים שנקבעו כזכאים להשתמש בהסדר הרישום הכפול. מחוקק המשנה בחר בשווי השוק כאחד משני מבחנים חלופיים לענין זכאות זו. הסף שנקבע דורש כי ניירות הערך של החברה יהיו רשומים למסחר לפחות שנה בשוק לאומי אמריקני (New York Stock Exchange, American Stock Exchange, NASDAQ), ולחלופין – ששווי השוק (המוגדר כ"שווי המניות") הוא לפחות 350 מיליון דולר.<sup>90</sup> ערכי סף אלה נקבעו בסתיו 2000 לאחר תחילתו של המשבר בשוק מניות ההיי-טק בארצות-הברית. ערכים אלה משקפים ויתור ניכר בהשוואה להמלצות ועדת ברודט (שקראו לתקופת מינימום של שנתיים) ולעמדת רשות ניירות ערך (שדרשה שווי שוק מינימלי של 500 מיליון דולר). הטעם לקביעת ערכי סף כה נמוכים היה הרצון להגדיל במידת האפשר את קבוצת המועמדים הפוטנציאליים לשימוש בהסדר, אך התוצאה היא שניתן להטיל ספק באיזו מידה הם אמנם נתונים למשמעת שוק בארצות-הברית. יתר על כן: לשון התקנה סובלת מצב ששווי השוק של

<sup>88</sup> זו אינה אמת-מידה מדויקת, במיוחד בהתחשב בעובדה שקיימת שונות באיכות ובאמינות של דוחות האנליסטים. כאשר האנליסטית עובדת בבית השקעות שיש לו גם זרוע בענף החיתום או ניהול השקעות, אזי יש חשש שהערכותיה יהיו מוטות, אפילו אל נוכח קיומן של "חומות סיניות" בין יחידת ההשקעות ליחידת הייעוץ. התמוטטותה של חברת אנרון (Enron) בראשית שנת 2002 הטילה צל כבד על יכולתם של צדדים שלישיים - ובפרט אנליסטים וחשבונאים - לשמש בסיס למשמעת שוק ואף לקיום הוראות הדין ממש.

<sup>89</sup> על פי Rock, הערה 46 לעיל, בעמ' 721, טבלה 3, מספר האנליסטים שעקבו אחרי 11 החברות הישראליות וחברות המזוהות עם ישראל אך מאוגדות בחו"ל, הרשומות למסחר בארצות-הברית ושווי השוק שלהן במאי 2000 עלה על מיליארד דולר, נע בין 3 (במקרה יחיד) ל-17.

<sup>90</sup> תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (קביעת תקופת רישום למסחר בבורסה בחו"ל), התשס"א-2000.

החברה עולה על הסף הנקוב בעת הרישום אך צונח לאחר מכן – תופעה שאפיינה חברות היי-טק רבות כבר בראשית שנת 2001.

תחום ביניים – בין תוכן הדין הפוזיטיבי החל עקרונית על מנפיקים זרים בארצות-הברית לבין משמעת השוק הבלתי-פורמלית שעשויה לחול עליהם – נוגע למידת האכיפה בפועל של הדין בארצות-הברית. בקרב רבים רווח דימוי של השוק האמריקני כסביבה שבה מתקיימת אכיפה נמרצת ואף אגרסיבית של דיני ניירות הערך, הן במישור הפלילי-מנהלי והן במישור האזרחי. דימוי זה מבוסס על תדמיתה של הנציבות האמריקנית כגוף מקצועי, קשוח ועתיר משאבים, ועל הסברה שהפרת דיני ניירות ערך חושפת את המעורבים בה לתביעות אזרחיות בהיקף כספי עצום. גם רשות ניירות ערך מחזיקה בדעה זו ופועלת על פיה.<sup>91</sup> דא עקא, שמחקרו הנזכר של ג'ורדן סיגל בחן גם את האכיפה הפלילית והאזרחית כלפי מנפיקים זרים בארצות-הברית, והוא מטיל צל כבד על נכונותו של דימוי רווח זה. סיגל בחן תחילה את האכיפה כלפי חברות מקסיקניות הרשומות בארצות-הברית, שלגביהן היה ידוע ברבים שבוצעו בהן מעשי מרמה חמורים (שהביאו לרוב למחיקתן מהמסחר מן ה-NYSE), ומצא כי מעולם לא ננקטו צעדי אכיפה כלשהם כלפי חברות אלה או כלפי בעלי עניין בהן.<sup>92</sup> בחינה רחבה יותר לגבי כלל המנפיקים הזרים הרשומים בארצות-הברית העלתה ממצאים דומים, דהיינו: מאז חקיקת חוקי ניירות הערך בשנות ה-30 ועד אמצע 2001 לא דווח מעולם על צעדי אכיפה ציבוריים (פליליים או מנהליים) או אזרחיים כלפי מנפיקים משווקים מתעוררים. ממצאים אלה אושרו בעיקרם על ידי בכירים ב-SEC שרואיניו על ידי סיגל.

הממצאים המתוארים מעמידים בספק את מידת הנכונות של הנחות היסוד שהניחה ועדת ברודט – ואחריה המעורבים בחקיקת הסדר הרישום הכפול – בדבר האפשרות להסתמך על הדיווח בשוק האמריקני כתחליף לדיווח על פי הדין הישראלי. עם זאת ראוי לציין, כי בשנת 2002 דווח על תביעות אזרחיות שהוגשו בארצות-הברית כלפי חברות ישראליות הרשומות בה.<sup>93</sup> יש מי שטוען שאכן ננקטים הליכים אזרחיים נגד מנפיקים זרים, ושכל מקום היסוד המכריע הוא העובדה שבקרב אותם מנפיקים זרים ואנשי הפנים שלהם אכן רווח אותו דימוי מאיים של השוק האמריקני.<sup>94</sup> בשלב זה ברור שמדובר בשאלה אמפירית שהעובדות הידועות לגביה אינן מספקות בסיס לאופטימיות.

לאור כל הנטען לעיל ניתן בהחלט לתהות אם הסדר הרישום הכפול הוא הסדר ראוי. אנו סבורים שכך הדבר על אף מגרעותיו. הנסיבות העובדתיות בשוק ניירות הערך העולמי לא הותירו מרחב תמרון כלשהו להטלת עול רגולטיבי אפילו כמלוא הנימה מעבר לזה שנושאים בו המנפיקים

<sup>91</sup> רשות ניירות ערך, דו"ח שנתי 2001 15 (תשס"ב) ("עמדת הרשות מביאה בחשבון את העובדה שחברות אלה [כפולות הרישום] מפקחות כבר על ידי רשות הפיקוח האמריקאית (SEC), שרמת הפיקוח שהיא מפעילה היא מהגבוהות בעולם... לפיכך משתמשת הרשות בסמכויותיה תוך התחשבות בעובדה זו.")

<sup>92</sup> Siegel, הערה 36 לעיל, בעמ' 24-28.

<sup>93</sup> ראו, למשל, סופי שולמן, "תביעות ייצוגיות הוגשו בארה"ב נגד לומניס וגילת רשתות לוויין", הארץ 13.2.2002, גלג 13.

הישראליים בארצות-הברית. לפיכך אנו סבורים כי איזון האינטרסים המשתקף בהסדר, כפי שאומץ על ידי הכנסת ורשות ניירות ערך, מבטא שיקול דעת סביר. מנגד יש לזכור שחלק ניכר מההצדקות המקוריות להסדר הוקרבו במהלך יישומו: בניגוד להמלצות ועדת ברודט, ההסדר שאומץ שונה מהותית מהסדר הרגיל הקבוע בחוק ניירות ערך, עד כדי כך שלא ניתן לדבר עוד על שקילות ההסדרים או על העדר הפליה כלפי מנפיקים ישראלים הרשומים למסחר בתל-אביב בלבד. גם התקוה להשפעה חיובית של החברות כפולות הרישום על השוק הישראלי התעמעמה עקב העדר משמעת שוק של ממש על רבות מהן. מי שרואה בהסדר משום ביטוי לתחרות רגולטיבית, היוצרת דינמיקה של מרוץ אל התחתית (race for the bottom), כנראה אינו טועה לגמרי,<sup>95</sup> אף כי ה"רצפה" שבה נעצר ההסדר עדיין יכולה לשמש פסגת שאיפות למשטרי פיקוח רבים בעולם.

למרות הקשיים, איזון האינטרסים שמבטא הסדר הרישום הכפול מחייב גם את בתי המשפט בבואם להחיל את הוראותיו. בפרט יידרשו בתי המשפט לקיים את רוח החוק ולפסוק באופן שלא יכביד את הנטל על המנפיקים ולא ירחיב את החובות המוטלות עליהם מתוך כוונה להיטיב לכאורה עם ציבור המשקיעים. את הווייתור שעשה המחוקק בגזרה זו יש לכבד; בה בשעה, יצטרכו בתי המשפט להקפיד על קיום חובת הגילוי והנורמות הנלוות שההסדר מבוסס עליהן, כך שמידת ההגנה שהמחוקק ראה לנכון להסתפק בה אכן תוענק בפועל למשקיעים. בהתאמה, גם מחוקק המשנה יידרש בעתיד לקיים את הרציונל של ההסדר בבואו לשקול את הרחבתו לשווקים נוספים, כמפורט להלן בחלק אודות תחולת ההסדר.

#### 4. השפעת ההסדר על מארג הדין הכללי

השפעתו של הסדר הרישום הכפול משתרעת ומגיעה עד המארג הכללי של דיני ניירות ערך. למיטב ידיעתנו לא נערך דיון ציבורי בשאלה כללית זו, בין השאר מכיוון שהמלצות ועדת ברודט ביקשו להימנע מיצירת הבדלים מהותיים בדין, והסטייה מהן התרחשה בשלב מאוחר ותחת לחץ זמן. בהמשך נצביע בקצרה על נקודות ההשפעה העיקריות.

הסדר הרישום הכפול שבתיקון 21 מצטרף לתיקון 20 לחוק ניירות ערך, ויחד הם מבטאים שינוי מהותי במדיניות החקיקתית של דיני ניירות ערך בישראל. על פי הגישה המסתמנת ניתן משקל

---

<sup>94</sup> ראו John C. Coffee, *Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective* (Working Paper, 2002).

<sup>95</sup> לדעה ברוח זו ראו Amir N. Licht, "David's Dilemma: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market," 2 *Theoretical Inquiries L.* 673 (2001).

גבוה – ולעתים אף עדיפות – לשיקולי עלות מול תועלת על פני נימוקים משפטיים-דוקטרינריים צרופים, שפועלים בבחינת "ייקוב הדין את ההר". כדוגמה בלבד, ומבלי למצות את הסוגייה, נצביע על הרפורמה בהצעת ניירות ערך לעובדים, שנכללה ברפורמה היסודית בכל דיני ההצעה לציבור במסגרת תיקון 20. מבחינה דוקטרינרית צרופה, אין ספק שניתן לסווג כמעט את כל המקרים של הצעה והקצאה של ניירות ערך לעובדים כ"הצעת ניירות ערך לציבור", הטעונה תשקיף ועמידה ביתר דרישות החוק, בעיקר מכיוון שמדובר בציבור הזקוק להגנת החוק.<sup>96</sup> זו אכן הייתה עמדת רשות ניירות ערך במשך שנים, ובדין, אך הדבר עורר קשיים מעשיים ניכרים והתעלמות נרחבת מהוראות החוק כמו גם ניסיונות נפתלים לעוקפו. במסגרת תיקון 20 נקבע חריג להצעות לעובדים, כך שהדרישות המנהליות הכרוכות בהן מכבידות הרבה פחות מהמצב לפי הדין הקודם.<sup>97</sup> הקלה זו ניתנה להצדיק בשיקולי עלות/תועלת או ברצון להעמיד לרשות מנפיקים ישראלים מסגרת משפטית מקבילה לזו העומדת לרשות מנפיקים אמריקניים, אך קביעת ההקלה לא שינתה את העובדה שהצעות לעובדים מעין אלה היו ונתרו הצעות לציבור הזקוק להגנת הדין.

הסדר הרישום הכפול מבטא גישה דומה ואולי אף מרחיקת-לכת יותר, שכן חקיקתו מכרסמת גם בשוויון בנטלים המשפטיים החלים על מנפיקים ישראלים, ויש מקום להרהר אם מדובר בהבחנה מבוססת. בעיה זו צפויה להחריף ככל שיאומצו המלצות ועדת ברנע – ועדת מומחים שמינתה הרשות בסוף שנת 2000 והגישה את המלצותיה במרץ 2001.<sup>98</sup> ההמלצה המרכזית של ועדת ברנע היא לאמץ את הדין האמריקני הרגיל – דהיינו: זה שחל על מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית – כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח שיחולו על מנפיקים ישראלים בדין המקומי, כדי להביא להעלאת רמת הדיווח ולשיפור טיבו.<sup>99</sup> זאת, מבלי לפגוע בהקלות שהעמיד הסדר הרישום הכפול לחברות כפולות רישום. באורח פרדוקסלי משהו, אימוץ המלצותיה של ועדת ברנע יביא לכך שמנפיקים ישראלים שענייניהם מתנהלים בישראל בלבד ידווחו לפי דין המיועד לאמריקנים, ואילו מנפיקים הרשומים למסחר בארצות-הברית ידווחו לפי דין המיועד לשאינם-אמריקנים.<sup>100</sup>

<sup>96</sup> זהו המבחן על פי הלכת אברון, שהיתה ונתרה ההלכה המנחה בסוגיית ההצעה לציבור. ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ תשל"ז(1) 329.

<sup>97</sup> ראו סעיפים 15א(א)(6) ו-15ב(1)(א) לחוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות ערך לעובדים), התש"ס 2000.

<sup>98</sup> רשות ניירות ערך, דין וחשבון הועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו (תשס"א) (להלן: דו"ח ועדת ברנע).

<sup>99</sup> שם, בעמ' 1.

<sup>100</sup> דוגמה אחת עשויה להמחיש את עוצמת הפער. ועדת ברנע הדגישה את המלצתה לאמץ בדין הישראלי הסדר דומה ל-FD Regulation, שנכנסה לתוקף בארצות-הברית בסוף שנת 2000. על פי תקנה זו נאסר על מנפיק אמריקני להפלות במסירת מידע לציבור, למשל במידע הנמסר לאנליסטים ומקורבים אחרים לעומת זה הנמסר בהודעות לעיתונות. מכאן הבסיס לשם התקנה – Fair Disclosure. אלא, שתחולת התקנה מוגבלת למנפיקים אמריקניים, ומנפיקים זרים פטורים ממנה. Regulation FD, 17 C.F.R. 243.100-102 (2000). לדיון ביקורתי בהקשר זה מנקודת מבט אמריקנית ראו Merritt B. Fox, "Regulation FD and Foreign Issuers: Globalization's Strains & Opportunities," 41 Va. J. Int'l L. 653 (2001).

## ד. עיקרי ההסדר

### 1. עיקרון ההכרה החד-צדדית

כאמור, הסדר הרישום הכפול מבטא גישה חדשנית ברגולציה בינלאומית של שוקי ניירות ערך – גישה של "הכרה חד-צדדית" (unilateral recognition). בפרק הזמן שחלף בין המלצותיה של ועדת ברודט לחקיקת תיקון 21 אומצו הסדרים דומים במקומות נוספים כגון בלגיה<sup>101</sup> והונג-קונג,<sup>102</sup> אך למיטב ידיעתנו, ההסדר הישראלי הוא המלא והמפורט ביותר, והוא עוצב ללא מודלים מדויקים לחיקוי.<sup>103</sup> התכלית המשותפת לכל הפרויקטים הללו היא למשוך מנפיקים להירשם בשוק מסוים. בשווקים מפותחים רבים נוהג העיקרון הבסיסי שלפיו רישום ניירות ערך למסחר בבורסה כמוהו כפנייה אל הציבור לעשות בהם עסקאות, ולכן הוא טעון הליך מנהלי של הגשה ואישור של מסמכי גילוי. כדי למזער את העול הרגולטיבי הכרוך ברישום מאפשרת המדינה המארכת למנפיקים לקיים את חובות הגילוי הכרוכות ברישום מניות למסחר באמצעות שימוש במסמכי הגילוי שהוכנו על פי דין המדינה בה הם כבר רשומים למסחר.

החידוש בגישה זו נובע מכך שעד לאחרונה לא הכירו מדינות במשטרי ניירות הערך של מדינות אחרות באופן כה גורף, ולבטח לא באופן חד-צדדי. שתי הדוגמאות המובהקות לשיתוף פעולה רגולטיבי לגבי ניירות ערך מבוססות על העיקרון של הכרה הדדית (mutual recognition). דוגמה אחת היא האיחוד האירופי. במסגרת תוכנית השוק האירופי היחיד הייתה כוונה להביא לאיחוד של שוקי ניירות הערך במדינות החברות.<sup>104</sup> האסטרטגיה הכללית לאיחוד הכלכלי הייתה יישום הכרה הדדית בין משטרי הפיקוח של המדינות החברות, תוך קביעת תקני מינימום – עיקרון המכונה "דרכון יחיד", במובן זה שאישור רגולטיבי ממדינה אחד תקף בכל מדינות האיחוד. לשם כך אימצה המועצה האירופית מספר לא מבוטל של דירקטיבות.<sup>105</sup> דוגמה שנייה מביא ההסדר שאימצה ה-SEC האמריקנית וארבע נציבויות קנדיות, המכונה Multijurisdictional Disclosure

---

<sup>101</sup> Arret Royal modifiant l'arret royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus publie en cas d'emission publique de titre et valeurs, 6.7.1999.

<sup>102</sup> Hui Yuk-Min, "Nasdaq Firms poised for Dual Listing in New Year," *South China Morning Post* 30.11.1999, 1; Eric NG, "Nasdaq Mainstays Closer to SAR Listings," *South China Morning Post* 4.3.2000, 2.

<sup>103</sup> גם בבורסה של לונדון רשומות חברות רבות המדווחות על בסיס מסמכי הגילוי של מדינת המקור שלהן. הדבר נובע מהרצון לאפשר לחברי הבורסה לקיים מסחר מונחה-ציטוטים (quote-driven) גם במניות של חברות זרות.

<sup>104</sup> Commission of the European Communities, *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council* 4 (1985).

<sup>105</sup> לסקירה מקיפה, ראו Benn Steil ed., 1996) *European Securities Markets: The European Equity Markets* (The Investment Services Directive and Beyond (Guido Ferrarini ed., 1998) גם צעדים אלה, והנהגת איחוד מוניטרי באירופה, לא הביאו עדיין לאיחוד של הבורסות האירופאיות. לניתוח עדכני ראו, Guido Ferrarini, *Securities Regulation and The Rise Of Pan-European Equity Markets: An Overview* (paper presented at the conference "Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation," Genoa, 10-11.11.2000).

(MJDS) System.<sup>106</sup> גם כאן הטעם להסדר היה רצון לעודד מנפיקים קנדיים להרשם בארצות-הברית, וכן – אם כי במידה פחותה – מנפיקים אמריקניים בקנדה. במסגרת ההסדר רשאים מנפיקים קנדיים לקיים את חובת הרישום (registration) לפי הדין האמריקני תוך שימוש במסמכי הגילוי שהוכנו על פי הדין הקנדי, ולהיפך. הסדר ה-MJDS עמד לנגד עיני ועדת ברודט, אך בניגוד להסדר הישראלי, ובהיותו מבוסס על הכרה הדדית, קדם לו משא ומתן אינטנסיבי בין ארצות-הברית לקנדה ולבריטניה; האחרונה העדיפה לבסוף שלא להצטרף להסדר.<sup>107</sup>

כאשר מדינה מאמצת את עיקרון ההכרה החד-צדדית הריהי מביעה בכך את דעתה שמשטר הפיקוח של המדינה הזרה מקיים את המטרות שלשמן קבעה היא עצמה את משטר הפיקוח שלה במידה מספקת. הכרה חד-צדדית על ידי מדינה נעשית ללא משא ומתן מוקדם עם המדינה הזרה ואף ללא נטילת רשותה. הכרה חד-צדדית היא אמצעי שיש למדינה קטנה להתגבר על נחיתותה בשעה שאין סבירות כי הרגולטור במדינה האחרת יטרח לשאת ולתת עמה על הסדר הכרה הדדית, בפרט בהתחשב בעובדה שהסדר כזה ירע את מצב מדינתו בתחרות הבינלאומית. הדבר מתחוויר אף יותר אם רואים את ההכרה החד-צדדית כשימוש חנם (free-riding) בתשתית הרגולטיבית של המדינה האחרת.<sup>108</sup>

## 2. תחולת ההסדר על תאגידי-חוץ

המנפיקים הזכאים ליהנות מהסדר הרישום הכפול הם בעיקר אלה המוגדרים בסעיף 1 לחוק ניירות ערך כ"תאגיד חוץ", לאמור: "תאגיד שהואגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל", וכן תאגידי ישראלים כפול-רישום.<sup>109</sup> הגדרת "בורסה בחו"ל" שהוספה

<sup>106</sup> Multijurisdictional Disclosure and Modification to the Current Registration and Reporting System for Canadian Issuers, Exchange Act Release No. 33-6902, 49 SEC Docket (CCH) 260 (21.6.1991).

<sup>107</sup> לסקירה והערכה, ראו למשל, Joel P. Trachtman, "Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency, and Cooperation," 12 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 241 (1991). דוגמה ותיקה להסדר דמוי הכרה חד-צדדית מצויה בכללי הרישום של ה-City של לונדון. כללים אלה אפשרו לחברות ברשימה הבינלאומית של הבורסה של לונדון להשתמש במסמכי הגילוי של מדינת האם שלהם. עם זאת, הסדר זה לא היה מבוסס על חקיקה ראשית מפורשת, בניגוד למצב בישראל ובבלגיה. ראו Jay D. Hansen, "London Calling?: A Comparison of London and U.S. Stock Exchange Listing Requirements for Foreign Equity Financial Services," 6 *Duke J. Comp. & Int'l L.* 197 (1995). לאחרונה עברה הסמכות בעניין זה ל-*Official Listing of Securities (Change of Competent Authority) Regulations* (2000).

<sup>108</sup> ברנד בלאק רואה בכך מקרה מיוחד של תופעת "שק הקמח" הנזכרת לעיל, משום שמדינה שלמה – ולא רק מנפיק פלוגי – "רוכבת" על תשתית הפיקוח של המדינה הזרה. ראו Black, הערה 30 לעיל, בעמ' 816.

<sup>109</sup> עד לחקיקת הסדר הרישום הכפול היו לחברות הדואליות הוותיקות – דהיינו: התאגידיים (ישראליים כולם) שמניותיהם רשומות למסחר בבורסה של תל אביב וגם בבורסה זרה – מחויבים בדיווח נפרד לפי שתי שיטות המשפט שחלו על הבורסות השונות. לאחר תיקון 21 קובע סעיף 35(א) לחוק: "תאגיד שניירות ערך שלו הרשומים למסחר בבורסה רשומים למסחר גם בבורסה בחו"ל והוא מדווח לפי הוראות פרק ו' רשאי לעבור לדיווח לפי הוראות פרק זה, כל עוד ניירות הערך שלו רשומים למסחר בחו"ל".

לסעיף 1 לחוק<sup>110</sup> אינה כוללת הגדרה מושגית אלא רק מפנה לרשימות בורסות בתוספת השנייה והשלישית. בעת חקיקת התיקון כללה התוספת השנייה את שלושת השווקים הלאומיים בארצות-הברית, דהיינו: הבורסה של ניו יורק (NYSE), ה-American Stock Exchange (AMEX) ומקטע השוק הלאומי של נאסד"ק (NASDAQ-NM) – ואילו התוספת השלישית הייתה ריקה. שר האוצר הוסמך לקבוע בורסות בתוספת השלישית ולמחוק בורסות משתי התוספות, כאשר המבחן המנחה לכך הוא האם כללי הרישום בהן, והדין החל על תאגידים שהואגדו בישראל ורשומים בהן, מבטיחים "די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל".<sup>111</sup> רכיבי דין אלה מהווים, למעשה, את "הדין הזר", המוגדר בסעיף 1 לחוק כ"דין החל על תאגיד חוץ בשל רישום ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, לרבות כללי אותה הבורסה בחו"ל", כך שניתן להתייחס למונחים אלה כחופפים זה את זה. הכוונה היא לדין המדינה שרשויותיה מפקחות על אותה בורסה.

ההצדקה להחלת מנגנון ההכרה החד-צדדית על שווקים מסוימים בלבד נשענת על חובתו של שר האוצר להבטיח כי למשקיעים בהם ניתנת הגנה מספקת. אמת-המידה לשיקול דעתו של השר היא הדיבור "די הצורך", שכשלעצמו אינו חד-משמעי. ההיסטוריה החקיקתית של ההסדר, ובפרט הנסיגה מהמלצות ועדת ברודט (לקבוע משטר גילוי השקול לזה החל על מנפיקים בישראל מכוח חוק ניירות ערך), מלמדת שהמחוקק אינו דורש שהדין הזר יספק לציבור המשקיעים בישראל הגנה שקולה לזו המוקנית להם מכוח הדין הישראלי אלא רק שיספק הגנה סבירה, ואף פחותה במשמע.<sup>112</sup> משקבע המחוקק הראשי את השווקים הלאומיים של ארצות-הברית בתוספת השנייה לחוק, גילה את דעתו שלמרות נחיתות הדין הזר הנוהג בהם ביחס לדין הישראלי נחשב בעיניו אותו דין זר כמבטיח די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל. בכך מתבטא איזון האינטרסים המתואר לעיל בין הגנה על ציבור המשקיעים לבין הגנה על שוק ההון. מתעוררת

<sup>110</sup> "בורסה בחו"ל" – בורסה לניירות ערך, שוק מוסדר כהגדרתו בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד1994-, או רשימת מסחר בכל אחד מהם, שאינם בישראל, המנויים בתוספת השנייה או השלישית".

הכללת מספר חלופות בהגדרת "בורסה בחו"ל" משקפת מצב בלתי משביע רצון בחקיקה הישראלית, שהגדרות השונות ל"בורסה" המצויות בה אינן אחידות אלא מבוססות על המונח "בורסה" עצמו. כך, למשל, מגדיר חוק ניירות ערך "בורסה" כ"בורסה לניירות ערך שקיבלה רישיון לפי סעיף 45", ובחוק החברות מוגדרת "בורסה" כ"בורסה בישראל, וכן בורסה מחוץ לישראל שקיבלה אישור מידי מי שרשאי לתיתו על פי דין במדינה שבה היא פועלת". חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד1994- מגדיר "בורסה" באופן כמעט זהה, תוך הפניה לחוק ניירות ערך. שורש הקושי נעוץ בכך שחוק זה מגדיר בנוסף גם "שוק מוסדר" כ"מערכת שבאמצעותה מתנהל מסחר בניירות ערך, באופציות או בחוזים עתידיים, על פי כללים שנקבעו על ידי מי שרשאי לקבעם על פי דין במדינה שבה הוא מתנהל". מערך הגדרות נפתל זה מרמז להבחנה בין stock exchange לבין market. מבלי לפרט נציין, כי הבחנה זו איבדה כליל את טעמה בשנים האחרונות עקב ההתפתחויות הטכנולוגיות והעסקיות. השווי Ferrarini, הערה 105 לעיל, בעמ' 17 ) "The distinction between stock exchanges and other regulated markets is not easily justified and can be understood mainly from an historical perspective". הסוגייה עולה מעת לעת בעבודות חקיקה בכנסת ובממשלה והיא נוגעת גם להתדיינות עם רשות ניירות ערך אודות רישוי מערכות מסחר אלטרנטיביות. עד לביטול ההבחנה בחקיקה יש מקום לפרש את שני המונחים כחופפים, כאשר דווקא הרישא להגדרת "שוק מוסדר" מבטאת את ההיבט המהותי של שוק ניירות ערך.

<sup>111</sup> ראו הסיפות לסעיפים 35 ו-35יט לחוק ניירות ערך. לגבי בורסות בתוספת השלישית נזכר גם רכיב שלישי של פרטים נוספים שייקבעו בתקנות; סוגייה שתידון להלן.

לפיכך השאלה מהו מתחם הסבירות שבגדרו ניתן לגרוע מהגנת הדין הישראלי, למשל לעניין הכללת שוקי מניות נוספים בתוספת השלישית. כבר בעת אימוץ הסדר הרישום הכפול היו חברות ישראליות שמניותיהן היו רשומות בשווקים שונים באירופה – חלקן חברות גדולות מאוד וחלקן חברות הזנק זעירות. התומכים ברישום הכפול האוטומטי העדיפו למקד את מאמציהם בשווקים האמריקניים הלאומיים ובחברות הרשומות בהם, שכן זה היה חלק הארי של החברות המועמדות לרישום כפול, והסטייה לגביהן מהמלצות ועדת ברודט הייתה קטנה יותר בהשוואה לשווקים אחרים. התמריץ להרחבת ההסדר לשווקים נוספים הגיע מוקדם מהצפוי עקב המשבר במניות הטכנולוגיה בשוק האמריקני בסתיו 2000, ואליו נוספו אירועי האינתיפדה השנייה. התפתחויות אלה גרמו לכך שחברות ישראליות רבות שהיו רשומות במקטע השוק הלאומי של נאסד"ק איבדו את מרבית ערכן ומניותיהן עברו למסחר ברשימה המשנית של נאסד"ק, דהיינו: מקטע השוק של המניות נמוכות השווי (NASDAQ Small Cap). התוצאה הייתה שחברות אלה חדלו להימנות בין המועמדות הפוטנציאליות לרישום במסגרת הסדר הרישום הכפול. בשלהי שנת 2001 קראו ראשי איגוד החברות הציבוריות להרחבת ההסדר למניות הנסחרות ברשימה המשנית של נאסד"ק וגם לאלה הנסחרות בבורסות באירופה.<sup>113</sup>

לדעתנו, הגבול המרבי הראוי לגריעה מהגנת הדין הישראלי לעניין הכללת שווקים בתוספת השלישית הוא זה שהתווה המחוקק הראשי בתוספת השנייה, כלומר: המשטר הקבוע בדין האמריקני למנפיקים זרים הרשומים למסחר בשווקים הלאומיים של ארצות-הברית. הטעם לכך הוא טעם של מדיניות. ראשית, אין חולק שהסדר הרישום הכפול גרע ממידת ההגנה על המשקיעים. גריעה נוספת עשויה להיות מוצדקת כלכלית אם יהיה בצדה שיפור ניכר במצבו של שוק ההון בישראל, ובפרט אם שיפור זה יהיה גדול יותר מהשיפור שהביא הסדר הרישום הכפול של חברות הרשומות בשוקי התוספת השנייה. התוחלת של שיפור מעין זה נחזית כנמוכה ביותר כאשר מדובר בחברות הרשומות למסחר באירופה ואף ברשימה המשנית של נאסד"ק, אך זוהי סוגייה עובדתית שניסיונות עשויות להשתנות. שנית, הגדלת הגריעה ממידת ההגנה על משקיעים במסגרת הסדר הרישום הכפול תגדיל מניה וביה את הפער בין משטר זה לבין משטר הפיקוח החל על מנפיקים ישראלים בישראל – תוצאה שעל היבטיה השליליים עמדנו לעיל. שלישית, לדעתנו ראוי לקבוע סף תחתון שאותו אין לחצות לגבי גריעה מההגנה על משקיעים, במיוחד משום

---

<sup>112</sup> נעיר, כי בעבר קבע סעיף 41 לחוק (שבוטל בתש"ס) כי ניתן לפטור תאגיד הרשום בחוץ לארץ מדרישות החוק אם חוקי המדינה שבה הוא רשום "מבטיחים די צורכם את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל". למיטב ידיעתנו, לא עמדה פרשנותה של הוראה זו להכרעה שיפוטית.

<sup>113</sup> "איגוד החברות הציבוריות: יש לאפשר רישום כפול גם לחברות ישראליות הנסחרות ברשימה המשנית של נאסד"ק", **The Marker.Com**, 17.11.2001, <<http://www.themarker.com>>; "ראשי האיגוד: לצמצם משמעותית את האגרה על החברות הדואליות שנרשמו בת"א", **כרוז** דצמבר 2001, 6.

שפיקוח על ניירות ערך בשוק של מדינה מפותחת אינו יכול להיות במגמת גריעה ונסיגה, שכן הדבר עלול להוציא לשוק זה מונויטין שליליים.

מבחינה פוזיטיבית, נקודת המוצא הראויה לפרשנות הדיבור "די הצורך" היא מבחן המסגרת הכללי הנוהג בדין הישראלי לגבי היקף חובת הגילוי – דהיינו: מבחן המהותיות – וזאת על אף אי-הבהירות האנהרנטית לו.<sup>114</sup> על פי מסגרת זו, היקף הגילוי הנדרש ממנפיקים ישראליים בשוק התוספת השנייה מגדיר גם את המידע הנחשב מהותי לציבור המשקיעים בישראל. לכן, ככל שהדין הזר בשוק אירופאי פלוני, למשל, נופל בהיבטים מהותיים מהדין האמריקני האמור, שר האוצר לא יהיה מוסמך לכלול את אותו שוק בתוספת השלישית. עם זאת, תיקון 21 פותח פתח לריפוי הפגם על ידי דרישת פרטים נוספים בהתאם לסעיף 35כ(א)(2) לחוק. מהאמור לעיל נובע, כי דרישת הפרטים הנוספים צריכה להיות **לפחות** עד להיקף הגילוי של מנפיקים הרשומים בבורסות שבתוספת השנייה. עדיין יש מקום לשאלה אם בכך סגי: להלן נצביע על היבטים שונים של ההבדלים בהגנה על משקיעים בין שוקי ניירות הערך בארצות-הברית ובאירופה.<sup>115</sup>

מבחינת דיני הגילוי הצרים, יש לזכור שההקלות הניתנות למנפיקים לא-אמריקניים במסגרת טופס 20-F נתפרו במקורן למידותיהם של מנפיקים אירופיים גדולים מתוך כוונה למושכם לשוק האמריקני. ההקלות הניתנות במסגרת טופס זה למנפיקים המדווחים על פיו בהשוואה למנפיקים אמריקניים הותאמו לתקני הדיווח המקובלים באירופה.<sup>116</sup> קריאת איגוד החברות הציבוריות להוסיף בורסות אירופיות להסדר הרישום הכפול, באמצעות הכללתן בתוספת השלישית, עשויה להתמך בטענה שרמת הגילוי של מנפיקים אירופיים מוכרת בעיקרה כמספקת לצורך עמידה בדרישות טופס 20-F, ולכן ניתן להכיר בה גם במסגרת הסדר הרישום הכפול. תמיכה נוספת לטענה כזו יכולה להמצא בכך שההבדלים בין הדין האמריקני לשאר העולם הצטמצמו במידת מה

---

<sup>114</sup> באופן פורמלי, אמת-המידה להיקף המידע הטעון גילוי לפי חוק ניירות ערך היא מבחן "המשקיע הסביר", הקבוע בסעיפים 16 ו-36 לחוק לגבי הגילוי בשוק הראשוני ובשוק המשני, בהתאמה, דהיינו: היקף הגילוי בתשקיף ובדוחות תקופתיים ומידיים. אולם, מבחן המשקיע הסביר אינו יכול לספק הדרכה נאותה לגבי היקף חובת הגילוי, בניגוד למבחני "אדם סביר" ו"בעל מקצוע סביר" המקובלים בדין הישראלי. הסיבה לכך היא ש"המשקיע הסביר" שמתאר בית המשפט החל מהלכת **ברנוביץ**, הערה 76 לעיל, בעמ' 837-838 - זה המצוי בין מקצוענות לבורות מבחינת הבנתו בהשקעה בשוק ההון - אינו רק היפותטי או אוטופי, כביתר מבחני האדם הסביר, אלא הוא בלתי-מייצג לחלוטין לצורך עיצוב חובת הגילוי. חלק הארי של הגילוי מכוח דיני ניירות ערך מיועד לקהילה המצומצמת של מקצועני השוק ומעוצב לפי כישוריה וצרכיה, ואילו מרבית ה"משקיעים הסבירים" אינם מעיינים בדיווחים מחמת אדישות רציונלית. בפרשת **ברנוביץ** אכן ממיר הנשיא שמגר את מבחן המשקיע הסביר, שהוא בחזקת אנוס על פי הדיבור, במבחן המהותיות. ראו שם. לעניין מעמדו של מבחן המהותיות, ראו הערה 156 להלן.

<sup>115</sup> בעת כתיבת המאמר סר חינם של השווקים באירופה בעיני מנפיקים ישראלים, וחברות היי-טק ישראליות רבות שכבר נרשמו באירופה איבדו חלק ניכר מערכן. מצב זה עשוי לחלוף.  
<sup>116</sup> ראו הערה 86 לעיל.

לאחרונה,<sup>117</sup> ובכמה בורסות באירופה נהוגים כללי דיווח תובעניים אף יותר מאלה הקבועים בדין הלאומי שלהן.<sup>118</sup>

שאלה מעניינת היא באיזו מידה צריכה מערכת הדינים החלה על התאגיד מכוח רישומו בחו"ל (השקולה, כאמור, למונח "הדין הזר") להתפרש ככוללת את כלל הסביבה הנורמטיבית ולא רק את דיני ניירות הערך של המדינה המארחת. חשיבות מיוחדת נודעת לנורמות הדיוניות החלות על מימוש זכויות המשקיעים כלפי המנפיק, בעלי העניין בו וצדדים שלישיים, ובראשן האפשרות לתבוע במסגרת תובענה ייצוגית. במדינות אירופה לא מוכר מנגנון התביעה הייצוגית, והדבר מקהה במידה רבה את שיניה של חובת הגילוי הקיימת בהן, המצומצמת כשלעצמה. לפיכך ניתן לטעון, כי הדין במדינות אירופה אינו עומד בדרישת סעיף 35 כי להבטחה "די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל". אף על פי כן אנו נוטים לדעה כי בשל האפשרות להגיש בישראל תובענה ייצוגית על אי-קיום הוראות הדין הזר, ניתן לצמצם את ההשוואה לדין הזר הרלבנטי רק לנורמות המהותיות.<sup>119</sup>

מושג "הדין הזר" אינו מתייחס על פי פשוטו למערכת הנורמות הבלתי-פורמליות המכונה "משמעת שוק". מדובר, כזכור, בתופעה תרבותית ולא משפטית, המגדירה כללי "ראוי" ו"בלתי-ראוי" לגבי מערכת היחסים שבין המנפיק, אנשי הפנים בו, מקצועני השוק וציבור המשקיעים הרחב. מכל שוקי המניות בעולם, רק לשווקים האמריקניים הגדולים יש מוניטין של שווקים הנתונים למשמעת שוק של ממש, אף אם בלתי-מושלמת, ותשתית המצדיקה מוניטין אלה. בשוקי המניות באירופה הקונטיננטלית (למעט אנגליה) אין תשתית מפותחת של מחקר אנליטי. הדעה הרווחת היא ש"תרבות של מניות" (equity culture) במובן האנגלו-אמריקני של המונח חסרה בהם באופן כללי, אף כי בראשית העשור החלה להסתמן מגמת שינוי.<sup>120</sup> כפועל יוצא, המונח "משמעת השוק" כמעט אינו מוכר בהקשר של שווקים אלה. כמבואר לעיל,<sup>121</sup> התנאים העובדתיים שבהם סביר להניח שהמנפיק נתון למשמעת השוק בארצות-הברית אינם מתקיימים ברבים מהמנפיקים הישראלים שנקבעו כזכאים להשתמש בהסדר הרישום הכפול. ממצב עובדתי

---

<sup>117</sup> בספטמבר 1999 ערכה ה-SEC תיקון נרחב בהוראות הדיווח למנפיקים זרים המדווחים באמצעות טופס 20-F. התיקון התאים את מתכונת הדיווח לתקנים שאימץ הארגון הבינלאומי של נציבויות ניירות ערך (International Organization of Securities Commissions – IOSCO). למרות השינוי המקיף בפורמט הדיווח, לא חל שינוי, ובפרט לא הקלה, מבחינת היקף הגילוי הנדרש.

<sup>118</sup> כך, למשל, בשוק של EASDAQ בבליה נהגו כללי הרישום שדרשו דיווחים רבעוניים על פי כללי חשבונאות אמריקאיים או תקן החשבונאות הבינלאומי IAS וכן דיווח מיידי של אירועים מהותיים. ראו EASDAQ, *Issuers' Continuing Obligations* 19, 35-36 (2000). EASDAQ נרכשה על ידי נאסד"ק ומופעלת כיום בתור NASDAQ Europe.

<sup>119</sup> לדיון באפשרות של הבדלים בין נורמות מהותיות בדין הזר והדין הישראלי, ראו הטקסט הסמוך להערה 145 להלן ואילך.

<sup>120</sup> ראו, למשל, ביחס לשוק הגרמני, Thomas J. Andre, Jr., "Cultural Hegemony: The Exportation of Anglo-Saxon Corporate Governance Ideologies to Germany," 73(1) *Tul. L. Rev.* 69, 75 (1998); Ursula C. Pfeil, "Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation," 11 *Am. U. J. Int'l L. & Pol'y* 137, 147 (1996). ראו גם J.P. Morgan, *Online Finance Europe* (2000).

<sup>121</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 90 לעיל ואילך.

זה ניתן לגזור טיעונים מנוגדים לגבי הוספתן של בורסות אירופיות או הרשימה המשנית של נאסד"ק לתוספת השלישית. מחד גיסא, אין זה רצוי לכרסם עוד במעט שנותר ממשטר הפיקוח שבשווקים האמריקניים הלאומיים; מאידך גיסא, אם משמעת שוק אינה שוררת, מאי נפקא מינה אם אינה שוררת בארצות-הברית או באירופה?

לסיכום ניתן לומר, בהכללה, שהנחת העבודה הראויה לעניין הוספת בורסות לתוספת השלישית היא שמידת ההגנה שמקנים השווקים באירופה או הרשימה המשנית של נאסד"ק נופלת מזו שמקנים השווקים האמריקניים הלאומיים<sup>122</sup>. מכאן, שהפעלת הסמכות להוספת בורסות לתוספת השלישית צריכה להתבצע בזהירות רבה, תוך התייחסות למערך שיקולים רחב יותר מלשונו היבשה של הדין הזר החולש עליהן, ובעיקר תוך הבחנה קפדנית בין בורסה לבורסה. בפרט יש לזכור, כי אם אמנם יוספו בורסות לתוספת השלישית ללא דרישה משמעותית של פרטים נוספים מכח סעיף 35כ(א)(2) לחוק, אזי יש לחשוש להתגברות הלחץ לכרסום בדין הישראלי עקב הפליה לרעה של מנפיקים הרשומים בישראל בלבד.

### 3. תחולת ההסדר על תאגידים זרים

מלכתחילה נועד הסדר הרישום הכפול לחול על תאגידים ישראליים. ההסדר נהגה ועוצב במטרה עיקרית אחת – "להביא הביתה" חברות ישראליות שפנו לשדות זרים. מטרה זו חלשה על כל מהלך החקיקה והיא משתקפת בעובדה שמרבית הוראותיו של תיקון 21 נסבות על "תאגיד חוץ" שהוא תאגיד המואגד בישראל. אולם, גם לפני תיקון 21 הייתה לרשות ניירות ערך סמכות, מכוח סעיף 41 לחוק, לפטור תאגיד הרישום בחוץ-לארץ מדרישות החוק אם חוקי המדינה שבה היה רשום "מבטיחים די צורכם את עניניו של ציבור המשקיעים בישראל". זהו בקירוב המבחן העומד כיום בבסיס הסדר הרישום הכפול. אכן, תחילה גרסה הבורסה של תל-אביב כי ניתן להתקין במהירות הסדר של רישום כפול אוטומטי באמצעות תקנות מכוח סעיף 41, אלא שעבודת הכנה ברשות ניירות ערך העלתה כי ההסדר סבוך מכפי שנראה ממבט ראשון ומצריך חקיקה ראשית.<sup>123</sup>

סעיף 41 בוטל בתש"ס עוד במסגרת תיקון 20, ובמסגרת תיקון 21 הוסף לחוק ניירות ערך סעיף 35 ל. סעיף זה מסמיך את הרשות להחיל את הסדר הרישום הכפול גם על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, והוא מבקש לרשום ניירות ערך אלה למסחר בבורסה בישראל.<sup>124</sup> הוראה זו היא המשך רעיוני ישיר של סעיף 41 שבוטל, והיא משתלבת היטב בהסדר החדש. גם ההוראה הישנה וגם ההוראה החדשה חלות כפשוטן על כל תאגיד שהתאגד לפי דין זר, אלא שבאופן מעשי הבורסה של תל-אביב לא היוותה מעולם יעד רלבנטי

<sup>122</sup> הנחה זו נתמכת גם בממצאים אמפיריים. ראו מחקרו של Miller, הערה 12 לעיל.

<sup>123</sup> הטקסט מבוסס על שיחות עם ראשי הבורסה ורשות ניירות ערך בקיץ 1999.

לרישום זר של חברות זרות. קהל הלקוחות הטיפוסי שאליו הן פונות כולל בעיקר תאגידים שהתאגדו בחוץ-לארץ על ידי יזמים ישראלים,<sup>125</sup> אולם באופן עקרוני אין כל מניעה להחיל את הסדר הרישום הכפול על כל תאגיד זר. בפברואר 2001 חלה התפתחות מעניינת בהקשר זה, כאשר חברת פוליקום (Polycom), המאוגדת בדלוור ומושבה בקליפורניה, נרשמה למסחר בבורסה בתל-אביב תוך שימוש בהסדר הרישום הכפול. הטעם המיידני וכנראה היחיד לצעד זה היה רכישת מניותיה של חברת אקורד נטוורקס (Accord Networks) – חברה המאוגדת בישראל שמניותיה היו רשומות למסחר בנאסד"ק – בעסקה של החלפת מניות. מכיוון שהצעת מניותיה של פוליקום לציבור המחזיקים במניות אקורד נטוורקס בישראל היא בגדר הצעה לציבור הטעונה תשקיף, אפשר הסדר הרישום הכפול לחסוך את הכנת מסמכי הגילוי בעברית על פי התקנות הישראליות ולהסתפק במסמכי הגילוי האמריקניים של החברה, אגב רישום ניירות הערך שלה בבורסה בתל-אביב. הגם שתרחיש זה כנראה לא נצפה מראש בעת הכנת ההסדר<sup>126</sup> הוא אינו מציב כל קושי עקרוני. מכל מקום, מחזור המסחר במניותיה של חברת פוליקום בבורסה של תל-אביב היה אפסי, והחברה נמחקה מהמסחר בה לאחר כשמונה חודשים.<sup>127</sup>

מהם השיקולים שצריכים להנחות את רשות ניירות ערך בבואה לדון בבקשת רישום על פי סעיף 35ל3? <sup>128</sup> הוראת סעיף 35 משתלבת בהסדר הרישום הכפול, ולכן נראה שהעיקרון המנחה לעניין זה צריך להיות זהה לעיקרון העומד בבסיס ההסדר לגבי תאגיד-חוץ וההסדר שעמד בשעתו בבסיס סעיף 41 – דהיינו: שהתאגיד המבקש יהיה כפוף למשטר פיקוח שיבטיח די הצורך את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל. הבסיס למשטר זה הוא הדין הזר החל על התאגיד. לרשות ניירות ערך מוקנית סמכות (על פי סעיף 35 סיפא) להתנות את אישורה בתנאים – וסמכות זאת יש להפעיל בדומה לסמכות שר האוצר להורות על הוספת פרטים למסמך רישום של תאגיד חוץ

---

<sup>124</sup> סעיף 35 קובע: "הרשות רשאית להחליט כי הוראות לפי פרק זה, כולן או מקצתן, יחולו על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל וניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, ואשר מבקש לרשום ניירות ערך אלה למסחר בבורסה; הרשות רשאית להתנות את החלטתה בתנאים שתקבע."  
<sup>125</sup> עד לאחרונה הייתה רשומה בבורסה של תל-אביב רק חברה זרה אחת (Gazit Globe), שנרשמה בשנות ה-70 ומנהלת בישראל.

<sup>126</sup> ראו סופי שולמן, "על מה לא חשבו ברשות ניירות ערך", **הארץ** 12.2.2001, ג10.  
<sup>127</sup> "אחרי ניצול הרישום הכפול בעסקת אקורד: פוליקום נמחקת מהמסחר בתל אביב", **גלובס** 22.10.2001; רותם שטרקמן, "הצד השני של הרישום הכפול", **הארץ** 23.10.2001, ג13. בין הסיבות שהוזכרו למיעוט המסחר היו החבות במס רווח הון על עסקאות במניות פוליקום שחלה באותה עת ואי-הכללתן במדדים המצרפיים השונים של הבורסה בתל-אביב. ראו שם. יצוין, שכבר במועד הרישום הכפול לא היה ברור עד כמה תיהנה הבורסה בתל-אביב גם מחלק מנפחי המסחר במניות החברה הזרה, וראו שולמן, הערה 127 לעיל; אך החיסכון בהוצאות התשקיף בישראל הושג בכל מקרה.

<sup>128</sup> תיקון 21 אינו כולל הוראת הסמכה להתקין תקנות לעניין סעיף 35, כך שלפי לשון הסעיף הסמכות תופעל באופן פרטיקולרי לגבי תאגידים מסויימים.

(על פי סעיף 35יח) – דהיינו: כך שתושג מידה מספקת של הגנה על ציבור המשקיעים, ולפחות מידת ההגנה שהייתה מתבקשת במקרה של תאגיד-חוץ הרשומים בבורסות שבתוספת השנייה.

אלא, שלשונו התמציתית של סעיף 35 עלולה להטעות, וראוי לעמוד על כך ששיקול דעת של הרשות עשוי להיות שונה מהשיקולים לעניין רישום כפול של חברות ישראליות. הסיבה להבדל נעוצה בכך שחלק ניכר מההגנה על משקיעים מן הציבור נובע מדיני החברות החלים על החברה, בצד דיני ניירות הערך החלים עליה. לפיכך, על הרשות לבחון את מכלול הדינים החלים על התאגיד המבקש, לרבות דין החברות החל עליו – ולא רק את רכיבי הדין הזר החלים על החברה מכוח רישומה בבורסה הזרה, הכוללים בעיקר את דיני ניירות הערך של המדינה הזרה וכללי הרישום של הבורסה הזרה. איננו סבורים שרשות ניירות ערך צריכה לדרוש מתאגיד זר המבקש להירשם בתל-אביב לשנות את מסמכי ההתאגדות שלו כך שיכילו הסדר דומה לחוק החברות הישראלי. תהא זו התערבות מוגזמת ובלתי-נחוצה; אולם בנקודות קריטיות נראה כי לא יהיה מנוס מדרישות מהותיות.

כדוגמה לדרישה מהותית לגיטימית נצביע על סוגיית התובענה הייצוגית. לעיל טענו, כי דרישת פרטים נוספים במסגרת הפעלת הסמכות להוסיף בורסות לתוספת השלישית יכולה להתמקד בדינים המהותיים החלים בבורסות אירופיות, בהתחשב באפשרות להגיש תובענה ייצוגית בישראל. דא עקא, שההסדר לגבי תובענה ייצוגית של בעלי מניות בחברה ישראלית קבוע, משום מה, בחוק החברות,<sup>129</sup> ולכן הוא חל, כנראה, רק על תאגידים ישראליים. אם התאגיד המבקש להירשם בתל-אביב רשום למסחר בארצות-הברית עדיין יוכלו בעלי המניות לפנות בתביעה ייצוגית בארצות-הברית, שכן שם מוסדרת הסוגייה בכללי סדרי הדין הפדרליים. ייתכן שבכך סגי,<sup>130</sup> אולם לגבי תאגיד זר הרשום למסחר במדינה אחרת עלולים התאגיד ובעלי עניין בו לטעון שלא ניתן לתובעם בתובענה ייצוגית – ולכן נראה כי על הרשות לדרוש שהתאגיד וכל בעלי העניין בו יביעו הסכמה להחלת סדרי הדין הקבועים בחוק החברות הישראלי, למשל, כחלק ממסמך הרישום.

#### 4. היקף חובת הגילוי

חובת הגילוי של תאגיד חוץ מקיפה אך ורק את המסמכים שהתאגיד חייב לפרסם או להגיש לפי הדין הזר וכן מסמכים שפרסם התאגיד באופן וולונטרי במדינה הזרה. זהו היישום המעשי של

<sup>129</sup> קביעת הסדר התובענה הייצוגית בחוק החברות היא בעניינו טעות, כפי שהייתה זו טעות למקם את ההסדר קודם לכן בחוק ניירות ערך. טעות זו באה בהמשך לעיוותים אחרים בהסדרת דיני התובענה הייצוגית בכלל בדין הישראלי, ביניהם קביעת הסדרים דומים אך לא זהים בחקיקה ראשית לגבי תחומי דין מסויימים; ראו הערה 130 להלן.

<sup>130</sup> בעת כתיבת המאמר עמדה בעיצומה התדיינות אודות סדרת עסקאות בקבוצת החברות אלרון, לרבות בחברת אלסינט, שהיא חברה ישראלית הרשומה למסחר בארצות-הברית בלבד. אחד מסלעי המחלוקת היה שאלת האפשרות להגיש תובענה ייצוגית בישראל אודות פרשה שאירעה בתקופה שבה הסדר התובענה הייצוגית היה קבוע בחוק ניירות ערך ולא בחוק החברות. התוצאה הרצויה צריכה להעמיד בידי בעלי המניות מהציבור כלים רבים ככל האפשר להגן על זכויותיהם, לרבות תובענה ייצוגית בישראל, אך אין לכחד כי מדובר בשאלה קשה. ת"א (חי') 1318/99 אלסינט בע"מ נ' גדיש קרנות גמולים (לא פורסם, 16.8.2000). מקרה זה מדגים היטב את המודל שהצגנו אודות משטרים משפטיים מורכבים החלים על תאגידים ברישום זר. ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 617-621.

ההכרה החד-צדדית במתכונת הרישום הכפול האוטומטי שהבורסה של תל-אביב דגלה בו ואומץ לבסוף על ידי המחוקק. חובה זו קבועה לגבי השוק הראשוני – דהיינו: בעת הרישום למסחר – בסעיף 35כ(א)(1) לחוק, ולגבי השוק המשני – דהיינו: לעניין הדיווח השוטף – בסעיף 35לא(ג)(1) לחוק.<sup>131</sup> אם תופעל הסמכות בדבר הוספת בורסות לתוספת השלישית, אזי תחול חובת הדיווח גם על הפרטים הנוספים שיידרשו בנוסף לגילוי על פי הדין הזר והגילוי הוולונטרי.

רישום למסחר של תאגיד-חוץ נעשה באמצעות מסמך רישום. זהו מסמך טכני קצר הכולל כמה פרטים מזהים על התאגיד וניירות הערך הנרשמים, ואליו מצורפים מסמכי גילוי שפורסמו או הוגשו על פי הדין הזר.<sup>132</sup> מסמך הרישום מחליף, לפיכך, את התשקיף שהיה נדרש אלמלא כן בכל רישום של ניירות ערך למסחר בבורסה, בהיותו של רישום למסחר משום הצעה לציבור של ניירות ערך. הדיווח השוטף של תאגיד-חוץ מתנהל במתכונת דומה: על התאגיד להגיש דוחות תקופתיים, דוחות ביניים, דוחות מיידיים ודוחות על החזקות בעלי מניות בו במתכונת ובמועדים הקבועים בדין הזר, וכן דיווחים וולונטריים שפרסם למשקיעים בניירות הערך שלו הרשומים למסחר בחוץ-לארץ.<sup>133</sup> נוסף על כך רשאית רשות ניירות ערך לדרוש השלמת פרטים לגבי שני סוגי הדיווח,<sup>134</sup> וגם לפטור מחובת דיווח ככל שהיא עולה מן החוק אך אינה נדרשת בדין הזר לגבי שמירת סוד מסחרי.<sup>135</sup> הן במסגרת מסמך הרישום והן במסגרת הדיווח השוטף רשאי התאגיד המדווח לצרף מסמכים שפרסם או הגיש במקורם בשפה האנגלית, בשפת המקור.<sup>136</sup>

תיקון 21 צועד צעד גדול נוסף מעבר למטרות שנקבעו להסדר בתחילה ולהמלצות ועדת ברודט. סעיף 35כט לחוק מאפשר לרשות להרחיב את ההסדר גם לגיוס הון בשוק הראשוני בדרך של הנפקה, ולא רק לרישום ניירות ערך שאין עמו גיוס הון. בהצעת ניירות ערך לציבור בישראל על ידי תאגיד שהואגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל או שירשמו בה למסחר מיד לאחר פרסום התשקיף ניתן לפטור את התאגיד מהוראות בדבר מבנה התשקיף וצורתו.<sup>137</sup> אם

<sup>131</sup> סעיף 35כ(א)(1) לחוק, הדין במסמך הרישום, קובע:

שר האוצר יתקין, לפי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה, ובאישור וועדת הכספים של הכנסת, תקנות בדבר מבנהו וצורתו של מסמך הרישום ובדבר פרטים מזהים לגבי תאגיד החוץ, ניירות הערך שלו והמחזיקים בהם, שייכללו במסמך הרישום; כמו כן ייקבע בתקנות כי ייכללו במסמך הרישום – (1) לעניין תאגיד חוץ שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל בתוספת השנייה – מסמכים שחייב התאגיד לפרסם או להגיש על פי הדין הזר, ומסמכים שפרסם התאגיד; ...

סעיף 35לא(ג)(1) קובע הוראה דומה לגבי הדיווח השוטף.

<sup>132</sup> לפרטים, ראו תקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנהו וצורתו), התשס"א 2000 – (להלן: תקנות מסמך הרישום).

<sup>133</sup> לפרטים ראו תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים של תאגיד חוץ), התשס"א 2000 – (להלן: תקנות הדיווח השוטף).

<sup>134</sup> לדיון בסמכות הרשות, ראו פרק ז' להלן.

<sup>135</sup> לגבי רישום למסחר מחיל סעיף 35כא, בשינויים המחוייבים, את סעיף 36 לחוק, המפנה בתורו לסעיף 19(א)(1) לחוק. לגבי הדיווח השוטף קובע החוק שרשרת הפניות דומה שראשיתה בסעיף 35לא(ב). זהו סרבול מיותר בטכניקה החקיקתית.

<sup>136</sup> תקנה 4 לתקנות מסמך הרישום; תקנה 2(ג) לתקנות הדיווח השוטף. בהתחשב בזהותן של הבורסות בתוספת השנייה לחוק לא מתעוררת בשלב זה שאלה לגבי דיווח בשפות אחרות. בכמה שווקים באירופה, כגון השווקים השונים הפועלים באנגליה וגם NASDAQ Europe, שפת הדיווח אף היא אנגלית.

<sup>137</sup> סעיף 35כט קובע:

לא חלו על התאגיד חובות דיווח לפי חוק ניירות ערך עובר להנפקה – דהיינו: אם זו ההנפקה הראשונה של ניירות ערך לציבור בישראל – יוכל התאגיד להמשיך ולדווח כתאגיד-חוץ, לפי הדין הזר בלבד. זהו צעד מבורך, שיקל על חברות ישראליות לבצע הנפקות רב-לאומיות (multinational public offerings) וייתן לשוק ההון הישראלי ולציבור בישראל הזדמנות להשתתף גם בשוק הראשוני ולא רק בשוק המשני.

עם זאת, ובדומה לרישום חברות זרות לפי סעיף 35, גם הסדר זה לקוני מאוד. יישומו המלא יחייב נקיטת צעדים עקרוניים נוספים.<sup>138</sup> נקודת קושי אחת היא שהסדר הרישום הכפול נשען, לפחות לכאורה, על ההגנה שאמור לספק השוק הזר לציבור המשקיעים בישראל. החזקה שהגנה זו קיימת מבוססת על תקופת המינימום לרישום הזר או על שווי שוק מינימלי בעת הרישום הכפול. אף כי ניתן להטיל ספק באפקטיביות של תנאי הסף לצורך הבטחת הגנה זו, כמבואר לעיל, אין מקום לוותר עליה כליל. יתר על כן: גיוס הון בישראל באמצעות ניירות ערך לציבור על ידי תאגיד המדווח (או עומד לדווח) לפי הסדר הרישום הכפול, מחדד עוד יותר את סוגיית הפער בין משטר הגילוי שנתונים לו מנפיקים ישראלים רגילים לעומת משטר הגילוי שנתונים לו התאגידים הרשומים בחו"ל.

בהתחשב בשיקולים אלה החליטה רשות ניירות ערך בספטמבר 2001, כי חברות ברישום כפול, המעוניינות להציע ניירות ערך לציבור בישראל, יפרסמו תשקיף בשפה האנגלית ויתבססו על המתכונת המחייבת מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית. מתכונת זו תואמת את המתכונת שעליה המליצה ועדת ברנע לצורך החלה על מנפיקים ישראלים, פרט להבדלי שפה.<sup>139</sup> יישומה של החלטה זו עשוי למתן מעט את הפער בין המנפיקים הרשומים למסחר בישראל אך לא לאיינו כליל.<sup>140</sup> חברות שיימנעו מגיוס הון בישראל לא יידרשו לעמוד בתקן האמריקני-מקומי המחמיר יותר; החלטת הרשות גם אינה מסדירה את הדיווח השוטף לאחר גיוס ההון בישראל, ויש לצפות

---

(I) הרשות רשאית לפטור מהוראות הנוגעות לפרטים בתשקיף, מבנהו וצורתו, כולן או חלקן, תאגיד שהואגד בישראל והמציע ניירות ערך לציבור בישראל אם ניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל או יירשמו בה למסחר מיד לאחר פרסום התשקיף, אם ראתה כי נכון לעשות כן בנסיבות הענין, והיא רשאית להתנות את מתן הפטור בתנאים, לרבות לענין האמור בסעיף קטן (ב).

(II) תאגיד שפרסם תשקיף לפי סעיף קטן (א) וערב פרסום התשקיף לא חלו עליו חובות דיווח לפי חוק זה, ידווח, כל עוד ניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, לפי הוראות פרק זה או לפי הוראות פרק ו'.

(III) בסעיף זה, "הצעה לציבור" – למעט רישום ניירות ערך למסחר בבורסה לפי פרק זה.

<sup>138</sup> נוסף על כך יידרשו גם שינויים במתכונת הפעולה של שוק ההון בישראל, ובפרט התאמה של משטר החיתום בישראל עם אלה הנהוגים בחו"ל. לסקירה ראו מאיר חת, "הסדרת עסקי חיתום של ניירות ערך בישראל", המשפט א 171 (תשנ"ט). ביצוע הרפורמה בשוק החיתום התעכב מאז אמצע שנות ה-90, בין השאר מחמת חילוקי דעות בדבר מתכונת החיתום האופטימלית. בראשית 2002 אישרה ועדת השרים לענייני חקיקה הצעת חוק להנהגת מתכונת חיתום בדומה לזו הנהוגה בארצות-הברית.

<sup>139</sup> הדר חורש, "החברות הדואליות יפיקו על פי תשקיף אמריקאי-מקומי", הארץ 11.9.2001, ג12.

כי התאגידים כפולי הרישום ידרשו לדווח לפי המתכונת המקלה יותר שמתיר הסדר הרישום הכפול.

## 5. אחריות

סעיף 35 מטיל אחריות אזרחית להפרת הוראות חוק ניירות ערך על תאגיד החוץ וכן על הדירקטורים, המנכ"ל ובעל השליטה בתאגיד.<sup>141</sup> כדי לעודד את השימוש בהסדר הרישום הכפול נמנע המחוקק מקביעת רמת אחריות הידועה בתור "אחריות תשקיפית" למסמך הרישום, וקבע רמת אחריות דומה לאחריות בשל דיווחים שוטפים, החלה על מנפיק, דירקטורים, מנכ"ל ובעלי שליטה במנפיק.<sup>142</sup> הוראת האחריות למסמך רישום הקבועה בסעיף 35 ככה זהה, בשינויים המחויבים, להוראת סעיף 52א, הקובע את האחריות האזרחית הכללית להפרת הוראות החוק. זאת, להבדיל מהאחריות התשקיפית הקבועה בסעיפים 34-31 לחוק. למיטב ידיעתנו, טיבה המדויק של האחריות התשקיפית טרם עמד להכרעה ישירה בפסיקה בישראל, אך למרות זאת רווחת משום מה האמונה כי היא מחמירה יותר.<sup>143</sup> יתר הוראות האחריות שבחוק – כגון אחריות לתרמית או לשימוש במידע פנים – עומדות בעינינו ויחולו גם על תאגידים כפולי רישום.

גם הוראות האחריות הפלילית שבחוק ניירות ערך, הנוגעות לגילוי, הותאמו להסדר החדש. סעיף 5 לתיקון 21 הכניס שורה של תיקונים לסעיף 53 לחוק, כך שהעבירות הקבועות בו יחולו גם על מסמך רישום ועל הוראות אחרות של פרק ה.3, הכולל את הסדר הרישום הכפול.

## ה. מקומו של הדין הזר בדין הישראלי

בסוגיות משפטיות הכוללות יסודות זרים מתעוררות תדיר שתי שאלות יסודיות המצריכות הכרעה מקדמית: ראשית – אם יש לבית המשפט סמכות לדון בסכסוך, ושנית – מהו הדין החל על

<sup>140</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 98 לעיל ואילך.

<sup>141</sup> סעיף 35 ככה קובע, בין השאר:

(א) תאגיד שניירות ערך שלו נרשמו למסחר בבורסה על פי מסמך רישום, או שהוא מדווח על פי פרק זה, אחראי כלפי מחזיק בניירות הערך לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהתאגיד הפר הוראה מהוראות פרק זה או תקנות לפיו, ויחולו הוראות סעיפים 52ג ו-52ד, בשינויים המחוייבים.

(ב) האחריות האמורה בסעיף קטן (א) תחול גם על דירקטורים של התאגיד, על המנהל הכללי שלו ועל בעלי השליטה בו.

<sup>142</sup> ראו דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) (רישום כפול), התש"ס 2000, ה"ח 440.

<sup>143</sup> ראו דברי ההסבר להצעת החוק, ה"ח תש"ס, בעמ' 443. ראו, כללית, ע"א 6343/95 אבנר נפס וגז נ' אבן, פ"ד נג(1) 115. ככל שקיימים הבדלים בין אחריות "תשקיפית" לאחריות אזרחית אחרת לפי החוק, הם קטנים למדי. ייחוד אחד של האחריות התשקיפית נובע מסעיף 32 לחוק, הקובע אחריות של מומחים לפרט מטעה שהיה בחוות דעת, דוח, סקירה או אישור שנתנו ונכללו בתשקיף. יצויין, כי האחריות לפי סעיפים 34-31 לחוק אינה זהה לאחריות התשקיפית

הסכסוך (כלומר: ברירת הדין). כך, למשל, ביצוע עסקה בניו-יורק בנייר ערך כפול-רישום יכול לעורר את השאלות הבאות: האם יחול הדין הפלילי של ישראל? האם יוכל תובע לתבוע פיצויים בישראל? ואם כן, לפי איזה דין ייקבעו האחריות והפיצויים?

בשאלת הדין החל ביחס לניירות ערך כפולי-רישום ניתן להבחין בין שלושה היבטים שונים: (1) היבט כללי הנוגע, למעשה, לדיני ניירות ערך באופן כללי בכלל ולא דווקא להסדר הרישום הכפול. היבט זה עניינו האופי הדואלי של דיני ניירות ערך כמשפט ציבורי ומשפט פרטי; (2) היבט כללי נוסף, העוסק בכללי ברירת הדין שיש להחיל בסכסוכים פרטיים, בעיקר נזיקים באופיים, כאשר עשויות לחול עליהם כמה שיטות משפט; (3) היבט ייחודי להסדר הרישום הכפול, הנוגע לתוכנו של הדין הישראלי החל על ניירות ערך כפולי-רישום ועסקאות בהם. בהקשר זה יש לעמוד על משמעות ההכרה החד-צדדית שמכיר החוק בדיני מדינות זרות. בחלק זה נרחיב את הדיבור על ההיבט השלישי הנזכר, שלגביו עשויים להתעורר קשיים ועבודת החקיקה של ההסדר התמקדה בעיקר בו. לשני ההיבטים הראשונים ולשאלת הסמכות נתייחס בקצרה בחלק הבא.

## 1. הצגת הסוגייה

להסדר הרישום הכפול יש מורכבות מיוחדת מכיוון שנורמות ההתנהגות המהותיות שלו מבוססות על דין זר. כזכור, מסמך רישום צריך להכיל (לפחות) "מסמכים שחייב התאגיד לפרסם או להגיש על פי הדין הזר", וכך גם לגבי הדיווח השוטף.<sup>144</sup> הוראות החוק בעניין זה גורמות לכך שהוראות הדין הזר, כפי שהן בכל עת, מהוות חלק מהדין הישראלי; חלק מנורמות התנהגות שהפרתן עשויה לשמש בסיס לאחריות פלילית ולהליכי אכיפה מנהליים בישראל. דין זה יכול לבסס גם עילה לאחריות אזרחית, בין אם לפי הוראות הקבועות בפרק הרישום הכפול (כגון סעיף 35כה, שעניינו אחריות להפרת הוראות) או הוראות אחרות בחוק ניירות ערך (כגון סעיפים 52 ח 541-, שימוש במידע פנים ותרמית). השאלה המתעוררת היא כיצד יש לפרש את העובדה שקביעת אחריות לפי הדין הישראלי מצריכה למעשה דיון בקיום הוראותיו של דין זר.

חוק ניירות ערך אינו מספק הדרכה טובה בנדון. במהלך תקופת החקיקה הארוכה של התיקון הנושא לא לובן באופן מפורט בפומבי, אף כי בוצע מחקר משפטי מקדים על אודות היבטים מסוימים שלו ברשות ניירות ערך. למיטב ידיעתנו, בקרב הקהילייה העסקית בישראל רווחת הסברה שלפיה הדין האמריקני הוא שיחול על דיווח של תאגידים כפולי רישום. סברה זו מבוססת

---

בדין האמריקני לפי סעיפים 11 או 12(1) של ה-Securities Act of 1933, שהיא אכן חמורה יותר מאחריות לעסקאות אחרות, מכיוון שעל פי סעיפים אלה תיתכן אחריות מוחלטת ללא הגנות בנסיבות מסוימות.<sup>144</sup> סעיפים 35כא(א) ו-35ל(ג) לחוק, בהתאמה.

על ההסתמכות על הדין הזר, והיא נתמכת בקיומה של סמכות לרשות ניירות ערך להתערב בהליך הרישום רק במקרים חריגים ולאחר התייעצות בנציבות האמריקנית.<sup>145</sup> להלן נתווה בקווים כלליים את דעתנו, אך נדגיש כי מדובר בסוגייה סבוכה שאין לגביה אסמכתאות טובות.

הדיון להלן מונחה על ידי התכלית החקיקתית של ההסדר, שהיא לצמצם במידת האפשר את ה"חיכוך" בין התאגידים כפולי הרישום לבין משטר הפיקוח הישראלי – הן מבחינת תוכן הדין והן מבחינת אכיפתו במישור הפלילי והאזרחי. זאת, כביטוי לצמצום העול הרגולטיבי ומתוך הנחה שהכפיפות לדין ולמשמעת השוק בארצות-הברית (בשלב ראשון) מספקות הגנה סבירה. שיקולי מדיניות משפטית תומכים בקביעת כלל משפטי פשוט ליישום ככל האפשר, בצד השאיפה להקל על התאגידים כפולי הרישום מבחינה מהותית. כללים סבוכים מגדילים את חוסר-הוודאות המשפטית ויוצרים סיכון, השקול לכל דבר לעול רגולטיבי. באותה רוח, מכיוון שיסודות האחריות בדיני ניירות ערך בישראל חלים באופן שווה במישור האזרחי ובמישור הפלילי, רצוי לשאוף לכללים אחידים בשני המישורים גם בשאלה הנוכחית. לבסוף, יש לשאוף לגיבוש כללים הניתנים ליישום באותו אופן על מעשים ומחדלים שהתרחשו בישראל ועל אלה שהתרחשו בשוק הזר – סוגייה שנקדיש לה דיון מיוחד בחלק הבא.<sup>146</sup> בפסקאות הבאות נתמקד, לפיכך, במקרים המתרחשים בשוק של ישראל כמדינת הפורום.

## 2. גישות אפשריות לפתרון

ניתן להעלות על הדעת כמה גישות לקביעת תוכנו של הדין הישראלי החל על ניירות ערך כפולי-רישום. גישה אחת – "הגישה המקומית" – גורסת בפשטות כי הדין החל בישראל הוא הדין הישראלי. על פי גישה זו רואים את מסמכי הגילוי והדיווחים של תאגיד החוץ כמסמכים שהוכנו והוגשו מכוח הדין הישראלי, אלא שתוכנם וצורתם קבועים במקור חיצוני – הדין הזר כפי שהוא בכל עת – בדומה להטלת חובה לציית למפרט בטיחות שמפרסם גוף תקינה בינלאומי. באופן ציורי ניתן לדמות זאת למצב שבו תקנות ניירות ערך כוללות תוספת הכתובה אנגלית (או שפה אחרת), ובה טופס 20-F וכל יתר הוראות הדין הזר כפי שהוא בעת המעשה הרלבנטי. תקינותו של הגילוי תיבחן אז לפי אמות מידה ישראליות, ובראש ובראשונה לפי מבחן המהותיות, כפי שהוא מתפרש בכל עת על ידי בתי המשפט בישראל. עבירות גילוי ועבירות מסחר ייבחנו אף הן באותו אופן – על

<sup>145</sup> השוו לסעיף 35כד(א) סיפא, המסמיך את הרשות לפנות אל גוף המופקד על פיקוח או אכיפה של הדין הזר בטרם ייפנו לתאגיד בדרישה להשלמת פרטים.

<sup>146</sup> לגישה דומה ראו סיליה וסרשטיין פסברג, "ברירת דין וקביעת הנזק בתביעות נזיקין", משפטים כו 325, 337 (תשנ"ו), הגורסת כי "ראוי לעצב כלל ברירת דין אחיד לעוולות מקומיות ולעוולות זרות".

פי הדין הישראלי, לעניין היסוד ההתנהגותי או התוצאתי, סיבתיות, היקף הפיצויים וכל עניין אחר.<sup>147</sup>

גישה שנייה – "גישת ההפניה" – מבוססת על מודל של הפניה לדין הזר, בדומה לדוקטרינות של ברירת דין במשפט הבינלאומי הפרטי. לפי גישה זו הדין הישראלי קולט את הדין הזר ומחיל אותו באופן מהותי, ובמלואו, על תאגידים כפולי-רישום ועל ניירות הערך שלהם. יודגש, כי הדימוי למושג ברירת הדין הוא בגדר דימוי בלבד, שכן הפניה לדין הזר מבוססת על יסוד "הדין הזר" הקבוע בלשונו המפורשת של החוק, ולא על כללי המשפט המקובל האנגלי שנקלטו למשפט הפרטי הישראלי. לפיכך, אין מניעה – ולמעשה יש חובה – להפעיל את ההפניה באותה מתכונת בדיוק גם במישור המשפט הציבורי (פלילי ומינהלי) וגם במישור המשפט הפרטי. מבחינת מודלים להשוואה, ההפניה דגן דומה להוראות הפניה לדין זר הקבועות בחוק הירושה, אך רחבה מהן מכיוון שהוראות חוק הירושה מצומצמות למשפט הפרטי.<sup>148</sup> הפניה מעין זו דומה במקצת גם להוראות ההפניה למשפט הנוהג באנגליה שהיו קבועות בעבר בפקודות מנדטוריות (כגון פקודת הנזיקין ופקודת החברות).

גישה שלישית – "הגישה המעורבת" – משלבת יסודות משתי הגישות המתוארות לעיל ואינה נצמדת באופן דווקני לעקרון צרוף מסוים. התמהיל בין היסודות משתי הגישות הקודמות ייקבע בדרך של פרשנות בפסיקת בתי המשפט, בהמשך ישיר לבחירת הגישה הבסיסית בדרך של פרשנות. חלוקה שיטתית בין שתי הגישות כמקור לעיצוב הגישה המעורבת יכולה להתבסס, למשל, על גישת ההפניה כמקור לכללי גילוי ועל הגישה המקומית כמקור נורמטיבי שיוכי, ובפרט לגבי טיפול בעבירות. דהיינו: תקינות הגילוי של תאגידי חוץ – לרבות התוכן, הפורמט והעיתוי של הגילוי – יכולים להקבע לפי הדין האמריקני (בשלב זה), ואילו פיקוח על עבירות – כגון שימוש במידע פנים או מניפולציה – יידונו לפי הדין הישראלי.

### 3. רציות הגישות השונות

להלן נדון בשיקולים אפשריים לנקיטת כל אחת מהגישות האפשריות ובעיקר לנקיטת הגישה המעורבת, שהיא בעינינו הגישה המועדפת. זהו דיון פרשני, המונחה במידה רבה על ידי שיקולי מדיניות. מחמת ייחודו של ההסדר, מקורות העזר הזרים להכרעה בו דלים יחסית. אכן, בספרות

<sup>147</sup> להלכות הישראליות המרכזיות ראו, למשל, ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 642 (תרמית ומניפולציה), ע"פ 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד (לא פורסם) (שימוש במידע פנים), רע"א 378/96 וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ, פ"ד נד(3) 247 (היקף העילה).

<sup>148</sup> השו"ו, למשל, לסעיפים 137-138 לחוק הירושה, תשכ"ה-1965, הקובעים את הדין החל על ירושה בדרך כלל ועל נכסים מסויימים, וכן סעיפים 139-144, הקובעים הוראות נוספות. נציין, כי אין הכוונה לביצוע הפניה ברוח דוקטרינת ה-*renvoi*. לפחות במשפט הבינלאומי הפרטי האנגלי מעוררת דוקטרינה זו קשיים ניכרים, ומלומדים בני-סמכא מטילים ספק בתועלתה. ראו, למשל, Peter North & J. J. Fawcett, *Cheshire and North's Private International Law* 56-65 (13<sup>th</sup> ed., 1999). מכל מקום, תחולתה של הדוקטרינה מוגבלת למספר מצומצם של הקשרים, ובמרבית ההיבטים של המשפט הפרטי אין היא נוהגת, לרבות בענייני נזיקין החופפים במהותם לעולות

האקדמית האמריקנית התפתח שיח ער בסוגייה של זיהוי הכלל האופטימלי לתחולה של דיני ניירות הערך של ארצות-הברית על מנפיקים אמריקניים וזרים, כענף של הדיון במודלים אופטימליים לתחרות רגולטיבית. מחברים שונים הביעו עמדות הדוגלות בנסיגה של הדין האמריקני מפני דין זר במקרים מתאימים, ועיקר הוויכוח ניטש לגבי השאלה באיזו מידה ראוי לאפשר למנפיקים (אמריקניים וגם זרים) לבחור באופן חופשי דין מדינה אחרת כדין ניירות הערך שיחול עליהם, עם או בלי רישום של מניותיהם בשוק של אותה מדינה.<sup>149</sup> ויכוח זה אינו מענייננו כאן, וכשלעצמנו אנו סבורים כי יש בו מידה לא מעטה של אי-מתן הדעת לבעיות פוליטיות ומעשיות שצפויות להתעורר ביישום כללים מעין אלה.<sup>150</sup> בהקשר המסוים של הסדר הרישום הכפול ברור כי המחוקק ראה לנכון להפנות אל הדין הזר, אלא שטיב ההפניה והיקפה טעונים הבהרה.

**הגישה המקומית:** לפי הגישה המקומית, תוכן חובת הגילוי מועתק לדין המקומי ממקור זר, וכל ההוראות בדבר אחריות – אזרחית ופלילית – קבועות בדין המקומי. העיגון הסטטוטורי לגישה זו יכול להימצא בסעיף 36כה, המטיל על תאגיד חוץ ועל אנשי פנים שלו אחריות אזרחית להפרת הוראות פרק ה-3, המכיל את הסדר הרישום הכפול, ובסעיף 5 לתיקון 21, המשלים את הוראות האחריות הפלילית. הוראות נוספות קבועות מחוץ לפרק ה-3, ובפרט בפרקים ח.1 וח.2, והן משלימות את היריעה. גישה הדומה לגישה המקומית ננקטת לגבי הסדר ההכרה ההדדית בין ארצות-הברית לקנדה (ה-MJDS), שעמד גם לנגד עיניה של ועדת ברודט. מנפיקים קנדיים העושים שימוש ב-MJDS לצורך רישום בארצות-הברית מכינים את מסמכי הגילוי שלהם לפי הדין הקנדי, שהוא, מבחינת ארצות-הברית, המקביל ל"דין הזר" שבתיקון 21. בד בבד, תקינות הגילוי והאחריות כלפי ציבור המשקיעים בארצות-הברית נקבעות לפי אמות-המידה של הדין

---

1 *Dicey and Morris on The Conflict of Laws* 72, para. 4- כן ראו בעמ' 64. שם, בעמ' 64. כן ראו (Lawrence Collins ed., 13th ed., 2000). 019.

<sup>149</sup> לגישה הדוגלת במתן חופש בחירה ראו, למשל, Roberta Romano, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation," 107(8) *Yale L.J.* 2359 (1998); Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation," 71(5) *S. Cal. L. Rev.* 903 (1998). לגישה הדוגלת בבירור דין על פי פרמטרים של זהות לאומית של המנפיק, ראו, למשל, Merritt B. Fox, "Insider Trading in a Globalizing Market: Who Should Regulate What?," 55 *Law & Contemp. Probs.* 263 (1992); Merritt B. Fox, "Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom," 95 *Mich. L. Rev.* 2498 (1997); Donald C. Langevoort, "Fraud and Insider Trading in American Securities Regulation: Its Scope and Philosophy in a Global Marketplace," 16 *Hastings Int'l & Comp. L. Rev.* 175 (1993).

<sup>150</sup> לדיון תיאורטי, ראו Amir N. Licht, "Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation," 24(1) *Yale J. Int'l L.* 61 (1999).

האמריקני בדבר "מהותיות" ויסודות נוספים.<sup>151</sup> הסדר ההכרה ההדדית השני הקיים בעולם – במסגרת האיחוד האירופי – אינו מפותח מבחינה מעשית.<sup>152</sup>

יתרונה הבולט של הגישה המקומית מצוי באחידות וברציפות של המשטר המשפטי החולש על תאגידי החוץ בישראל. אותו דין חל הן על תקינות הגילוי והן על עבירות ועוולות, הן על תאגיד החוץ ואנשי הפנים בו והן על גורמים חיצוניים לתאגיד.<sup>153</sup> גישה זו גם מגבירה את האחידות במשטר המשפטי שאליו כפופים תאגידי החוץ ומנפיקים ישראלים רגילים. לבסוף, גישה זו גם קלה יותר ליישום על ידי גורמי אכיפה בישראל, שכן היא מבוססת על הדין המוכר להם.

דא עקא, שאותם היבטים הנראים כיתרון לגישה המקומית מהווים גם את חסרונותיה. דווקא הסתמכותה המרבית של הגישה על הדין הישראלי, וצמצום ההסתמכות על הדין הזר למינימום, חותרים תחת התכלית החקיקתית של הסדר הרישום הכפול. ההסדר עוצב ונחקק מתוך כוונה לאפשר למנפיקים ישראלים ברישום זר להירשם למסחר בישראל ללא חיכוך עם הדין הישראלי, ככל שהדבר אפשרי, ותוך שמירה על הדין הזר כדין היחיד החל על התאגיד. תכלית זו התחדדה עם קבלת עיקרון הרישום הכפול האוטומטי והנכונות להסתפק בהגנה פחותה על משקיעים הכרוכה בכך. הגישה המקומית גם פוגעת במידה רבה בציפיות הלגיטימיות של הגורמים שאמורים ליהנות מההסדר, מכיוון שהיא גוררת את כפיפת תאגידי החוץ לשני משטרים משפטיים שונים – דבר העלול להרתיע חברות נוספות מהצטרפות להסדר הרישום הכפול ואולי אף לגרום למחיקת חברות מהמסחר בישראל. מבחינה מעשית ניתן אף לשער כי יתרונות האחידות עלולים להיות קטנים מכפי שנדמה ממבט ראשון: מכיוון שהבסיס הטקסטואלי להסדר הרישום הכפול שונה מהבסיס הישראלי הרגיל, ממילא ייאלצו בתי המשפט וגורמי האכיפה לפתח הלכות מקבילות ולהידרש דרך קבע להבדלים ביניהן.

**גישת ההפניה:** גישת ההפניה מנוגדת לגישה המקומית בכך שהיא משקפת הסתמכות מרבית על הדין הזר. אליבא גישה זו, תאגידי החוץ וכל הקשורים עמם נדמים ככלואים בתוך בועה משפטית המופרדת מהסביבה המשפטית הישראלית, כך שהקשר עם הסביבה החיצונית נעשה רק במתכונת המוכרת בתוך הבועה, דהיינו: לפי הדין הזר. התימוכין בחוק החרות לגישה זו יכולים להימצא בהגדרת הדין הזר שבחוק כ"דין החל על תאגיד חוץ בשל רישום ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, לרבות כללי אותה בורסה בחו"ל." כפי שראינו, ניתן לפרש הגדרה זו באופן מרחיב, הכולל

---

<sup>151</sup> ראו *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets* 8-21-22 (Edward F. Greene et al. eds., 5th ed., 2000). גרין ועמיתיו מדווחים כי למרות שההוראות בדבר אחריות בדין האמריקאי ובדין הקנדי מנוסחות באופן דומה, מנפיקים קנדיים חוששים להיחשף לאחריות בארצות-הברית בשל הבדלים בדפוסי ההתדיינות ובהוראות גילוי ספציפיות בין שתי המדינות. ראו שם.

<sup>152</sup> למרות היישום האלגנטי של עקרון הדרכון היחיד בחקיקה, הפרקטיקה הנוהגת היא לבצע הצעה לציבור ורישום למסחר רק במדינה חברה אחת וביתר המדינות החברות לנצל את ההסדר ללא רישום למסחר. ראו Hal S. Scott, "The Future Content of the U.S. Securities Laws: Internationalization of Primary Public Securities Markets," *63 Law & Contemp. Prob.* 71 (2000).

<sup>153</sup> גורמים חיצוניים לתאגיד יכולים להיות מעורבים בהפרת דיני ניירות ערך, בין השאר, במקרים של מניפולציה ושימוש במידע פנים. הגילוי שביצע התאגיד, או שהיה צריך לבצע, עשוי לשמש יסוד עובדתי מכריע בשאלת האחריות.

את כלל הנורמות המהותיות החלות על תאגיד החוץ וניירות הערך שלו.<sup>154</sup> כאמור, הרושם הרווח בקרב הקהילייה העסקית הוא שמדובר בהסדר הרישום הכפול. עם זאת, לא מוכר לנו משטר משפטי המבוסס על מודל זה לגבי רישום זר או כפול של ניירות ערך. למיטב ידיעתנו, החוק הבלגי שקבע הסדר להכרה חד-צדדית בקיץ 1999 אינו מסדיר סוגייה זו.

השיקולים בדבר אימוץ גישת ההפניה תואמים, בהיפוך יוצרות, את אלה שצוינו לעיל בדבר הגישה המקומית, ואין צורך לפרטם שנית באופן מלא. באופן כללי נראה שייקשה להפעיל את גישת ההפניה בגרסתה הצרופה. לפי גישת ההפניה, תקינותם של מסמכי הגילוי ופרקטיקות הגילוי, למשל, תיבחן לפי המבחנים הנוהגים בכל עת בבתי המשפט המוסמכים בחוץ-לארץ. המבחן המרכזי לגבי שווקים אמריקניים יהיה אז מבחן המהותיות כפי שהוא מתפרש בארצות-הברית.<sup>155</sup> גם עבירות גילוי ועבירות מסחר ייבחנו אז באמות מידה של הדין הזר; דהיינו: יסודות האחריות בגין תרמית בניירות ערך, מניפולציה ושימוש במידע פנים יתפרשו ויבדקו לפי תוכנו של הדין הזר ולא לפי החקיקה והפסיקה בישראל.

**הגישה המעורבת:** הגישה המעורבת היא אקלקטית ונטולת מבנה קשיח על פי טיבה. גישה מעין זו עשויה, למשל, לנקוט את גישת ההפניה לגבי מתכונת הגילוי (תוכן, צורה, מועד וכו') ואת הגישה המקומית – דהיינו: החלת הדין הישראלי – לגבי האחריות לסוגיה השונים (אזרחית ופלילית). עוגן נורמטיבי להחלת הדין הישראלי בהקשרים שאינם נוגעים ישירות לחובות הגילוי – ובמיוחד עבירות מסחר – יכול להימצא בעובדה שתיקון 21 אמנם עדכן את הוראות האחריות הפלילית בדבר גילוי, אלא שעשה זאת כחלק אינטגרלי מסעיף העונשין בחוק (סעיף 53); גם הוראת האחריות האזרחית דומה במבנה להוראת האחריות הכללית בסעיף 52א. לעומת זאת, אין בתיקון התייחסות להוראות החוק אודות תרמית, מניפולציה ושימוש במידע פנים. נוסף על כך, הגדרת הדין הזר מתייחסת ל"דין החל על תאגיד חוץ" (ההדגשה הוספה) – ואין בה אזכור מפורש של צדדים אחרים כגון נושאי משרה, בעלי עניין אחרים בתאגיד וצדדים שלישיים.

הטעם המרכזי להפניה לדין הזר בתחום הגילוי הוא הרצון להגשים אל נכון את כוונת המחוקק כפי שהיא נתפסה ונתפסת בציבור, כגישה שביכולתה לסייע להבטחת עתידו של שוק ההון בישראל. נקיטת הגישה המקומית בתחום הגילוי עלולה להצטייר כסטייה מרוח החוק, ובכך להקנות לשוק המקומי תדמית של מלכודת ששומר נפשו ירחק ממנה. במקביל, ההתבססות על הדין הישראלי בתחום עבירות המסחר עשויה להבטיח יתר הרמוניה בדין ולהקל על מתן ייעוץ משפטי בישראל, והיא גם נוחה יותר ליישום בבתי המשפט. לכך מצטרף שיקול פרגמטי נוסף: ההבחנה בין הגישות הפרשניות ברורה למדי מבחינה עיונית, אך גם כאן ההבדל ביניהן עשוי להיות קטן מכפי שנדמה ממבט ראשון. ככל שמדובר בדין האמריקני כדין הזר, הרי שממילא הוא

<sup>154</sup> לפרשנות ההגדרה ראו פרק 2.ד לעיל. היסוד "דין זר" מוזכר באופן עקיף או ישיר רק בקשר להיבטים הקשורים למסמכי רישום ודיווח. העיגון הסטטוטורי להרחבתו לסוגיות נוספות יכולה להיות החפיפה בין הגדרת "דין זר" בסעיף 1 לחוק לבין רכיבי הדין הנזכרים כבסיס להכללת בורסות זרות וגריעתן מן התוספות לחוק.  
<sup>155</sup> ראו הערה 151 לעיל.

מהווה מקור נורמטיבי ראשון במעלה לפיתוח הדין הישראלי גם בסוגיות יסוד כגון מבחן המהותיות כנורמת-על בדיני ניירות הערך.<sup>156</sup> באשר לדין זר שאינו אמריקני, הרי שכאן אכן ייתכנו הבדלים, אלא שלמחוקק-המשנה מוקנית סמכות לדרוש גילוי פרטים נוספים, ודעתנו היא שבמסגרת זו יש לקבוע דרישת סל לגילוי כל פרט מהותי או כל פרט שגילוי נדרש לפי הדין הזר בבורסות שבתוספת השנייה לחוק.<sup>157</sup>

הגישה המעורבת עדיפה גם על גישת ההפניה. החלת גישת ההפניה במלואה עולה, לכאורה, בקנה אחד עם הגדרת הדין הזר שבחוק, אלא שאין לחדד כי אינה דומה להסדרי הפניה ראויים לשמם כגון זה הקבוע בחוק הירושה. כן לא מוכרת לנו מסגרת הפניה בדין הפלילי.<sup>158</sup> מנגד, החלת הדין הישראלי בהקשרים אלה נתמכת בכמה טעמים. ראשית, הדין הישראלי עדיף על הדין האמריקני מבחינת בהירותו היחסית. במיוחד אמור הדבר בקשר לשימוש במידע פנים, שלגביו הדין האמריקני סבוך ואינו יציב כלל.<sup>159</sup> במדינות אירופה מוסדרת הסוגייה בחקיקה מאוחרת משנות ה-90, ואכיפתו של האיסור כנראה אינה נמרצת; שנית, דומה כי רצוי לשמור ככל האפשר על נוסחאות אחידות לעבירות בניירות ערך של חברות ישראליות ושל חברות ישראליות שהן תאגידי חוץ; שלישית, החלת הדין הישראלי תתרום להסדר עקבי ולכיד (קוהרנטי) במישור האזרחי והפלילי.

#### 4. ההיבט הראייתי

שלוש הגישות האפשריות שתוארו לעיל נבדלות זו מזו בהיקף הקליטה של הדין הזר לדין הישראלי, אך לפי כל גישה בית משפט בישראל שידרש לאישום או לתובענה בנדון יצטרך לברר את תוכן הדין הזר. בירור מעין זה מתרחש כל אימת שהתדיינות פרטית מעוררת שאלות של דין

<sup>156</sup> ראו, למשל, עניין **ברנוביץ**, הערה 76 לעיל, בעמ' 837-838, שם קבע הנשיא שמגר את היקף חובת הגילוי על פי מבחן המהותיות שבדין האמריקני ובהסתמך על ההלכות המנחות שם. כן ראו דברי השופט חשין בפרשת **רוזוב**, הערה 77 לעיל, פסקה 15: "אכן, חוק ניירות ערך כולו ספוג במבחן המהותיות בגילוייה השונים, והמהותיות היא אף העושה את החוק לריקמה אחת חיה-ונושמת. כך הוא דין בארצות-הברית, שמיבחן המהותיות הינו יסוד-יוצר בכלל האוסר על שימוש במידע-פנים".

<sup>157</sup> עם זאת, אף אם תופעל הסמכות וייקבעו דרישות נוספות במטרה להשוות את היקף הגילוי לזה הקבוע בדין האמריקני, עדיין יחול הדין הזר שאינו אמריקני, כגון הדין הבלגי או הדין הגרמני. בהקשר זה גם עלולה להתעורר מחלוקת כיצד לפרש את מושג המהותיות בדרישת סל מעין זו להוספת כל פרט מהותי. החלת "הדין הזר" בגישה המוצעת על דינו (אך גם לפי הגישות האחרות) תהיה אז אתגר בלתי מבוטל, וניתן לשער שבית המשפט יעשה מאמץ ניכר לעוקפו, למשל, באמצעות חזקת שוויון הדינים. יש לקוות כי עם התחזקות מגמת ההרמוניזציה של דיני הגילוי של מנפיקים זרים במדינות שונות יפחתו ההבדלים המשמעותיים בין המדינות.

<sup>158</sup> אכן, לדעת פרופ' פלר, התחולה הטריטוריאלית של הנורמה הפלילית היא עיקרית, כלומר: אין בכוחו של גורם משפטי זר, כגון הוראת דין או מעשה שפיטה זרים, להשפיע על תחולתה המלאה של הנורמה הפלילית של המדינה על העבירה. ראו ש"ז פלר, **יסודות בדיני עונשין** א' 269 (תשמ"ד). הדברים נאמרים כאשר העבירה נעברה בתוך שטח המדינה. סעיף 9(א) לחוק העונשין קובע הסדר נחרץ עוד יותר, בקובעו כי "תחולת דיני העונשין של ישראל, לרבות לענין עבירת-חוץ, אינה מסויגת על ידי דין זר או מעשה בית דין זר, אלא אם כן נקבע אחרת בחוק". לענין התחולה האקסטרה-טריטוריאלית ראו פרק 1.ו להלן.

<sup>159</sup> לסקירת התהפוכות בדיני השימוש במידע פנים בארצות-הברית ראו, למשל, Donald C. Langevoort, "Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation," 99(5) *Colum. L. Rev.* 1319 (1999); Richard W. Painter, Kimberly D. Krawiec & Cynthia A. Williams, "Don't Ask, Just Tell: Insider Trading .After United States v. O'Hagan," 84(2) *Va. L. Rev.* 153 (1998).

זר כתוצאה מהפעלת כללי ברירת הדין במשפט הבינלאומי הפרטי. על פי המקובל, הדין הזר נתפס כ"עובדה המצריכה ראיות להוכחתה, ואי-הרמת נטל ההוכחה עומד לרועץ למי שלפתחו רובץ נטל זה".<sup>160</sup> כלל עזר חשוב בבירור הדין הזר הוא חזקת שוויון הדינים. בית המשפט יוכל להכריע על פי הדין הישראלי, המצוי בידיעתו השיפוטית, אם בעל הדין המבקש להסתמך על הדין הזר מניח "בסיס איתן בחומר הראיות" בדבר זהות בין הדינים.<sup>161</sup> זהות זו אינה צריכה לחול לגבי כל פרט ופרט של שני הדינים: די להוכיח כי הוראות הדין הזר יונקות את חיותן מאותה מערכת דינים.<sup>162</sup> לצד הלכה זו עומדת גם שורת פסקי דין הדוגלת בהפעלה כוללת של חזקת שוויון הדינים כל אימת שלא מוכח תוכנו של הדין הזר,<sup>163</sup> אך בפסיקה הובע ספק בדבר ביסוסה.<sup>164</sup>

לעיל הבענו את דעתנו, שההתבססות על הוראות הדין הזר בהסדר הרישום הכפול דומה להפניה לדין זר מכוח כללי ברירת הדין במשפט הבינלאומי הפרטי, אך שונה ממנה באופן מהותי מהבחינה שיש לראות את הוראות הדין הזר כהוראות המוכרות כחלק מהמשפט הישראלי. אף על פי כן, אין מקום להעמיד את בית המשפט כמי שהדין הזר הוא בידיעתו. בהקשר זה ניתן, לדעתנו, להחיל כלל ראייתי אנלוגי לחזקת שוויון הדינים. מובן, שהבסיס להפעלת כלל כזה לא יהיה המשפט המקובל האנגלי כפי שנקלט למשפט הישראלי, שהיה המקור הראשוני לחזקת שוויון הדינים. במקומו ניתן להצביע, למצער, על סמכותו הטבועה של בית המשפט לקבוע הסדרים דיוניים הנחוצים ליישוב הסכסוך באופן יעיל וצודק. יתר על כן: לפחות לגבי דיני ניירות ערך של ישראל ושל ארצות-הברית יש אף מקום לחזקת-משנה כי הוראות הדינים יונקות את חיותן מאותה מערכת דינים.<sup>165</sup> בכך יתייתר הצורך להניח את אותו בסיס איתן בחומר הראיות לשוויון הדינים. נטל הראיה בדבר הפרטים הספציפיים שבהם מקל הדין האמריקני על מנפיקים זרים יעבור אז אל שכם המבקשים ליהנות מהקלות אלה. נטל זה צריך להיות קל יחסית שכן אחרת תסוכל תכליתו של הסדר הרישום הכפול לאפשר לתאגיד-חוץ ליהנות מאותן הקלות גם בישראל.

## ו. מעשי חוץ וברירת הדין

### 1. מבוא

הקשר שונה של שאלת הדין החל נוגע למעשים ומחדלים שהתרחשו מחוץ לגבולות ישראל, ובפרט בשוק הזר. מעשים כאלה יכולים להיות נושא להליכים פליליים – ואז הם מכונים "עבירות חוץ",

<sup>160</sup> ראו, דני"א 1558/94 נפ"סי נ' נפ"סי, פ"ד (3) 573, 585 (דעת השופט גולדברג).  
<sup>161</sup> שם.

<sup>162</sup> ע"א 602/82 יורשי אבו-ניע נ' מנדלבאום, פ"ד (3) 281, 288, המצוטט בהסכמה על ידי השופט גולדברג בפרשת נפ"סי, הערה 160 לעיל, בעמ' 585. גם בהעדר בסיס איתן כאמור יכול בעל דין להסתמך על חזקת שוויון הדינים, ובלבד שיוכיח כי "מושגי הצדק האלמנטרי לגבי העניין הנדון הם אחידים ומקובלים בכל העולם". ראו שם. ספק בעניינו אם בתחום דיני ניירות הערך התגבשו כללים של צדק אלמנטרי מן הסוג הנזכר.

<sup>163</sup> רע"א 3920/90 עזבון גילדן נ' כונס הנכסים הרשמי, (לא פורסם, 23.1.1991); ע"א 65/88 אדרת שומרון נ' הולינגסוורת ג.מ.ב.ה., פ"ד מד(3) 607, 600.  
<sup>164</sup> פרשת נפ"סי, הערה 160 לעיל, בעמ' 580.

וגם להתדיינות אזרחית – ואז הם מכונים "עוולות חוץ" או "עוולות זרות", אם עילת התביעה נזיקית. להלן נכנה אותם יחד "מעשי חוץ". חוק ניירות ערך אינו קובע הוראות מפורשות לגבי מעשי חוץ. עד לפתיחתו של שוק ניירות הערך בישראל לשוק העולמי, ובמיוחד עד להתגברות פנייתן של חברות ישראליות לשווקים זרים, לא הייתה זו מגרעת גדולה. סכסוכים המערבים היבטים בינלאומיים הגיעו להתדיינות במקרים ספורים בלבד עד לחקיקת הסדר הרישום הכפול<sup>166</sup>, אך ניתן לשער כי מספרם יעלה לאחר חקיקתו והפעלתו.

לגבי מעשי-חוץ מתעוררות תחילה השאלות אם יהיה בית המשפט מוסמך לדון בהם ואם יחול עליהם הדין הישראלי – שאלות המוכרעות באופן נפרד במישור הפלילי ובמישור האזרחי. זהו עניינו של החלק הנוכחי. בעניינים פליליים<sup>167</sup> כרוכות שאלות הסמכות והדין זו בזו. בסכסוכים פרטיים, לעומת זאת, לאחר ששאלת הסמכות הוכרעה בחיוב, עשוי לחול הדין הישראלי כפי שתיארנו אותו בחלק הקודם (דהיינו: לרבות ההסתמכות על הדין הזר); לחלופין, עשוי לחול על הסוגיה דין זר כפשוטו – הכל על פי כללי ברירת הדין. הדיון להלן ייערך בהנחה שמדובר בניירות ערך כפולי-רישום, אך הדוקטרינות שיוזכרו חלות באופן כללי ורחב גם על מקרים אחרים המערבים יסוד זר. מסיבה זו גם אין לראות בדיון להלן משום מיצוי של הסוגיות האפשריות.

העובדה שהפרת הוראות חוק ניירות ערך עשויה לבסס הן אחריות והן אחריות פלילית משקפת את אופיו הדואלי של תחום דינים זה כמשפט ציבורי וכמשפט פרטי כאחד. במקום אחר עמדנו בפירוט על הפעלת ההבחנה בין משפט פרטי לציבורי לגבי דינים אלה, וטענו כי האופי הציבורי הוא הדומיננטי לגביהם.<sup>168</sup> הגם שמדובר בהבחנה עתיקת יומין שקמו לה מבקרים רבים<sup>169</sup>, הדעה שעדיין כוחה במונתניה מקובלת,<sup>170</sup> ויש לה נפקויות מעשיות. בפרט אמורים הדברים בשאלות של סמכות בינלאומית וברירת דין. בתחום המשפט הציבורי הנטייה היא להחיל את הדין על בסיס טריטוריאלי, אך בתחומי המשפט הפרטי אין מניעה להחיל דין זר במדינת הפורום על פי כללי

---

<sup>165</sup> ראו הערה 156 לעיל.

<sup>166</sup> עניין אלסינט, הערה 130 לעיל; ה"פ (ת"א) 771/92 בן-יהודה נ' אינטרפארם מעבדות, פ"מ נג(3) 460.

<sup>167</sup> כמבואר להלן, עניינים פליליים מהווים חלק מקטגוריה רחבה יותר של המשפט הציבורי. האמור בטקסט חל לגבי המשפט הציבורי באופן כללי, אלא שבעת כתיבת המאמר לא נהנתה רשות ניירות ערך מסמכות להטיל סנקציות מינהליות על הפרת הוראות החוק לגבי ניירות ערך ועסקאות בהם. לא מן הנמנע כי סמכויות כאלה יוענקו לה בעתיד.

<sup>168</sup> ראו Amir N. Licht, "International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence," 20(1) *Cardozo L. Rev.* 227, 257-263 (1998).

<sup>169</sup> שורשיה ההיסטוריים של ההבחנה מגיעים למקורות המוקדמים ביותר של המשפט הרומי. היא הוכרה כבר על ידי אולפיאנוס ומשתקפת בקוד של יוסטיניאנוס. ראו, למשל, Charles Szladits, "The Civil Law System," 2 *International Encyclopedia of Comparative Law* 15 (René David ed., 1971). לסקירה ביקורתית מפורטת ראו *American Legal Realism* 98-129 (William W. Fisher et al. eds., 1993); Morton J. Horwitz, "The History of the Public/Private Distinction," 130(2) *U. Pa. L. Rev.* 1423 (1982).

<sup>170</sup> ראו, למשל, *American Legal Realism*, הערה 169 לעיל, בעמ' 100.

המשפט הבינלאומי הפרטי. על פי כללים אלה ייתכנו כללי תחולה שונים לקטגוריות משפטיות שונות – חוזים, נזיקין, קניין וכו' – לפי חוליות הקישור השונות המוכרות בו.<sup>171</sup> בהקשר של ניירות ערך כפולי-רישום, ההבדל העקרוני בין התחומים עשוי להיות קטן יחסית עקב זיקתם החזקה של ניירות ערך כאלה לישראל ומכיוון שיש בסיס לטענה שהרישום בישראל וביצוע עסקאות בניירות ערך אלה כוללים הסכמה להחלת דין הפורום.

## 2. הליכים פליליים

המשפט הציבורי, ובמיוחד הליבה הפלילית שלו, נתפס באופן מסורתי כדין שתחולתו מוגבלת לשטח המדינה, כביטוי לריבונות כל מדינה על שטחה היא. עם זאת, ייתכנו מצבים שבהם תחול הנורמה הפלילית של המדינה על מעשים שנעשו, כולם או חלקם, מחוץ לגבולותיה. מהי, אם כן, תחולתו של הדין הישראלי ביחס לעבירות לגבי נייר ערך של תאגיד חוץ שבוצעו בשוק הזר?

**תחולה טריטוריאלית:** כל עוד ניתן להצביע על מיקום מקצת ממעשה העבירה בשטח מדינת ישראל תיחשב העבירה כולה "עבירת פנים" במובן סעיף 7 לחוק העונשין, תשל"ז-1977, ואזי יחולו עליה דיני העונשין של ישראל מכוח סעיף 12 לחוק העונשין.<sup>172</sup> באופן עקרוני, "מקצת העבירה", לעניין זה, יכול לכלול את היסוד התוצאתי בלבד, בעוד הרכיב ההתנהגותי שגרם לתוצאה אירע כולו מחוץ לגבולות המדינה.<sup>173</sup> אלא, שתרחיש מסוג זה האחרון מחייב דיון נוסף, שכן לא תמיד קיים יסוד תוצאתי בעבירות לפי חוק ניירות ערך.<sup>174</sup>

לעיל תיארנו כיצד השווקים שבהם רשום נייר הערך יוצרים יחד שוק מאוחד יחיד. כתוצאה ממעבר מידע מהיר בין השווקים ומעסקאות ארביטראז' לגבי נייר הערך, כל שינוי במחיר בשוק אחד מתבטא תוך זמן קצר (בכפוף לשעות הפעילות) גם בשוק השני. לפיכך אנו סבורים שכל עבירה שבין יסודותיה מצוי יסוד של שינוי במחיר נייר הערך – בין בפועל ובין כתוצאה מסתברת – יכולה להיחשב כעבירת פנים ולהיות נתונה לתחולת הדין הישראלי. למשל, הדין הישראלי יחול על פעולות המהוות השפעה בדרכי תרמית על מחיר נייר הערך שבוצעו כולן בשוק האמריקני, כאשר הראיות שהובאו מתייחסות להתנהגות המחיר בשוק הזר. בנסיבות כאלה יש מקום לחזקה עובדתית שלפיה ההשפעה על המחיר אירעה גם בשוק הישראלי. יודגש כי חזקה זו אינה מתייחסת לעסקה מסוימת בנייר ערך פלוני אלא למתכונת הקשר בין השוק המקומי לשוק הזר בדרך כלל.

<sup>171</sup> קטיגורית המשפט העיקרית לגבי תביעות אזרחיות בניירות ערך היא תחום הנזיקין, בעיקר על בסיס תרמית, רשלנות והיפר חובה חקוקה. לדיון בהיר ראו, למשל, וסרשטיין פסברג, הערה 146 לעיל. בנוסף ייתכנו גם תביעות בעשיית עושר ולא במשפט, בעיקר לגבי שימוש במידע פנים.

<sup>172</sup> פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 258-261. ראו, לאחרונה, דני"פ 4603/97 **משולם נ' מדינת ישראל** (לא פורסם, 29.6.1998), פסקאות 5-6, שם נדונה, אמנם, עבירה מרובת-פריטים.

<sup>173</sup> פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 265.

<sup>174</sup> ראו ע"פ 5640/97 **רייך נ' מדינת ישראל**, פ"ד נג' (2) 433 (פרט מטעה); רע"פ 4827/95 ה.ג. **פולק בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד נד' (2) 97 (פרט מטעה). השוו ע"פ 8573/96 **מרקדו נ' מדינת ישראל**, פ"ד נא' (5) 481 (מניפולציה); רע"פ 2184/96 **חרובי נ' מדינת ישראל**, פ"ד נד' (2) 114 (מניפולציה).

כפי שראינו, מחקרים מלמדים שבין השווקים בישראל ובארצות-הברית קיימת זיקה המצדיקה את ראייתם כשוק מאוחד.<sup>175</sup>

**תחולה פרוטקטיבית:** כפל הרישום והזיקה שהוא יוצר בין השווקים משמשים בסיס לתחולת הדין הישראלי גם כאשר לא ניתן להצביע עובדתית על תוצאה אסורה בדמות שינוי בפועל במחיר נייר הערך שנגרם שלא כדון, או כאשר יסוד תוצאתי זה אינו נדרש מבחינה משפטית. כך, למשל, יהיו פני הדברים לגבי שימוש במידע פנים, בהתחשב בהוראת סעיף 52 לחוק, המגדיר "מידע פנים" כ"מידע... אשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה".<sup>176</sup> זהו מבחן היפותטי, ולמעשה, שימוש "מושלים" במידע פנים לא יגרום לשינוי כלשהו במחיר. הטעם להחלת הדין הישראלי גם במקרים אלה נובע מאחת התכליות היסודיות של דיני ניירות הערך, הלא היא ההגנה על שוק ההון וציבור המשקיעים בו.<sup>177</sup> להגנה זו פנים רבות, אך ההיבט החשוב שלה בהקשר הנוכחי הוא ההגנה על היושרה (integrity) של מחיר השוק. מיושרת המחיר נגזרים, ועליו נשענים, אמון הציבור בשוק ההון ויעילותו כמנגנון המרכזי במשק להקצאת מקורות הון לשימושים כלכליים. כל מעשה שיש בו כדי לחבל ביושרת מחיר השוק חותר תחת תכלית דיני ניירות הערך ופוגע באינטרס כלכלי חיוני של המדינה. חבלה פוטנציאלית זו יכולה להתרחש בעקבות מעשים שהתרחשו כולם מחוץ לגבולות המדינה. בנסיבות מעין אלה יש לדין הישראלי תחולה אקסטרה-טריטוריאלית מכוח עיקרון התחולה הפרוטקטיבית, המעוגן בסעיף 13 לחוק העונשין.<sup>178</sup>

תחולה אקסטרה-טריטוריאלית של דיני ניירות ערך מוכרת גם במשפט האמריקני, ולמעשה היא אחד המאפיינים (features) הבולטים שלו.<sup>179</sup> אולם, הבסיס הסטטוטורי ונסיבות היסטוריות

---

<sup>175</sup> סתירת החזקה אפשרית, למשל, כאשר ההשפעה על המחיר מתפוגגת במלואה במהלך יום המסחר בשוק הזר ובטרם נפתח המסחר בשוק המקומי. כך עשוי לקרות אם נמסר בשוק הזר דיווח מטעה ודבר ההטעה והעובדות לאשורן מתפרסמים עוד במהלך אותו יום מסחר ובטרם נפתח המסחר בתל-אביב, כך שהתנודה במחיר נעלמת. לראיות מעין אלה יכולה להיות נפקות במישור האזרחי, אם התובע עשה עסקה בשוק המקומי. במישור הפלילי אנו בדעה שטעמי מדיניות תומכים בשימור התחולה גם בנסיבות אלה, ומכל מקום ניתן לטעון שמדובר בעבירת ניסיון.

<sup>176</sup> פרשנות רכיב זה של ההגדרה והיחס בינו לבין מבחן המהותיות עוררה קשיים רבים ומיותרים בתכלית. ראו, למשל, ע"פ (ת"א) 4612/98 **מדינת ישראל נ' אלרגנד** (לא פורסם, 14.9.1999). בקשת רשות ערעור על פסק הדין נדחתה ברע"פ 7554/99 **אלרגנד נ' מדינת ישראל** (לא פורסם, 28.11.1999). ההלכה הועמדה על מכונה בפסק דינו של השופט חשין בעניין **רוזוב**, הערה 77 לעיל, פסקה 15, שקבע כי הרכיב האמור משקף את מבחן המהותיות. אנו מצטרפים, בכל הכבוד, לטעמים שהובאו שם.

<sup>177</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 76 לעיל ואילך.

<sup>178</sup> סעיף 13(א)(4) לחוק העונשין קובע כי "דיני העונשין של ישראל יחולו על עבירת-חוץ נגד רכוש המדינה, כלכלתה או קשרי התחבורה והתקשורת שלה עם ארצות אחרות". עבירת-חוץ היא עבירה שאינה עבירת פנים. סעיף 7(ב) לחוק העונשין. לדיון בתחולה הפרוטקטיבית ראו, ע"פ 7230/96 **פלוני נ' מדינת ישראל**, פ"ד נא(3) 513. ראו גם פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 274-279.

<sup>179</sup> סעיף 416 ל-*Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States* מתייחס ספציפית לתחולה אקסטרה-טריטוריאלית של דיני ניירות הערך של ארצות-הברית. החלופות העיקריות המבססות תחולה כזו הן שההתנהגות (שמחוץ לגבולות ארצות-הברית) מכוונת לגרום לתוצאה מהותית (substantial effect) בתוך ארצות-הברית, או שהייתה לה בפועל השפעה מהותית בתוך ארצות-הברית, או שחלק מהותי ממנה אירע בתוך ארצות-הברית. מבחינים אלה דומים במידת מה לכללי התחולה הפרוטקטיבית והתחולה בגין מקצת העבירה, בהתאמה. לסקירת האסמכתאות המרכזיות ראו, *Donald C. Langevoort, Securities* James D. Cox & Robert W. Hillman, *Regulation: Cases and Materials* 1201-1243 (2d ed., 1997).

וכלכליות מביאים לכך שהדין בסוגייה זו יכול לשמש מקור להשוואה והשראה פרשנית עבור משפטנים בישראל רק במידה מוגבלת. נציין בקצרה, כי הוראת חוק מפורשת קובעת תחולה לגובלית לחוקי ניירות הערך הפדרליים.<sup>180</sup> כמו כן, במשך עשרות שנים לאחר חקיקת חוקים אלה היה השוק האמריקני שוק ההון הדומיננטי בעולם, ובתי המשפט היו שותפים לתפיסה העצמית ההגמונית שרווחה בארצות-הברית. בייחוד בהקשר של פיקוח על ניירות ערך רווחה ההשקפה שהדין האמריקני הוא הטוב ביותר בעולם ולכן החלתו מעבר לגבולות המדינה נתפסה כבעלת השפעה חיצונית מבורכת. רק בשנות ה-80 – וכחלק מהתנגדות פוליטית רחבה יותר להחלת רגולציה אמריקנית מחוץ לגבולות ארצות-הברית – החלו להתעורר מחאות מצד מדינות באירופה כנגד ניסיונות של ה-SEC להפעיל את סמכותה לגבי מקרים שזיקתם לארצות-הברית הייתה קלושה. על רקע זה, ואל נוכח קשיים אובייקטיביים להוציא את סמכות האכיפה האקסטרה-טריטוריאלית מן הכוח אל הפועל, שינתה ה-SEC את מדיניותה והכריזה כי היא תעדיף שיתוף פעולה רגולטיבי על פני צעדי אכיפה חד-צדדיים.<sup>181</sup>

**שיקול דעת בהעמדה לדין:** ראינו כי הדין הישראלי פורש את מצודתו ונחלץ להגנת ציבור המשקיעים בחברות כפולות-רישום גם מעבר לגבולות המדינה. אף על פי כן, הפעלת סמכויות האכיפה בתחום המנהלי והפלילי במצבים אלה חייבת להתבצע לאחר שיקול דעת מעמיק ועל בסיס של הדדיות והתחשבות באינטרסים של השוק הזר ורשויות הפיקוח שלו,<sup>182</sup> כמו גם באינטרסים של תאגידי-החוץ ושוק ההון הישראלי בטווח הארוך. בעניין זה קובע סעיף 9(ב) לחוק העונשין כי "לא תהיה העמדה לדין על עבירת-חוץ אלא בידי היועץ המשפטי לממשלה או בהסכמתו בכתב, אם ראה כי יש בכך ענין לציבור." בעניינו, אין ספק כי לציבור בישראל יש עניין עקרוני בהעמדה לדין על עבירות על הסדר הרישום הכפול גם אם בוצעו בחו"ל, וזאת מן הטעמים שפורטו לעיל. אי-העמדה לדין תהיה מוצדקת בעיקר כאשר נוכח היועץ המשפטי לממשלה כי רשויות הפיקוח של השוק הזר נוקטות צעדים יעילים לאכיפת הדין בתחום סמכותן. ככל שמדובר בשוק ובדין האמריקני, אין זה מן הנמנע שסדרי עדיפויות של רשויות התביעה בארצות-הברית יגרמו לכך שהן תימנענה מנקיטת הליכים פליליים לגבי ניירות ערך בעלי זהות "ישראלית", תוך הבעת הסכמה ואף עידוד לנקיטתם בישראל. הממצאים האמפיריים מלמדים, כזכור, כי ה-SEC נוטה למשוך את ידה לחלוטין מנקיטת צעדי אכיפה כלפי מנפיקים זרים,<sup>183</sup> ועובדה זו צריכה

<sup>180</sup> תחולת החוקים הפדרליים מבוססת על השפעת הפעילות המפוקחת על המסחר הבינמדינתי. הגדרת "interstate commerce" בחוקים אלה כוללת גם חלופה של "between any foreign country and any State". ראו, למשל, סעיף 279(7) ל-1933 Securities Act.

<sup>181</sup> ראו Regulation of International Securities Markets - Policy Statement of the U.S. Securities and Exchange Commission, Securities Act Release No. 33-6807 (1988). לדיון ראו Paul G. Mahoney, "Securities Regulation by Enforcement: An International Perspective," 7 Yale J. Reg. 305, 310-320 (1990).

<sup>182</sup> השו פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 279.

<sup>183</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 92 לעיל ואילך.

לעמוד לנגד עיניה של רשות ניירות ערך. הצורך בתיאום ובשיתוף פעולה בין רשויות התביעה בהקשר זה ברור מאליו.<sup>184</sup>

### 3. התדיינות אזרחית

כזכור, קובע תיקון 21 גם אחריות אזרחית בגין הפרת הוראות החוק, כך שבצד האכיפה הציבורית יש לצפות גם להתדיינות אזרחית. אכן, ניתן להניח בבטחה כי במרבית התובענות לא תתעורר כלל שאלה של סמכות מקומית, מכיוון שניתן יהיה להצביע על התקיימותה של לפחות אחת מהחלופות המנויות בתקנה 3 לתקנות סדר הדין האזרחי, התשמ"ד 1984. הנחה זו סבירה גם כאשר מדובר במעשה חוץ. בפרט ניתן להניח שיתקיימו החלופות בדבר מקום מגוריו או עסקו של אחד הנתבעים, אם מדובר בתאגיד החוץ או נושאי משרה בו, וכן מקום המעשה או המחדל שבשלו תובעים, מכיוון שחלה חובה להגיש דיווחים בישראל. כללית נציין, כי מערכת הנימוקים המפורטים לעיל אודות תחולה טריטוריאלית ותחולה פרוטקטיבית של דיני העונשין יכולה לשמש גם בסיס לקניית סמכות שיפוט אזרחית. מעבר לכך, גם בהעדר זיקה ישירה יוכל בית משפט בישראל לקנות סמכות על ידי שימוש מושכל של התובע בתקנה 500 לתקנות סדר הדין האזרחי באמצעות הכללת נתבעים ישראלים רלבנטיים בכתב התביעה.

גם במישור ההתדיינות האזרחית משקף התיקון את כוונת המחוקק, שלפיה מערכת המשפט הישראלית תשמש "כינור שני" לעומת מערכת המשפט הזרה, בעיקר זו האמריקנית. במשך עבודת החקיקה הביעו נציגי הבורסה חשש לפיו החברות הישראליות הרשומות בארצות-הברית יימנעו מניצול הסדר הרישום הכפול אם ניתן יהיה להגיש תובענה בישראל במקביל להליכי תביעה בארצות-הברית, באופן שיכביד מאוד על התאגיד אך מבלי שתהיה בכך תרומה של ממש להגנת המשקיעים. על רקע זה נכלל בתיקון סעיף 335, הקובע:

הוגשה לבית משפט בישראל תובענה על פי כל דין, בעילה הנובעת מזיקה לניירות ערך של תאגיד חוץ, רשאי בית המשפט, לבקשת בעל דין, לעכב את ההליכים בתובענה, אם נוכח כי הוגשה בבית משפט מחוץ לישראל תביעה בשל אותה עילה או עילה דומה וזאת עד למתן פסק דין שאינו ניתן עוד לערער, באותה תביעה; ...

הוראת סעיף 335 מניחה, כמובן, שלבית המשפט בישראל יש סמכות להיזקק לתובענה. לגופו של עניין, סעיף 335 אינו אלא חזרה הצהרתית על המצב המשפטי שהיה קיים גם אלמלא ההוראה, שכן היא מבטאת את הדין לגבי טענת "הליך תלוי במקום אחר" (*lis alibi pendens*) ואת סמכותו הכללית של בית המשפט לעכב הליכים בנסיבות אלה, למעט במצבים חריגים.<sup>185</sup> פרשנות הסעיף

<sup>184</sup> בעניין זה ראו פרק ז' להלן.

<sup>185</sup> נוסחו של סעיף 335 בהצעת החוק היה שונה אמנם וזהו גם ההסבר לשינוי שחל בין נוסח הסעיף בהצעת החוק לבין הנוסח שאומץ לבסוף בחקיקה, אך הוא קבע הוראות דומות לאלה הקבועות בסעיף הנוכחי. ראו ה"ח תש"ס,

והחלתו בפועל צריכים להעשות, לפיכך, תוך שמירה על הרמוניה עם הדין הכללי בסוגייה, השואף לכבד את בית המשפט הזר ואת סמכותו על בסיס של אחווה בינלאומית (international comity).<sup>186</sup>

בית משפט הנדרש לבקשה להעמדת הליכים מסוג זה צריך להתחשב במאפיינים המיוחדים של תביעות בניירות ערך. המאפיין הבולט בהקשר זה הוא העובדה שבצד התובע מצוי בדרך כלל ציבור של בעלי זכויות, בין אם הוגשה התובענה בדרך של תובענה ייצוגית ובין אם לאו. היבט זה צריך לעודד את בית המשפט לתת יד לריכוז כל ההליכים באותו עניין בפני פורום אחד. מאידך גיסא יש לתת את הדעת לנסיבות עובדתיות כגון מקום מושבם של הנתבעים ונכסיהם והאפשרות לתת סעדים זמניים בקשר אליהם, או מקום העדים וראיות אחרות. דווקא מקום מושבם של התובעים אינו חייב להיות שיקול מכריע, מכיוון שהמשקיעים בחברה כפולת-רישום יכולים להימצא בכמה מדינות ומכיוון שבהליך ייצוגי הם מיוצגים על ידי תובע ייצוגי אחד.<sup>187</sup> מבחינת מועדי הגשת התובענות מאפשרת לשון סעיף 35 לכבד תובענה בישראל גם אם זו הוגשה לפני התובענה בבית המשפט הזר, למרות שפירוש כאמור של סעיף 35 אינו תואם את פשוטה של דוקטרינת *lis abili pendens*. ההחלטה אם לעשות כן תלויה, בדרך כלל, בעובדות המקרה ובשיקולים המנויים להלן.

ניהול תובענה ייצוגית בבית משפט מוסמך בארצות-הברית עשוי לעלות בקנה אחד דווקא עם האינטרסים של החברה הנתבעת ושל נתבעים אחרים, שאינם המנפיק עצמו, ולהכביד על התובעים. הדבר נובע מהוראות ספציפיות לגבי ניהול תובענות בניירות ערך שנחקקו בארצות-הברית בשנת 1995 מתוך כוונה מפורשת לצמצם את היקף החשיפה של נתבעים פוטנציאליים לתובענות סרק בעילות של אי-גילוי וכדומה.<sup>188</sup> במסגרת זו הוספה, בין השאר, דרישה להכללת טיעון עובדתי מפורש בכתב הטענות בדבר התקיימות היסוד הנפשי הנדרש לגיבוש עילת תביעה אצל הנתבעים. כן נקבע דין מיוחד לגבי ריבוי חייבים, הקובע חבות לחוד (ולא ביחד ולחוד) של

---

בעמ' 443. דהיינו, הסיבה להבדלי הנוסח, בהעדר הבדלים שבמהות, הייתה נעוצה ברצון להבהיר כי המסגרת הנורמטיבית לעיכוב ההליכים מבוססת על אותם מבחנים הנוהגים בדין הכללי לעניין זהות ההליך וכדומה.

<sup>186</sup> ראו, באופן כללי, ע"א 9/75 אל-עוקבי נ' מינהל מוקרעי ישראל, פ"ד כט(2) 477; בג"צ 3134/93 י.א.ד. אלקטרוניקה נ' שרת העבודה והרווחה, פ"ד מח(1) 296.

<sup>187</sup> היבטים אלה מאפיינים גם הליכים של חדלות פרעון בינלאומית, כגון אלה המתנהלים בעת כתיבת הרשימה בעניין חברת התעופה טאוור אייר (Tower Air). בית המשפט המחוזי בתל-אביב אכן העמיד את ההליכים שנפתחו בפניו והפנה את המבקשים לבית המשפט המרכז את ההליכים בארצות-הברית, תוך שהוא מתנה את העמדת ההליכים במינוי נציג של התובעים בישראל. ראו ה"פ (ת"א) 408/00 Tower Air נ' רשם החברות (לא פורסם, 28.5.2000). לדין תיאורטי, ראו, למשל, Robert K. Rasmussen, "A New Approach to Transnational Insolvencies," 19 Mich. J. Int'l L. 1 (1997).

<sup>188</sup> Private Securities Litigation Reform Act of 1995 הוסיף את סעיף 27 ל-Securities Act of 1933 ואת סעיף 20D, שנוסחו זהה, ל-Securities Exchange Act of 1934.

יועצים מקצועיים (כגון רואי חשבון), המהווים לא פעם את "הכיס העמוק" בין כל הנתבעים – בשעה שסעיף 52ד לחוק ניירות ערך קובע חבות ביחד ולחוד.

אף על פי כן, אין אנו סבורים שהבדלים אלה צריכים להכריע נגד עיכוב הליכים בישראל וריכוזם בארצות-הברית, כפי שאין הם מכריעים בעדו. הבדלים בין שיטות משפט ייתכנו תמיד והשיקול המכריע מבחינה זו הוא אם התובעים יזכו לסעד אפקטיבי על עילתם. אין ספק שבתי המשפט האמריקניים ניחנו בכל התכונות שיאפשרו להם להעניק סעד כאמור לתובעים ישראלים. שונים הדברים לגבי בתי משפט באירופה, שם לא מוכר המנגנון של תובענה ייצוגית והתדיינות בעילות של דיני ניירות ערך אינה נפוצה בהם. אם יצורפו בורסות אירופאיות לתוספת השלישית לחוק ויתעוררו הליכי התדיינות מקבילים, יוטל על נתבע שיבקש עיכוב הליכים בישראל נטל כבד ביותר לשכנע את בית המשפט להענות לבקשתו. החזקה במקרה כזה צריכה להיות נגד עיכוב ההליכים בישראל.

## ז. אכיפה מנהלית

מאפיין מרכזי של דיני ניירות הערך המודרניים הוא אכיפה פרואקטיבית של המשטר הרגולטיבי באמצעות רשות מנהלית מיוחדת. פיקוח זה מקדים את האכיפה הריאקטיבית הציבורית (הליכים פליליים) ואת האכיפה הפרטית (תביעות אזרחיות) ומשלים אותן. סלע מחלוקת מרכזי בעבודת ההכנה של הסדר הרישום הכפול היה סמכותה של רשות ניירות ערך לפנות אל תאגידי-החוף בדרישה למסור דיווחים ולפקח עליהם באופן כללי. הבורסה ונציגי איגוד החברות הציבוריות גרסו כי מתן סמכות פיקוח כלשהי לרשות ירתיע את החברות הישראליות מרישום בישראל, מכיוון שיחששו מהפעלה אגרסיבית של סמכויות הפיקוח – בעיקר סמכויות החקירה והמעצר – וכן מסחבת בירוקרטית. בה בשעה התחוור כי הרעיון לנתק לחלוטין את התאגידים כפולי-הרישום מתחולת משטר הפיקוח של ישראל אינו ניתן להגשמה. הנחת העבודה הייתה שציבור המשקיעים בישראל זכאי לקבל הגנה – ולו מופחתת – מרשויות הפיקוח של המדינה בצד הזכות להגיש תביעה לקבלת סעד אזרחי בבתי המשפט בישראל.

ההסדר שהתקבל שומר על יכולתה של רשות ניירות ערך לפעול להבטחת הגנה לציבור המשקיעים. סעיף 35כד מסמיך את הרשות לפנות לתאגיד-חוף בדרישה להשלמת פרטים על אודות מסמך רישום וכן לדרוש דוח מיידי לתיקון מסמך רישום. אולם, נוסח הסעיף מרמז שסמכות זו תופעל רק כמוצא אחרון – לאחר שהרשות פנתה לגוף המופקד על הפיקוח או על האכיפה של הדין הזר.<sup>189</sup> הדעת נותנת שניתן לוותר על פנייה זו כאשר הרשות יכולה להראות כי אין לה תוחלת או כי הגנת המשקיעים מחייבת פעולה דחופה.

<sup>189</sup> סעיף 35כד קובע:

(I) תאגיד חוף ימסור לרשות בכתב, לפי דרישה שלה או של עובד שהסמיכה לכך, בתוך תקופה שיקבעו, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים במסמך הרישום או הנדרשים לפי הדין הזר; הרשות או עובד שהסמיכה לכך, רשאים לפנות את הגוף המופקד על פיקוח או אכיפה של הדין הזר בטרם יפנו לתאגיד חוף כאמור.

בעשור האחרון חלה תמורה באופן ההתמודדות של נציבויות ניירות ערך בעולם עם עניינים המערבים היבטים בינלאומיים. עיקרה של התמורה הוא התבססותו של שיתוף פעולה רגולטיבי בינלאומי כדרך המועדפת לפיקוח אפקטיבי,<sup>190</sup> כאשר המסגרת לשיתוף הפעולה מותווית במזכרי הבנה בין רשויות הפיקוח.<sup>191</sup> הצורך בשיתוף פעולה הולך ומתחדד בשל העלייה במספרן והיקפן של עסקאות בינלאומיות, שחלק מיסודותיהן מצויים מחוץ לתחום השיפוט של רשות הפיקוח.<sup>192</sup> רשות ניירות ערך השכילה לחתום על מזכר הבנה עם ה-SEC עוד בשנת 1996,<sup>193</sup> אלא שרק בשנת 2000 הוכנסו לחוק ניירות ערך התיקונים הדרושים להפעלת מזכר ההבנה באופן מלא ורשמי.<sup>194</sup>

החוק ומזכר ההבנה מאפשרים לרשות לסייע לרשויות עמיתות בחילופי מידע ובביצוע חקירות בתחומי שיפוט, על בסיס של הדדיות, במגוון הקשרים. לעתים מדובר בתפיסת נכסים שהושגו שלא כדין (למשל, כספים שנתקבלו במרמה), ולעתים מדובר בגביית עדויות לטובת חקירה המתנהלת על ידי הרשות העמיתה; אולם, יותר מכל הקשר אחר מציבים ניירות ערך כפולי רישום אתגר בפני רשויות פיקוח לאומיות, ולכן הם גם מספקים את הטעם החזק ביותר לשיתוף פעולה אינטנסיבי ושוטף.

במה דברים אמורים: העובדה שניתן לבצע עסקאות באותו נייר ערך בשני שווקים שונים פותחת פתח לביצוע פעולות בלתי-חוקיות תוך פיצולן בין שני השווקים. למשל, פלונית החפצה לעשות שימוש במידע פנים יכולה לנתב את מקצת העסקאות לשוק אחד ואת יתרתן לשוק האחר, ובכך להקטין את ה"חתימה" שהיא משאירה על התנהגות מחיר השוק.<sup>195</sup> רשויות פיקוח ובורסות בשווקים מפותחים מפעילות מערכות ניטור המנסות לאתר חתימות בלתי-שגרתיות כחלק

---

(II) הרשות או עובד שהסמיכה לכך רשאים להורות לתאגיד חוץ, לאחר שניתנה לו הזדמנות להשמיע את טענותיו, להגיש דוח מיידי המתקן מסמך רישום, אם נוכחה כי הפרטים במסמך הרישום שהוגש אינם כנדרש לפי הדין הזר; הרשות או עובד שהסמיכה לכך רשאים לפנות אל גוף המופקד על פיקוח או אכיפה של הדין הזר בכל הנוגע לענין זה בטרם יפנו לתאגיד החוץ כאמור.

(III) הוראות סעיפים 36(ח), 38-381(א) יחולו, בשינויים המחויבים, לענין האמור בסעיף קטן (ב).

<sup>190</sup> לסקירה, ראו M. D. Mann, "Developments in International Securities Law Enforcement and Regulation," 29 *Int'l Law*. 729 (1995); Michael D. Mann, Joseph G. Mari & George Lavdas, "New Approaches to Securities Regulation," 29 *Int'l Law*. 839 (1995).

<sup>191</sup> ראו Michael D. Mann, Joseph G. Mari & George Lavdas, "International Agreements and Understandings for the Production of Information and Other Mutual Assistance," 29 *Int'l Law*. 780 (1995).

<sup>192</sup> ראו הטקסט הסמוך להערה 181 לעיל.

<sup>193</sup> Memorandum of Understanding Between The United States Securities and Exchange Commission and The Government of The State Of Israel and The Israel Securities Authority on Behalf Of The Government of Israel Concerning Consultation and Cooperation in the Administration and Enforcement of Securities Laws, SEC Int'l Rel. 934A (9.4.1996), 1996 SEC LEXIS 1017. באורח פרדוקסלי, מסמך זה זמין לציבור בגרסתו האנגלית, אך למיטב ידיעתנו לא פורסם בפירסום רשמי בעברית.

<sup>194</sup> חוק ניירות ערך (תיקון מס' 19), התש"ס-2000, ס"ח 110.

<sup>195</sup> להרחבה, ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 609-602.

מפעילות האכיפה השוטפת. כאשר נייר הערך נסחר בכמה שווקים יש צורך ליצור בסיס נתונים מאוחד לביצוע הניטור. ואמנם, ה-SEC ורשויות פיקוח באירופה כבר נקטו צעדים בכיוון זה, בין השאר באמצעות עידוד הסכמים לניטור משותף וחילופי מידע בין הרשויות ובין השווקים<sup>196</sup>. הצורך בשיתוף פעולה רגולטיבי יקבל משנה תוקף ככל שתתרחב התופעה של רישום כפול של חברות זרות למסחר בבורסה של תל-אביב.

## ח. סיכום

במאמר זה ביקשנו להניח בסיס לניתוח אחד הפרויקטים החדשניים ביותר במשפט הישראלי. הורתו של הסדר הרישום הכפול במערכת נסיבות ואילוצים שנכפו על מדינת ישראל ועל שוק ניירות הערך שלה כתוצאה מתהליך מתעצם של גלובליזציה בשוקי ההון בעולם. תמורות גיאו-פוליטיות באזור עשויות לעכב תהליך זה אך אין בכוחן לעוצרו. התהליך משפיע, ואף מאיים, לא רק על שווקים קטנים כגון זה הישראלי אלא גם על שוקי הענק של לונדון וניו-יורק, והשפעה זו תבוא לידי ביטוי גם על משטרים משפטיים לאומיים אחרים של דיני ניירות ערך. בעולם ניכרת ראשיתה של מגמת האחדה (הרמוניזציה) בדיני ניירות ערך, אך עדיין רחוקה הדרך למשטר משפטי אחיד לכל המדינות, וספק אם מצב מעין זה הוא אפשרי או אף רצוי. הבחירה בדין האמריקני כדין חלופי לדין הישראלי לצורך רישום ניירות ערך היא, לפיכך, בחירה הולמת כמו גם בלתי-נמנעת. על אף המאמץ הניכר שהושקע בעיצוב ההסדר המשפטי מצביע מאמר זה על כמה סוגיות מהותיות שטרם מוצו ויחייבו התמודדות חקיקתית ושיפוטית. יש לקוות כי ההסדר ינוצל על ידי חברות רבות, כך שייווצר התמריץ להשלימו ולשכללו עוד.

---

<sup>196</sup> לפירוט אודות הסכמים לניטור משותף (Surveillance Sharing Agreements), ראו Mann, Mari & Lavdas, הערה 191 לעיל, בעמ' 837-838; לפירוט אודות שיתוף פעולה באיחוד האירופי, ראו Amir N. Licht, *Stock Market Integration in Europe* 37 (CAER Discussion Paper No. 15, Harvard Institute for International Development, C. Biancheri, "Cooperation among Supervisory Authorities under the ISD," *European Securities* ;1998) *Markets: The Investment Services Directive and Beyond* 369 (G. Ferrarini ed., 1998).