

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"ח-1968. 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.

א. מבוא. ב. היבטי רקע. 1. טעמים כלליים לרישום זה; 2. רישום זה על ידי מנפיקים ישראלים; 3. יחסי גומלין בין שוקי המניות של ישראל לאלה של ארצות-הברית; ג. היבטי מדיניות. 1. תולדות החקיקה; 2. התכלית החקיקתית; 3. רציות ההסדר; 4. השפעת ההסדר על מארג הדין הכללי; ד. עיקרי ההסדר. 1. עיקרון ההכרה החד-צדדית; 2. תחולת ההסדר על תאגידים חוץ; 3. תחולת ההסדר על תאגידים זרים; 4. היקף חובת הגילוי; 5. אחריות; ה. מקומו של הדין החד-צדדי. 1. הצגת הסוגייה; 2. גישות אפשריות לפתרון; 3. רציות הגישות השונות; 4. ההיבט הראייתי; ו. מעשי חוץ וברירת הדין. 1. מבוא; 2. הליכים פליליים; 3. התדיינות אורחית; ז. אכיפה מנהלית. ח. סיכום.

א. מבוא

בקיץ 2000 קיבלה הכנסת את חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000.¹ בכך הונח הבסיס הסטטוטורי להפעלת הסדר "הרישום הכפול" של ניירות ערך. באמצעות הסדר זה, חברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסות הגדולות של ארצות-הברית

* מרצה בכיר, 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.

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.² 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 עניינם 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 הנוכרת, 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 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 לשונו, 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

2 לסקירת השתלשלות החקיקה ועמדות הצדדים, ראו פרק ג להלן.

ועתידים 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 ישראליים 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 שמניותיה³ רשומות למסחר בבורסה אחת לרשום אותן למסחר בבורסה נוספת.

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

באופן מסורתי נהגו חברות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה הלאומית של מדינת האם שלהן, שבדרך כלל הייתה גם המדינה שבה התנהלו עיקר עסקיהן.⁴ 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.⁵ 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.⁶ התופעה של חברות המציעות את ניירות הערך שלהן ורושמות אותם למסחר בשווקים זרים אינה חדשה, אך בעבר היה היקפה מצומצם יחסית.⁷ כיום, לעומת זאת, ניתן למצוא שיעור ניכר של ניירות ערך זרים במרבית השווקים של המדינות המפותחות.⁸ 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 מדינות היעד לרישום, נוגעת גם למאמר זה.⁹ קיומו של שוק מניות מפותח מהווה גורם משמעותי במידת הפיתוח

4 להלן נניח כי מדינת האם של החברה היא המדינה שלדיני החברות שלה כפופה החברה. בשיטת המשפט האנגלו-אמריקנית, לרבות השיטה הישראלית, תהא זו מדינת ההתאגדות.

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

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

7 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).

8 בהכללה ניתן לומר ש-5-15 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>> (last visited 10.7.2002).

9 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 גייס הון בחוץ לארץ אינו נתון בדרך כלל לפיקוח רגולטיבי כלשהו של מדינת האם.

הכלכלי של המדינה. מחקרים מלמדים שבמדינות מתפתחות מהזויים המדדים של היקף שוק המניות (יחס השווי הנסחר לתוצר המקומי הגולמי) והמדדים של נזילות השוק (המחזור) מעין אינדיקטורים מובילים לביצועים כלכליים.¹⁰ 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 החיצע 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 בעירובייה. זאת, מכיוון שבמרבית המקרים החברות המבצעות רישום זר כבר רשומות למסחר – לעתים במשך שנים רבות – בשוק הלאומי שלהן.¹¹ מבחינה זו, התופעה של

10 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).

11 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 מימוניים¹²

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.¹³ גיוון בינלאומי מאפשר להתייחס גם לסיכון סיסטמטי לאומי כאל סיכון לא-סיסטמטי של השוק העולמי ולצמצם אותו למינימום.¹⁴ יתרון אחר של השקעה בינלאומית נעוץ ברווחי פילוח (segmentation gains). רווחי פילוח שונים מרווחי גיוון: רווחי גיוון גובעים מהבדלים בתכונות התשואה ומרכיב הסיכון בין הנכסים הפיננסיים, ואילו רווחי פילוח קיימים גם כשהנכסים

12 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 Depositary Receipts," 51 *J. Fin. Econ.* 103 (1999); Susan Chaplinsky & Latha Ramchand, "The Impact of Global Equity Offerings," 55(6) *J. Fin.* 2767 (2000).

13 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 וג'ון דילבסקי, מהדורה מורחבת ומעודכנת, 1999).

14 לסקירה ערכנית 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).

הפיננסיים זהים מבחינת תכונות התשואה והסיכון שלהם – ולכן, לכאורה, היו צריכים לשאת מחיר זהה – אך נבדלים במקורם הלאומי. הבדלי המחיר, ורווחי הפילוח הצומחים 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.¹⁵

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.¹⁶ רישום כפול אף עשוי להביא להגדלת הסחירות של ניירות הערך של החברה ובכך להעלות את ערכם, שכן משקיעים יוכלו לבצע בהם עסקאות ביתר קלות.¹⁷

האם ההבטחה הגלומה ברישום זר מכוח טעמים אלה אמנם מתגשמת בפועל? הסוגייה נדונה בספרות אמפירית ענפה,¹⁸ 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.¹⁹ 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

15 Renée Stulz, "A Model of International Asset Pricing," 9 *J. Fin. Econ.* 383 (1981); ראו 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).

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

17 יאקוב אמיהוד & חיים מנדלסון, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread," 17 *J. Fin. Econ.* 223 (1986); יאקוב אמיהוד & חיים מנדלסון, "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 שיש 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 בקן חורג מגבולות המאמר.

18 שאותה כתבו באופן ביקורתי במקום אחר; ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 575-586.

19 שם, בעמ' 578-580, טבלה II.

העומד בבסיס הרצון לבצע גיוון בינלאומי. בפועל, הממצאים האמפיריים אינם חד-משמעיים.²⁰

חוסר הבהירות שבמצאים 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 הנבחנים יעילים אינפורמטיבית במובן החזק-למחצה – דהיינו: שמחירי ניירות הערך משקפים את כל המידע המצוי בידי הציבור באותה עת.²¹

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 ה"נכנס" לארצות-הברית מלווה בדרך כלל בהשפעה חיובית, מה שאין כן לגבי רישום זר "יוצא" של חברות שהיו רושמות בארצות-הברית ונרשמו בשווקים נוספים, שאז ההשפעה שלילית.²² 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 פילות.²³ טענה זו נוגעת גם לטעם של שיפור במשטר החברות (corporate governance) החל על החברה, שאלי 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 אנליסטים, אזכור בעתונות הכלכלית וכדומה. בפועל 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

20 שם, בעמ' 584-587, טבלה III.

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

22 Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 582-583.

23 Miller, הערה 12 לעיל, בעמ' 118-121.

רב־לאומית.²⁴ 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 תושבי המדינה הזרה ולטשטוש ההבחנה בין "אנחנו" ל"אתם".²⁵ 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 ביצוען.²⁶

(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.²⁷ הלך המחשבה שבבסיס טיעונים אלה נובע מכך שהרישום הזר גורם להחלת דיני ניירות הערך ודינים רלבנטיים נוספים (כגון סדרי דין) הגוהגים 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 מנייתה כבר רשומות למסחר במדינת האם – אזי גם לדיני ניירות הערך של אותה מדינה.²⁸

- 24 Kent H. Baker, "Why U.S. Companies List on the London, Frankfurt, and Tokyo Stock Exchanges." 6 *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).
- 25 לדיון מפורט ראו Licht, הערה 5 לעיל, בעמ' 77-79.
- 26 ראו, למשל, Chief 74, "Should You List on a Foreign Exchange?," *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.
- 27 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).
- 28 התוצאה היא מערכת מורכבת למדי של משטרים משפטיים. תוצאה זו נובעת מכך שעל פי

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" (ואליו נתייחס בהמשך).²⁹ 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" – מטאפורה המשקפת את העובדה שהחברה המנפיקה "רוכבת" על מערכת משטר החברות של המדינה הזרה.³⁰

(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.³¹ 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

דוקטרינות מקובלות לדיני החברות יש תחולה פרטוגלית 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.

29 ראו הטקסט הסמוך להערה 88 להלן ואילך.

30 Bernard S. Black, "The Legal and Industrial מפוכה ראו Bernard S. Black, "The Legal and Industrial Preconditions for Strong Stock Securities Markets," 48(4) *UCLA L. Rev.* 781 (2001). בלאק מבחין בין "רכיכה" על הדין הזר שנוקטות חברות ספציפיות לבין "רכיכה" של מדינה שלמה על התשתית המשפטית של מדינה אחרת.

31 ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 627–631.

השכר הגבוה בתאגיד, חובת גילוי לגבי עסקאות עם בעלי עניין, הגבלות על שימוש במידע פנים וכדומה.³²

שוק ההון העולמי מעמיד כיום לרשות המנפיקים מכתר גדול של בורסות ושווקים שבהם הם יכולים לרשום את מניותיהם. שווקים אלה נבדלים זה מזה במידת ההקפדה שהם נוקטים כפיקוח על אנשי הפנים, כפי שהם נבדלים בהיבטים רגולטיביים אחרים החלים על החברה הגרשמת 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.³³ יתר על כן, גם אל נוכח האפשרות לניצול אופורטוניסטי של הרישום הזר, בשקלול כולל עדיין יכול הרישום להעלות את ערך החברה. אולם, 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.³⁴ 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.³⁵ מחקר חשוב של ג'ורדן סיגל (Jordan Siegel) משנת 2001 בתן 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

32 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.

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

34 ראו 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).

35 לסקירת הממצאים עד שנת 1998 ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 596–602, טבלה V.

בלתי-חוקית מהחברה על ידי אנשי פנים בה.³⁶ כמתואר להלן, מעשים פסולים אלה אינם נתקלים בסנקציות משפטיות בארצות-הברית.³⁷

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.³⁸

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.³⁹ הבדלי גודל אלה

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

37 ראו הטקסט הסמוך להערה 92 להלן.

38 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 ישראלים הרשומים ברישום זר ראו יורם מרגליות, "היבטי המס של הרישום הכפול", הפרקליט מה 292 (תשס"א). יודגש, כי באוגוסט 2001, לאחר פרסום המאמר הנזכר 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.

39 לנתונים מפורטים ראו 1.1, 1.3.B, 1.4 (2001), 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 לחות א-1, א-4 (יוני 2002); קובי אברמוב ויובל צוק, "קבוצות השליטה בחברות הבורסאיות", *החודש בבורסה* 214 3 (יוני 1999).

גורמים לכך שהשווקים הזרים יצטיינו בנוילות 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.⁴⁰ 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.⁴¹ 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.⁴² בהתחשב בחולשה המתמשכת בבורסה של תל-אביב ובגיאיות המרשימה בשוק האמריקני במשך שנות ה-90, הנפקה בשוק הנאסד"ק בארצות הברית הייתה המשך התפתחות טבעי עבור חברות היי-טק ישראליות.

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, ו-18 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.⁴³

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

41 סרנת ודילבסקי, הערה 13 לעיל, בעמ' 433-435.

42 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).

43 למצב לאחר התקנת ההסדר ראו טקסט הסמוך להערה 70 להלן.

שוקי יעד לרישום זר על ידי מנפיקים ישראלים ערב הרישום הכפול⁴⁴

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

א. כולל רישום כפול.

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

ג. כולל שויץ. Euro NM היתה רשת של כמה שווקים נפרדים שפורקה עם הקמת שוק Euronext.

ד. כיום NASDAQ Europe.

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

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,⁴⁵ 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

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

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

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 ההייטק 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.⁴⁶

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.⁴⁷ טיעון קרוב, אך שונה במהותו, הוצג על ידי אשר בלאס ועמיתיו.⁴⁸ 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 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.⁴⁹ 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

46 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 ובמופגן; (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 Captial, IPOs, Foreign Firms & U.S. Markets," 2 *Theoretical Inquiries L.* 711 (2001).

47 ראו Coffee, הערה 27 לעיל, בעמ' 674; Rock, הערה 27 לעיל, בעמ' 3.

48 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).

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

ישראליים מחוץ לישראל. היקפה המדויק של התופעה אינו ברור כלל. לפי גרסאות מסוימות, חלה האצה ניכרת במגמה זו בשנים 1999–2000 עד כדי כך ש־90–95 אחוזים מהחברות החדשות (ככל הנראה בתחום ההיי־טק) התאגדו בארצות־הברית.⁵⁰ 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 בגיהול חברה אמריקנית.⁵¹ עם זאת, גם הנפקות של חברות ישראליות בחוץ־לארץ חדלו כמעט לחלוטין. ניתוח מלא של התופעה הורג 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 מההוק החדש – מחוק החברות, התשנ"ט–1999, הנוגעת אף היא לדיונו, כמבואר בפרק ב.4. מכל מקום, הגפנת מניות של חברות אלה בשוק האמריקני נעשית כולה על פי הדין החל על חברות אמריקניות, ללא כל נגיעה לדין הישראלי.⁵²

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 הון במשקים המפותחים קשורים זה לזה ומהווים שוק מאוחד (integrated), במובן זה שזעזועים הפוקדים שוק אחד מתפשטים תוך זמן קצר לשווקים האחרים.⁵³ תופעה זו מוכרת היטב גם לציבור בישראל. עם זאת, ההיבט המכריע והרלבנטי יותר להקשר

50 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 וורגיה, המדען הראשי של משרד התעשייה והמסחר, תמליל כנס IDI, בעמ' 27.

51 ראו עודד חרמוני, "דלאוור מתרחקת לעבר האופק", הארץ 3.2.2002, ג7.

52 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 המבכרים להתאגד בחוץ־לארץ "לחזור" לישראל, לפחות באופן חלקי, באמצעות הרישום בכורסה בתל־אביב.

53 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.

הנוכחי, עניינו התנהגותם של שווקים שאותו נייר ערך⁵⁴ 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.⁵⁵ 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'.⁵⁶

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 שהמחירים בהם נקבעים באופן הנחזה כתהליך יצירת מחיר של שוק יחיד. במרבית המקרים השוק הישראלי הוא השוק הדומיננטי ביצירת המחיר. עם

54 במקרים מסויימים, נייר הערך הנסחר בארצות-הברית אינו בדיוק המניה הנסחרת בבורסה של תל-אביב אלא תעודת פיקדון (ADR – American Depository 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 Depository Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies," 17 *Fordham Int'l L.J.* 48 (1993); Douglas B. Spoor, "Exploring American Depository Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets," 6 *Transnat'l Law* 181 (1993).

55 ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 593, טבלה IV.

56 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, "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 Discovery in International Equity Trading* (Working Paper, 2001), <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269566> (last visited 10.7.2002).

זאת, זהות השוק הדומיננטי מושפעת מהרכב בעלי המניות בחברה. תופעת הדומיננטיות של שוק אחד נחלשת כאשר שיעור בעלי המניות מתחלק באופן שווה בין השווקים.⁵⁷ גם מבחינת נפח המסחר נמצא מגוון בין המניות כפולות הרישום. רק מקצת המניות הישראליות עונות לטעמם של המשקיעים המוסדיים האמריקנים ומלוות באופן צמוד על ידי אנליסטים, ונפחי המסחר בהם ניכרים. ביתר המניות נפח המסחר נמוך יותר,⁵⁸ 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 רצינותו 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 הבורסה הפיננסית שנוצרה עקב הוויסות של שערי המניות הבנקאיות גרמה לסגירת הבורסה לשלושה שבועות

57 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 Melvin & Schlag, הערה 56 לעיל.

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

ולשפל מתמשך לאחר מכן.⁵⁹ 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 הסרת 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 ולא־מוץ דרישות הרישום, הדיווח והגילוי החלות על החברות בשוק הזר.⁶⁰ 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, ששעתה 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 תקווה כי הרישום הכפול יביא לתל-אביב חברות מ"הליגה העולמית" ובכך ישפר את נורמות המסחר באופן כללי.⁶¹

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.⁶²

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

60 ראו מירב ארלוחורוב, "הבורסה: רישום כפול יתרום לפחות עוד 100 מיליון דולר למחזורי המסחר", גלובס 8.1.1997, 29. ראו גם 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.

61 ראו רשות ניירות ערך, דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך 14 (תשנ"ח) (להלן: דו"ח ועדת ברודט).

62 שם, בעמ' 15-16, 25, נספח ח.

♦ לעומת זאת, המשטר האמריקני החל על מנפיקים זרים בארצות-הברית נחות מהמשטר החל על מנפיקים אמריקניים ומהמשטר הישראלי.⁶³

♦ 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, וגיתוח תחרות וגורמי סיכון, אך גם תוספות אלה אינן עולות כדי עמידה מלאה בכללים למנפיקים אמריקניים.⁶⁴

♦ 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 מידי על משא ומתן, דיווח על עסקאות עם בעלי עניין ו/או בעלי שליטה, דיווח על הקצאות פרטיות ומועדי פרסום תוצאות עסקיות.⁶⁵

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 1998,⁶⁶ 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 וטעונות כוללניות אודות עודף רגולציה.⁶⁷

העיונות הגיע לשיאו בפברואר 2000, כאשר האיום על המשך קיומה של הבורסה נראה

63 שם, בעמ' 25, נספח ז.

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

65 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 תמציתי תוצאות עסקיות וקביעת פטור להקצאת ניירות ערך לעובדים. שם, בעמ' 18-19.

66 ראו אורה קורן, "איגוד החברות הציבוריות קורא ליישם את המלצות ועדת ברודט לרישום כפול של מניות", גלובס 10.9.1998, 19.

67 ראו, למשל, קרן צוריאלי, "איגוד החברות הציבוריות לשוחט: לזרו מסחר כפול אוטומטי בבורסה", גלובס 19.12.1999, 20-11; מוטי בסוק, "איגוד החברות הציבוריות: ללא שינוי דרסטי בשוק ההון חברות היי-טק יברחו מישראל", הארץ 2.2.2000, 13ג.

אמיתי ומוחשי מאי־פעם, בהתחשב בתחרות מתעצמת שקמה לבורסה בתל־אביב מצד בורסות זרות על רישום כפול של חברות ישראליות.⁶⁸ באותה עת ניתן היה להתרשם כי אם לא יינקטו לאלתר 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".⁶⁹ רשות ניירות ערך קראה את הכתובת על הקיר ונסוגה מכל דרישותיה לגילוי נוסף מעבר לדיווחים שהחברות הישראליות מדווחות בארצות־הברית.

ביוני 2000 עוגן הסדר הרישום הכפול בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) והתקנות להפעלת ההסדר הותקנו באוקטובר 2000.⁷⁰ קדמה לכך רפורמה נרחבת בדיני ההצעה לציבור שבחוק ניירות ערך, שכללה גם פטורים להצעת ניירות ערך לעובדים.⁷¹ במקביל, נקבעה שורה של הקלות מהוראות חוק החברות לגבי חברות בכלל ולגבי חברות ישראליות הרשומות למסחר בחוץ־לארץ בפרט,⁷² במגמה לתאם את הדין הישראלי עם הדין האמריקני.⁷³ תיקוני החקיקה החלו לשאת פירות ראשונים 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 דואליות ותיקות לרישום בבורסה במסגרת ההסדר החדש.⁷⁴ הצטרפות החברות כפולות לרישום צמצמה במידת מה את תופעת ריכוזיות ההחזקות

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

69 ראו מירב ארלוזורוב, "דוד ברודט שינה את דעתו", הארץ 15.2.2000, 11; סטלה קורין־ליבר, "ממש כמו באמריקה", גלובס 20.2.2000, 21-14. הלחץ הציבורי מכיוון איגוד החברות הציבוריות והבורסה נמשך גם באביב 2000. ראו, למשל, סטלה קורין־ליבר, "תפסיקו לדחוף אותנו החוצה", גלובס 22.3.2000, 23-60.

70 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.

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

72 תקנות החברות (הקלות לחברות ציבוריות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התש"ס-2000.

73 תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התש"ס-2000.

74 דרור מרמור, "מי מרוויח מהרישום הכפול בתל־אביב", מעריב 27.12.2001.

בחברות הציבוריות בישראל, אך נפחי המסחר במניות של חברות רבות בבורסה של תל-אביב נוטים להיות נמוכים יחסית לבורסות בארצות-הברית.⁷⁵

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 תיקים). חובת הגילוי המלא מספקת הגנה למשקיעים בשני אופנים נפרדים. ראשית, היא מבטיחה כי החלטות השקעה של המשתתפים בשוק ניירות הערך יהיו מושגות 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.⁷⁶ 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.⁷⁷

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

75 ראו, בהתאמה, "בעקבות הרישום הכפול עלו החזקות הציבור הרחב במניות לכדי 40% מסך כל שוק המניות בתל-אביב", גלובס 14.8.2001, בארכיון אתר האינטרנט של גלובס, <http://www.globes.co.il> (last visited 10.7.2002); מירב ארלוזורוב, "נרשמים, אבל לא נסחרים", הארץ 19.11.2001, 111.

76 במונחים כלכליים נאמר, שחובת הגילוי המלא מקדמת את היעילות האינפורמטיבית של שוק ניירות הערך, וכי יעילות אינפורמטיבית עשויה לקדם את היעילות והקצאתית 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).

77 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).

דבר, אחת התוצאות שמקווים להשיג באמצעות משטר אפקטיבי של דיני ניירות ערך היא הבטחת אמון הציבור בשוק ניירות הערך, כך שחסכוניות הציבור ימצאו את דרכם להשקעות יצרניות.⁷⁸

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 והגדרה 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).

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 מרוכזת 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.⁷⁹

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 המארתת וכללי הרישום באותו שוק. כאשר דיניה של מדינה פלונית תובעניים מאוד כלפי המנפיק ובעלי העניין בו, הם עלולים לפגוע באטרקטיביות של שוק ההון שלה בעיניהם. נקודת המפתח היא שאפקט זה עלול להיווצר

78 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).

79 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 תווית 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.

גם כאשר המחוקק וקובעי 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.⁸⁰

הניסיון מלמד שגם רשות פיקוח מקצועית ורבת עוצמה כנציבות ניירות ערך האמריקנית (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 ונוזלות. 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-הברית.⁸¹ 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.⁸²

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

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

81 למעשה, ההכרח לאזן בין הגנה על משקיעים לבין הגנה על השוק הוכר על ידי ה-SEC עוד קודם לכן. לסקירה, ראו (1991) 763 *Securities Regulation* Louis Loss & Joel Seligman, 2. 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.

82 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.

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".⁸³ 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 ישראלים 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 האמריקני כ-*foreign private issuers*⁸⁴. 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.⁸⁵ 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 ומסופים 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 הוזר על ידי מנפיקים ישראלים מתיישב גם עם מניעים אופורטוניסטיים ולא רק עם טובת החברה.⁸⁶

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

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

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

86 בהשוואה לדיווח על פי טופס 10-K, ההבדלים העיקריים נוגעים לנקודות הבאות: (1) דיווח על

כך, למשל, רווח, 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).⁸⁷

גם מבחינה לבר-משפטית איננו סבורים כי הנחיתות המתוארת מפוצה תמיד ובאופן מלא על ידי "משמעת השוק" שמנפיקים אלה נתונים לה, כניכול, 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 ותכוף ומסחר תקין בניירות הערך, שאינן 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 חיצונית חיובית כלפי מנפיקים ישראלים בתל-אביב.

קיומה של משמעת שוק נתמך ומתומרך על ידי מעקב של ציבור המשיקעים 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.⁸⁸ דרך חלופית

שכר ותנאי העסקה, לרבות אופציות למניות החברה, של בכירים במנפיק נעשה במיוחד 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 מהחזקות, לעומת סף של חמישה אחוזים במנפיק אמריקני; (4) אין חובה לדווח על החזקות של נושאי משרה ודירקטורים עם פירוס 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' 341-346. הבדלים כמעט זהים קיימים גם בהשוואה לדין הישראלי.

מרמור, הערה 74 לעיל. 87

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 כבסיס למשמעת שוק ואף לקיום הוראות הדין ממש.

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.⁸⁹

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 המניית") הוא לפחות 350 מיליון דולר.⁹⁰ ערכי סף אלה נקבעו בסתיו 2000 לאחר תחילתו של המשבר בשוק מניות ההייטק 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 החברה עולה על הסף הנקוב בעת הרישום אך צונח לאחר מכן – תופעה שאפיינה חברות הייטק 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.⁹¹ 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

89 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.

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

91 רשות ניירות ערך, דו"ח שנתי 2001 15 (תשס"ב) ("עמדת הרשות מביאה בחשבון את העובדה שתברות 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.")

(שהביאו לרוב למחיקתן מהמסחר מן ה-NYSE), ומצא כי מעולם לא ננקטו צעדי אכיפה כלשהם כלפי חברות אלה או כלפי בעלי עניין בהן. 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 שרואינו על ידי סיגל.⁹²

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.⁹³ 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.⁹⁴ 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 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 התברות 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,⁹⁵ 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

92 Siegel, הערה 36 לעיל, בעמ' 24-28.

93 ראו, למשל, סופי שולמן, "תביעות ייצוגיות הוגשו בארה"ב נגד לומניס וגילת רשתות לוויין", הארץ 13.2.2002, 131.

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

95 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).

ולפסוק באופן שלא יכביד את הנטל על המגפיקים ולא ירחיב את החובות המוסולות עליהם מתוך כוונה להיטיב לכאורה עם ציבור המשקיעים. את הוויתור שעשה המחוקק בגזרה זו יש לכבד; בה בשעה, יצטרכו בתי המשפט להקפיד על קיום חובת הגילוי והנורמות הנלוות שהסדר מבוסס עליהן, כך שמידת ההגנה שהמחוקק ראה לנכון להסתפק בה אכן תוענך 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 גבוה – ולעתים אף עדיפות – לשיקולי עלות מול תועלת על פני נימוקים משפטיים-דוקטרינריים צרופים, שפועלם 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.⁹⁶ זו אכן הייתה עמדת רשות ניירות ערך במשך שנים, וכדין, 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.⁹⁷ 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 ונותרו הצעות לציבור הזקוק להגנת הדין.

הסדר הרישום הכפול מבטא גישה דומה ואולי אף מרחיקת-לכת יותר, שכן חקיקתו

96 זהו המכתן על פי הלכת אברון, שהיתה ונותרה ההלכה המנחה בסוגית ההצעה לציבור. ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ תשל"ז(1) 329.

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

מכרסמת גם בשוויון בנטלים המשפטיים החלים על מנפיקים ישראליים, ויש מקום להרהר אם מדובר בהבחנה מבוססת. בעיה זו צפויה להחריף ככל שיאמצו המלצות ועדת ברנע – ועדת מומחים שמינתה הרשות בסוף שנת 2000 והגישה את המלצותיה במרץ 2001.⁹⁸ ההמלצה המרכזית של ועדת ברנע היא לאמץ את הדין האמריקני הרגיל – דהיינו: זה שחל על מנפיקים אמריקניים בארצות-הברית – כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח שיהולו על מנפיקים ישראליים בדין המקומי, כדי להביא להעלאת רמת הדיווח ולשיפור טיבו.⁹⁹ זאת, מבלי לפגוע בהקלות שהעמיד הסדר הרישום הכפול לחברות כפולות רישום. באורח פרדוקסלי משהו, אימוץ המלצותיה של ועדת ברנע יביא לכך שמנפיקים ישראליים שענייניהם מתנהלים בישראל בלבד ידווחו לפי דין המיועד לאמריקנים, ואילו מנפיקים הרשומים למסחר בארצות-הברית ידווחו לפי דין המיועד לשאינם-אמריקנים.¹⁰⁰

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 בלגיה¹⁰¹ והונג-קונג,¹⁰² אך למיטב ידיעתנו, ההסדר הישראלי הוא המלא והמפורט

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

99 שם, בעמ' 1.

100 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 and Opportunities," 41 *Va. J. Int'l L.* 653 (2001).

101 ראו Arrêt Royal modifiant l'arrêt royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus public en cas d'émission publique de titre et valeurs, 6.7.1999.

102 ראו 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.

ביותר, והוא עוצב ללא מודלים מדויקים לחיקוי.¹⁰³ 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 המארחת 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 לאחריונה לא הכירו מדינות במשטרי ניירות הערך של מדינות אחרות באופן כה גורף, ולבטח לא באופן הדד-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.¹⁰⁴ האסטרטגיה הכללית לאיחוד הבלבלי 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.¹⁰⁵ דוגמה שנייה מביא ההסדר שאימצה ה-SEC האמריקנית וארבע נציבויות קנדיות, המכונה Multijurisdictional Disclosure System (MJDS).¹⁰⁶ 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

103 גם בבורסה של לונדון רשומות חברות רבות המדווחות על בסיס מסמכי גילוי של מדינת המקור שלהן. הדבר נובע מהרצון לאפשר לחברי הבורסה לקיים מסחר מונחה-ציטוטים (quote-driven) גם במניות של חברות זרות. ראו הערה 107 להלן.

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

105 לסקירה מקיפה, ראו European *The European Equity Markets* (Benn Steil ed., 1996); *Securities 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 ערכני 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).

106 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).

הכרה הדדית, קדם לו משא ומתן אינטנסיבי בין ארצות-הברית לקנדה ולבריטניה; האחרונה העדיפה לבסוף שלא להצטרף להסדר.¹⁰⁷ 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 ירצה 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 חינם (free-riding) בתשתית הרגולטיבית של המדינה האחרת.¹⁰⁸

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.¹⁰⁹ הגדרת "בורסה בחו"ל" שהוספה לסעיף 1 לחוק¹¹⁰ אינה כוללת הגדרה מושגית אלא רק מפנה

107 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 Securities," 6 *Duke J. Comp. & Int'l L.* 197 (1995). לאחרונה עברה הסמכות בעניין זה ל-Financial Services Authority. ראו Official Listing of Securities (Change of Competent Authority) Regulations (2000).

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

109 עד לחקיקת הסדר הרישום הכפול היו לחברות הדואליות הוותיקות – דהיינו: התאגידיים (ישראלים 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 35ל(ב) לחוק: "תאגיד שניירות ערך שלו הרשומים למסחר בבורסה רשומים למסחר גם בבורסה בחו"ל והוא מדווח לפי הוראות פרק ו' ראשי לעבור לדיווח לפי הוראות פרק זה, כל עוד ניירות הערך שלו רשומים למסחר בחו"ל".

110 "בורסה בחו"ל" – בורסה לניירות ערך, שוק מוסדר כהגדרתו בחוק השקעות משותפות בנאמנות,

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 עניניו של ציבור המשקיעים בישראל".¹¹¹ 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

התשנ"ד-1994, או רשימת מסחר בכל אחד מהם, שאינם בישראל, המנויים בתוספת השנייה או השלישית".

הכללת מספר חלופות בהגדרת "בורסה בחו"ל" משקפת מצב בלתי משיבוע רצון בחקיקה הישראלית, שההגדרות 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"ד-1994 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 stock market. מבלי לפרט נציין, כי הבחנה זו איכרה כליל את טעמה בשנים האחרונות עקב ההתפתחויות הטכנולוגיות והעסקיות. השו 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 המהותי של שוק ניירות ערך.

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

מכוח הדין הישראלי אלא רק שיספק הגנה סבירה, ואף פחותה במשמע.¹¹² 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 ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל. בכך מתבטא איזון האינטרסים המתואר לעיל בין הגנה על ציבור המשקיעים לבין הגנה על שוק ההון. מתעוררת 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 ועירות. 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 האינתיפאדה 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.¹¹³

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

112 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.

113 "איגוד החברות הציבוריות: יש לאפשר רישום כפול גם לחברות ישראליות הנסחרות ברשימה המשנית של נאסד"ק", *TheMarker.Com*, 17.11.2001, <<http://www.themarket.com>> (last visited 10.7.2002); "ראשי האיגוד: לצמצם משמעותית את האגרה על החברות הדואליות שנרשמו בת"א", *כרוז* דצמבר 2001, 6.

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

מבחינה פרויטיבית, 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 האינהרנטית לו.¹¹⁴ על פי מסגרת זו, היקף הגילוי הנדרש ממנפיקים ישראלים בשוקי התוספת השנייה מגדיר גם את המידע הנחשב מהותי לציבור המשקיעים בישראל. לכן, ככל שהדין חוד 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 35(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 סגני: להלן נצביע על היבטים שונים של ההבדלים בהגנה על משקיעים בין שוקי ניירות הערך בארצות-הברית ובאירופה.¹¹⁵

מבחינת דיני הגילוי הצרים, יש לזכור שההקלות הניתנות למנפיקים לא-אמריקניים במסגרת סופס 20-F נתפרו במקורן למידותיהם של מנפיקים אירופיים גדולים מתוך כוונה למושכם לשוק האמריקני. ההקלות הניתנות במסגרת סופס זה למנפיקים המדווחים על פיו בהשוואה למנפיקים אמריקניים הותאמו לתקני הדיווח המקובלים באירופה.¹¹⁶ קריאת איגוד החברות הציבוריות להוסיף בורסות אירופיות להסדר הרישום הכפול,

114 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 מתמת אדישות רציונלית. כפרשת 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.

115 בעת כתיבת המאמר סרו זיננס של השווקים באירופה כעיני מנפיקים ישראלים, וחברות הייטק ישראליות רבות שכבר נרשמו באירופה איבדו חלק ניכר מערכן. מצב זה עשוי לחלוף.

116 ראו הערה 86 לעיל.

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 שהבדלים בין הדין האמריקני לשאר העולם הצטמצמו במידת מה לאחרונה,¹¹⁷ ובכמה בורסות באירופה נהוגים כללי דיווח תובעניים אף יותר מאלה הקבועים בדין הלאומי שלהן.¹¹⁸

שאלה מעניינת היא באיזו מידה צריכה מערכת הדינים החלה על התאגיד מכות 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 הדיניות 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 להבטחה "די הצורך את עניניו 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.¹¹⁹

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.¹²⁰ כפועל יוצא, המונח "משמעת

117 בספטמבר 1999 ערכה ה-SEC תיקון נרחב בהוראות הדיווח למנפיקים וזים המדווחים באמצעות טופס 20-F. התיקון התאים את מתכונת הדיווח לתקנים שאימץ הארגון הבינלאומי של נציבות ניירות ערך (International Organization of Securities Commissions – IOSCO). למרות השינוי המקיף בפורמט הדיווח, לא חל שינוי, ובפרט לא הקלה, מבחינת היקף הגילוי הנדרש. 118 כך, למשל, בשוק של EASDAQ בבלגיה נהגו כללי הרישום שדרשו דיווחים רבעוניים על פי כללי חשבונאות אמריקאיים או תקן החשבונאות הבינלאומי IAS וכן דיווח מיידי של אירועים מהותיים. ראו (2000) 19, 35-36 *EASDAQ, Issuers' Continuing Obligations*. כאמור, EASDAQ נרכשה על ידי נאסד"ק ומופעלת כיום בתור NASDAQ Europe. 119 לדיון באפשרות של הבדלים בין נורמות מהותיות בדין הזר והדין הישראלי, ראו השקטס הסמוך להערה 145 להלן ואילך.

120 ראו, למשל, ביחס לשוק הגרמני, Thomas J. Andre, Jr., "Cultural Hegemony: The

השוק" כמעט אינו מוכר בהקשר של שווקים אלה. כמבואר לעיל,¹²¹ התנאים העובדתיים שבהם סביר להניח שהמנפיק נתון למשמעת השוק בארצות-הברית אינם מתקיימים ברבים מהמנפיקים הישראלים שנקבעו כזכאים להשתמש בהסדר הרישום הכפול. ממצב עובדתי 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 ממסטר 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.¹²² מכאן, שהפעלת הסמכות להוספת בורסות לתוספת השלישית צריכה להתבצע בוהירות 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 מכה סעיף 35(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 הרשום 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.¹²³

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).
J.P. Morgan, *Online Finance Europe* (2000).

121 ראו הטקסט הסמוך להערה 90 לעיל ואילך.
122 הנחה זו נתמכת גם בממצאים אמפיריים. ראו מחקרו של Miller, הערה 12 לעיל.
123 הטקסט מבוסס על שיחות עם ראשי הבורסה ורשות ניירות ערך בקיץ 1999.

סעיף 41 בוטל בתש"ס עוד במסגרת תיקון 20, ובמסגרת תיקון 21 הוסף לחוק ניירות ערך סעיף 35. 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.¹²⁴ 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 לרישום זר של חברות זרות. קהל הלקוחות הטיפוסי שאליו הן פונות כולל בעיקר תאגידי שהתאגדו בחוץ-לארץ על ידי יזמים ישראליים,¹²⁵ 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 המיידית 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 תסקיף, 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 ההסדר¹²⁶ 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.¹²⁷

מהם השיקולים שצריכים להנחות את רשות ניירות ערך בבואה לדון בבקשת רישום

- 124 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." עד לאחרונה הייתה רשומה בבורסה של תל-אביב רק חברה זרה אחת (Gazit Globe), שנרשמה בשנות ה-70 ומנוהלת בישראל.
- 125 ראו סופי שולמן, "על מה לא חשבו ברשות ניירות ערך", הארץ 12.2.2001, 10ג.
- 126 "אחרי ניצול הרישום הכפול בעסקת אקורד: פוליקום נמחקת מהמסחר בתל אביב", גלובס 22.10.2001, בארכיון אתר האינטרנט של גלובס <<http://www.globes.co.il>> (last visited 10.7.2002); רותם שטרקמן, "הצד השני של הרישום הכפול", הארץ 23.10.2001, 13ג. 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 מגופי המסחר במניות החברה הזרה, ראו שולמן, הערה 126 לעיל; אך החיסכון בהוצאות התשקיף בישראל הושג בכל מקרה.

על פי סעיף 335¹²⁸? הוראת סעיף 335 משתלבת בהסדר הרישום הכפול, ולכן נראה שהעיקרון המנחה לעניין זה צריך להיות זהה לעיקרון העומד בבסיס ההסדר לגבי תאגידי-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 335 סיפא) להתנות את אישורה בתנאים – וסמכות זאת יש להפעיל בדומה לסמכות שר האוצר להורות על הוספת פרטים למסמך רישום של תאגיד חוץ (על פי סעיף 335(ח) – דהיינו: כך שתושג מידה מספקת של הגנה על ציבור המשקיעים, ולפחות מידת ההגנה שהייתה מתבקשת במקרה של תאגידי-חוץ הרשומים בבורסות שבתוספת השנייה. אלא, שלשונו התמציתית של סעיף 335 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,¹²⁹ 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;¹³⁰ אולם לגבי תאגיד זר

128 תיקון 21 אינו כולל הוראת הסמכה להתקין תקנות לעניין סעיף 335, כך שלפי לשון הסעיף הסמכות תופעל באופן פרטיקולרי לגבי תאגידים מסויימים.

129 קביעת הסדר התובענה הייצוגית בחוק החברות היא בענייני 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.

130 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

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 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.¹³¹ 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.¹³² 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

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 לכתוד כי מדובר בשאלה קשה. ת"א (חי') 1318/99 אלטינט 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.

131 סעיף 35כ לחוק, הן 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 והמתחזקים 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.

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

וולונטריים שפרסם למשקיעים בניירות הערך שלו הרשומים למסחר בחוקי-לארץ.¹³³ נוסף על כך רשאית רשות ניירות ערך לדרוש השלמת פרטים לגבי שני סוגי הדיווח,¹³⁴ וגם לפטור מחובת דיווח ככל שהיא עולה מן החוק אך אינה נדרשת בדין הזר לגבי שמירת סוד מסחרי.¹³⁵ הן במסגרת מסמך הרישום והן במסגרת הדיווח השוטף רשאי התאגיד המדווח לצרף מסמכים שפרסם או הגיש במקורם בשפה האנגלית, בשפת המקור.¹³⁶

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 שיירשמו בה למסחר מיד לאחר פרסום התשקיף ניתן לפטור את התאגיד מהוראות בדבר מבנה התשקיף וצורתו.¹³⁷ אם 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 תודמנות להשתתף גם בשוק הראשוני ולא רק בשוק המשני.

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

134 לדיון בסמכות הרשות, ראו פרק ז להלן.

135 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.

136 תקנה 4 לתקנות מסמך הרישום; תקנה 2(ג) לתקנות הדיווח השוטף. בהתחשב בזוהותן 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.

137 סעיף 35כט קובע:

(א) 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).

(ב) 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'.

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

עם זאת, ובדומה לרישום חברות זרות לפי סעיף 35ל, גם הסדר זה לקוני מאוד. יישומו המלא יחייב נקיטת צעדים עקרוניים נוספים.¹³⁸ נקודת קושי אחת היא שהסדר הרישום הכפול בשען, לפחות לכאורה, על ההגנה שאמור לספק השוק הזר לציבור המשקיעים בישראל. החוקה 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 הצעת 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.¹³⁹ יישומה של החלטה זו עשוי למתן מעט את הפער בין המנפיקים הרשומים למסחר בישראל אך לא לאיינו כליל.¹⁴⁰ 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 כי התאגידים כפולי הרישום ידרשו לדווח לפי המתכונת המקלה יותר שמתיר הסדר הרישום הכפול.

5. אחריות

סעיף 35ככה מטיל אחריות אזרחית להפרת הוראות חוק ניירות ערך על תאגיד החוקן וכן על הדירקטורים, המנכ"ל ובעל השליטה בתאגיד.¹⁴¹ כדי לעודד את השימוש בהסדר

138 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 תיקוקה הצעת חוק להנהגת מתכונת חיתום ברומה לזו הנהוגה בארצות-הברית.

139 הדר חורש, "החברות הדואליות יפיקו על פי תשקיף אמריקאי-מקומי", הארץ 11.9.2001, ג12ג.

140 ראו הטקסט הסמוך להערה 98 לעיל ואילך.

141 סעיף 35קובע, 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.

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.¹⁴² הוראת האחריות למסמך רישום הקבועה בסעיף 35 ככה זהה, בשינויים המחוייבים, להוראת סעיף 52יא, הקובע את האחריות האזרחית הכללית להפרת הוראות החוק. זאת, להבדיל מהאחריות התשקיפית הקבועה בסעיפים 31-34 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.¹⁴³ יתר הוראות האחריות שבחוק – כגון אחריות לתרמית או לשימוש במידע פנים – עומדות בעינן ויחולו גם על תאגידים כפולי רישום.

גם הוראות האחריות הפלילית שבחוק ניירות ערך, הנוגעות לגילוי, הותאמו להסדר החדש. סעיף 5 לתיקון 21 הכנים 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 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 הפיצויים?

בשאלת הדין החל ביחס לניירות ערך כפול-רישום ניתן להבחין בין שלושה היבטים שונים: (1) היבט כללי הנוגע, למעשה, לדיני ניירות ערך באופן כללי בכלל ולא דווקא

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

142 ראו דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) (רישום כפול), התש"ס-2000, ה"ח 440, 2887.

143 ראו דברי ההסבר להצעת החוק, ה"ח תש"ס, בעמ' 443. ראו, כללית, ע"א 6343/95 אבנר נפט 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. יצוין, כי האחריות לפי סעיפים 31-34 לחוק אינה זהה לאחריות התשקיפית בדין האמריקני לפי סעיפים 11 או 12(1) של ה־Securities Act of 1933, שהיא אכן תמורה יותר מאחריות לעסקאות אחרות, מכיוון שעל פי סעיפים אלה תיתכן אחריות מוחלטת ללא הגנת בנסיבות מסויימות.

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 נזיקיים 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 שהיבט התאגידי לפרסם או להגיש על פי הדין הזר", וכך גם לגבי הדיווח השוטף.¹⁴⁴ הוראות החוק בעניין זה גורמות לכך שהוראות הדין הזר, כפי שהן בכל עת, מהוות חלק מהדין הישראלי – חלק מנורמות ההתנהגות 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 52ב ו-54, שעניינם 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 הקהילה העסקית בישראל רווחת הסברה שלפיה הדין האמריקני הוא שיחול על דיווח של תאגידים כפולי רישום. סברה זו מבוססת על ההסתמכות על הדין הזר, והיא נתמכת בקיומה של סמכות לרשות ניירות ערך להתערב בהליך הרישום רק במקרים חריגים ולאחר התייעצות בנציבות האמריקנית.¹⁴⁵ 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 רישום 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

144 סעיפים 35כא(א) ו-35ל(ג) לחוק, בהתאמה.

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

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.¹⁴⁶ 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 פי הדין הישראלי, לעניין היסוד ההתנהגותי או התוצאתי, סיבתיות, היקף הפיצויים וכל עניין אחר.¹⁴⁷

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

146 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".

147 להלכות הישראליות המרכזיות ראו, למשל, ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642 (תרמ"ת ומניפולציה), ע"פ (ת"א) 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד (לא פורסם, 14.9.1999) (שימוש במידע פנים), רע"א 378/96 וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ, פ"ד נד(3) 247 (היקף העילה).

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.¹⁴⁸ 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 שיורי, 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 העוזר הזרים להכרעה בו דלים יחסית. אכן, בספרות האקדמית האמריקנית התפתח שיח ער בסוגייה של זיהוי הכלל האופטימלי לתחולה של דיני ניירות הערך של ארצות הברית על מנפיקים אמריקניים זרים, 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.¹⁴⁹ ויכוח זה אינו מענייננו כאן, וכשלעצמנו אנו

148 השוואה 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* (13th ed., 1999) 56-65. מכל מקום, תחולתה של הדוקטרינה מוגבלת למספר מצומצם של מקרים, ובמרבית ההיבטים של המשפט הפרטי אין היא נוהגת, לרבות בענייני נזיקין החופפים במהותם לעולות אורחיות על פי דיני ניירות ערך. שם, בעמ' 64. כן ראו *1 Dicey and Morris on The Conflict of Laws* 72, para. 4-019 (Lawrence Collins ed., 13th ed., 2000).

149 לגישה הדוגלת במתן חופש בחירה ראו, למשל, Roberta Romano, "Empowering Investors:

סבורים כי יש בו מידה לא מעטה של אימתן הדעת לבעיות פוליטיות ומעשיות שצפויות להתעורר ביישום כללים מעין אלה.¹⁵⁰ 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 36, המטיל על תאגיד חוץ ועל אנשי פנים שלו אחריות אזרחית להפרת הוראות פרק ה'3, המכיל את הסדר הרישום הכפול, ובסעיף 5 לתקון 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" שבתקון 21. בד בבד, תקינות הגילוי והאחריות כלפי ציבור המשקיעים בארצות-הברית נקבעות לפי אמות-המידה של הדין האמריקני בדבר "מהותיות" ויסודות נוספים.¹⁵¹ הסדר ההכרה ההדדית השני הקיים בעולם – במסגרת האיחוד האירופי – אינו מפותח מבחינה מעשית.¹⁵² יתרונה הבולט של הגישה המקומית מצוי באחידות וברציפות של המשטר המשפטי

- 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) 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)
- 150 לדיון תיאורטי, ראו Amir N. Licht, "Games Commissions Play: 2X2 Games of International Securities Regulation," 24(1) *Yale J. Int'l L.* 61 (1999)
- 151 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.
- 152 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).

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.¹⁵³ 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".¹⁵⁴ כפי שראינו, ניתן לפרש הגדרה זו באופן מרחיב, הכולל את כלל הנורמות המהותיות החלות על תאגיד החוץ וניירות הערך שלו.¹⁵⁴ כאמור, הרושם הרווח בקרב הקהילייה העסקית הוא שזהו פועלו של הסדר 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.

153 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.

154 לפרשנות ההגדרה ראו פרק 2.2 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.

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.¹⁵⁵ גם עבירות גילוי ועבירות מסחר ייבחנו אז כאמות 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 סטטוטורי להחלת הדין הישראלי בהקשרים שאינם נוגעים ישירות לחובות הגילוי – ובמיוחד עבירות מסחר – יכול להימצא בעובדה שתיקון 21 אמנס 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 נותה 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 מהווה מקור נורמטיבי ראשון במעלה לפיתוח הדין הישראלי גם בסוגיות יסוד כגון מבחן המהותיות כנורמת-על בדיני ניירות הערך.¹⁵⁶ באשר לדין זר שאינו אמריקני, הרי שכאן אכן ייתכנו הבדלים, אלא

155 ראו הערה 151 לעיל.

156 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

של מחוקק 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 הזור בבורסות שבתוספת השנייה לחוק.¹⁵⁷

הגישה המעורבת עדיפה גם על גישת ההפניה. החלת גישת ההפניה במלואה עולה, לכאורה, בקנה אחד עם הגדרת הדין הזור שבחוק, אלא שאין לכתוד כי אינה דומה להסדרי הפניה ראויים לשמם כגון זה הקבוע בחוק הירושה. כן לא מוכרת לנו מסגרת הפניה בדין הפלילי.¹⁵⁸ 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.¹⁵⁹ 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 תאגדי חוץ; שלישית, החלת הדין הישראלי תתרום להסדר עקבי ולכיד (קוהרנט) במישור האזרחי והפלילי.

4. ההיבט הראייתי

שלוש הגישות האפשריות שתוארו לעיל נבדלות זו מזו בהיקף הקליטה של הדין הזור לדין הישראלי, אך לפי כל גישה בית משפט בישראל שידרש לאישום או לתובענה בנדון

זיהונו שמת. כך הוא דין בארצות הברית, שמיבחן המהותיות הינו יסודי וצור בכלל האוסר על שימוש במידע פנים".

157 עם זאת, אף אם תופעל הסמכות וייקבעו דרישות נוספות במטרה להשוות את היקף הגילוי לזה הקבוע בדין האמריקני, עדיין יחול הדין הזור 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 הזור" בגישה המוצעת על ידינו (אך גם לפי הגישות האחרות) תהיה או 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.

158 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 דיני 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 עבירות חוץ, אינה מסויגת על ידי דין זר או מעשה בית דין זר, אלא אם כן נקבע אחרת בחוק". לענין התחולה האקסטרטריטוריאלית ראו פרק 1.1 להלן.

159 לסקירת התפוכות בדיני השימוש במידע פנים בארצות הברית ראו, למשל, Donald C. Langevoort, "Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading

יצטרך לברר את תוכן הדין הזר. בירור מעין זה מתרחש כל אימת שהתדיינות פרטית מעוררת שאלות של דין 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".¹⁶⁰ 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.¹⁶¹ זהות זו אינה צריכה לחול לגבי כל פרט ופרט של שני הדינים: די להוכיח כי הוראות הדין הזר יונקות את חיותן מאותה מערכת דינים.¹⁶² לצד הלכה זו עומדת גם שורת פסקי דין הדוגלת בהפעלה כוללת של חזקת שוויון הדינים כל אימת שלא מוכח תוכנו של הדין הזר,¹⁶³ אך בפסיקה הובע ספק בדבר ביסוסה.¹⁶⁴

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 דיוגיים 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.¹⁶⁵ בכך יתייחד הצורך להניח את אותו בסיס איתן בחומר הראיות לשוויון הדינים. נטל הראייה בדבר הפרטים הספציפיים שבהם מקל הדין האמריקני על מנפיקים

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)

160 ראו, דנ"א 1558/94 נפ"ס נ' נפ"ס, פ"ד ג(3) 573, 585 (דעת השופט גולדברג).
161 שם.

162 ע"א 602/82 יורשי אבו-ניע נ' מנדלבאום, פ"ד לז(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 בעינינו אם בתחום דיני ניירות הערך התגבשו כללים של צדק אלמנטרי מן הסוג הנזכר.

163 רע"א 3920/90 עוזבן גילדן נ' כונס הנכסים הרשמי, (לא פורסם, 23.1.1991); ע"א 65/88 אדרת שומרון נ' הולנגסורת ג.מ.ב.ה., פ"ד מד(3) 600, 607.

164 פרשת נפ"סי, הערה 160 לעיל, בעמ' 580.

165 ראו הערה 156 לעיל.

זרים יעבור או אל שכס 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.

1. 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", 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 הכפול¹⁶⁶, 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 הפילי ובמישור האזרחי. זהו עניינו של החלק הנוכחי. בעניינים פליליים¹⁶⁷ 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 כפול-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

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

167 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.

אלה, וטענו כי האופי הציבורי הוא הדומיננטי לגביהם.¹⁶⁸ הגם שמדובר בהבחנה עתיקה יומין שקמו לה מבקרים רבים¹⁶⁹, הדעה שעדיין כוחה במותניה מקובלת,¹⁷⁰ ויש לה נפקודות 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 המשפט הבינלאומי הפרטי. על פי כללים אלה ייתכנו כללי תחולה שונים לקטגוריות משפטיות שונות – חוזים, נזיקין, קניין וכו' – לפי חוליות הקישור השונות המוכרות בו.¹⁷¹ 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 הליכה 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.¹⁷² באופן עקרוני, "מקצת העבירה", לעניין זה, יכול לכלול את היסוד התוצאתי בלבד, בעוד הרכיב ההתנהגותי שגורם לתוצאה אירע כולו מחוץ לגבולות

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

169 שורשיה ההיסטוריים של ההבחנה מגיעים למקורות המוקדמים ביותר של המשפט הרומי. היא הוזכרה כבר על ידי אולפיאנוס ומשתקפת בקוד של יוסיניאנוס. ראו, למשל, Charles Szladits, "The Civil Law System," 2 *International Encyclopedia of Comparative Law* 15 (René David ed., 1971). לסקירה ביקורתית מפורטת ראו 98-129 *American Legal Realism* (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).

170 ראו, למשל, *American Legal Realism*, הערה 169 לעיל, בעמ' 100.

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

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

המדינה.¹⁷³ אלא, שתרחיש מסוג זה האחרון מחייב דיון נוסף, שכן לא תמיד קיים יסוד תוצאתי בעבירות לפי חוק ניירות ערך.¹⁷⁴

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. כפי שראינו, מחקרים מלמדים שבין השווקים בישראל ובארצות הברית קיימת זיקה המצדיקה את ראייתם כשוק מאוחד.¹⁷⁵

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 כדין, 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".¹⁷⁶ זהו מבחן היפותטי, ולמעשה, שימוש "מושלם" במידע פנים לא יגרום לשינוי כלשהו במחיר. הטעם להחלת

173 פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 265.

174 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).

175 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 ההטעיה והעובדות לאשורן מתפרסמים עוד במהלך אותו יום מסחר ובטרם נפתח המסחר בתל-אביב, כך שהתנודה במחיר נעלמת. לדאיות 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.

176 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, ככל הכבוד, לטעמים שהובאו שם.

הדין הישראלי גם במקרים אלה נובע מאחת התכליות היסודיות של דיני ניירות הערך, הלא היא ההגנה על שוק ההון וציבור המשקיעים בו.¹⁷⁷ 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 אקסטרטריטוריאליה מכוונת עיקרון התחולה הפרוטקטיבית, המעוגן בסעיף 13 לחוק העונשין.¹⁷⁸

תחולה אקסטרטריטוריאליה של דיני ניירות ערך מוכרת גם במשפט האמריקני, ולמעשה היא אחד המאפיינים הבולטים שלו.¹⁷⁹ אולם, הבסיס הסטטוטורי ונסיבות היסטוריות וכלכליות מביאים לכך שהדין בסוגיה זו יכול לשמש מקור להשוואה והשראה פרשנית עבור משפטנים בישראל רק במידה מוגבלת. נציין בקצרה, כי הוראת חוק מפורשת קובעת תחולה גלובלית לחוקי ניירות הערך הפדרליים.¹⁸⁰ כמו כן, במשך עשרות שנים לאחר חקיקת חוקים אלה היה השוק האמריקני שוק ההון הדומיננטי בעולם, ובתי המשפט היו שותפים לתפיסה העצמית ההגמוניסטית 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 חיובית 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

177 ראו הטקסט הסמוך להערה 76 לעיל ואילך.

178 סעיף 13(א)(4) לחוק העונשין קובע כי "דיני העונשין של ישראל יחולו על עבירת-חוק נגד רכוש המדינה, כלכלתה או קשרי התחברה והתקשורת שלה עם ארצות אחרות". עבירת-חוק היא עבירה שאינה עבירת פנים. סעיף 7(ב) לחוק העונשין. לדין 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.

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

180 תחולת החוקים הפדרליים מבוססת על השפעת הפעילות המפוקחת על המסחר הבינמדינתי. הגדרת "interstate commerce" כחוקים אלה כוללת גם חלופה של "between any foreign country and any State". ראו, למשל, סעיף 7(2) ל-*Securities Act of 1933*.

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.¹⁸¹

שיקול דעת בהעמדה לדין: ראינו כי הדין הישראלי פורש את מצודתו ונחלק להגנת ציבור המשקיעים בחברות כפולות-רישום גם מעבר לגבולות המדינה. אף על פי כן, הפעלת סמכויות האכיפה בתחום המנהלי והפילי במצבים אלה חייבת להתבצע לאחר שיקול דעת מעמיק ועל בסיס של הדדיות והתחשבות באינטרסים של השוק הור ורשויות הפיקוח שלו,¹⁸² כמו גם באינטרסים של תאגידי-החוף ושוק ההון הישראלי בטווח הארוך. בעניין זה קובע סעיף 9(ב) לחוק העונשין כי "לא תהיה העמדה לדין על עבירת-חוף אלא בידי היועץ המשפטי לממשלה או בהסכמתו בכתב, אם ראה כי יש בכך ענין לציבור." בעינינו, 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 הור 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 ידיה לחלוטין מנקיטת צעדי אכיפה כלפי מנפיקים זרים,¹⁸³ ועובדה זו צריכה לעמוד לנגד עיניה של רשות ניירות ערך. הצורך בתיאום ובשיתוף פעולה בין רשויות התביעה בהקשר זה ברור מאליו.¹⁸⁴

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 חוק. בפרט ניתן להניח שיתקיימו החלופות בדבר מקום מגוריו או עסקו של אחד הנתבעים, אם מדובר בתאגיד החוף או נושאי משרה בו, וכן מקום המעשה או המחלף שבשלו תובעים, מכיוון שחלה

181 ראו Regulation of International Securities Markets – Policy Statement of the U.S. Securities and Exchange Commission, Securities Act Release No. 33-6807 (1988). לדין

ראו Paul G. Mahoney, "Securities Regulation by Enforcement: An International Perspective," 7 *Yale J. Reg.* 305, 310-320 (1990).

182 השוואה פלר, הערה 158 לעיל, בעמ' 279.

183 ראו הטקסט הסמוך להערה 92 לעיל ואילך.

184 בעניין זה ראו פרק 1 להלן.

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 "כיגור 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 35כז, 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 זאת עד למתן פסק דין שאינו ניתן עוד לערעור, באותה תביעה; ...

הוראת סעיף 35כז מניחה, כמובן, שלבית המשפט בישראל יש סמכות להיזקק לתובענה. לגופו של עניין, סעיף 35כז 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.¹⁸⁵ פרשנות הסעיף 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*).¹⁸⁶ בית משפט הנדרש לבקשה להעמדת הליכים מסוג זה צריך להתחשב במאפיינים המיוחדים של תביעות בניירות ערך. המאפיין הבולט בהקשר זה הוא העובדה שבכד 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

185 נוסחו של סעיף 35כז בהצעת החוק היה שונה אמנם, אך הוא קבע הוראות דומות לאלה הקבועות בסעיף הנוכחי. ראו ה"ח תש"ס, בעמ' 443. זהו גם ההסבר לשינוי שחל בין נוסח הסעיף בהצעת החוק לבין הנוסח שאומץ לבסוף בחקיקה. הסיבה להבדלי הנוסח, בהעדר הבדלים שבמהות, הייתה נעוצה ברצון להבהיר כי המסגרת הנורמטיבית לעיכוב ההליכים מבוססת על אותם מבחנים הנהוגים בדין הכללי לעניין זהות ההליך וכדומה.

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

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.¹⁸⁷ מבחינת מועדי הגשת התובענות מאפשרת לשון סעיף 35 כוונה לעכב תובענה בישראל גם אם זו הוגשה לפני התובענה בבית המשפט הזר, למרות שפירוש כאמור של סעיף 35 אינו תואם את פשוטה של דוקטרינת *lis alibi 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.¹⁸⁸ במסגרת זו הוספה, בין השאר, דרישה להכללת טיעון עובדתי מפורש בכתב הטענות בדבר התקימות היסוד הנפשי הנדרש לגיבוש עילת תביעה אצל הנתבעים. כן נקבע דין מיוחד לגבי ריבוי חייבים, הקובע חבות לחוד (ולא ביחד ולחוד) של יועצים מקצועיים (כגון רואי חשבון), המהווים לא פעם את "הכיס העמוק" בין כל הנתבעים, בשעה שסעיף 52 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.

187 היבטים אלה מאפיינים גם הליכים של חדלות פרעון בינלאומית, כגון אלה המתנהלים בעת כתיבת המאמר 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).

188 ה"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.

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 החוץ 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 ביורוקרטית. בה בשעה התחוויר 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 35 כבד מסמיך את הרשות לפנות לתאגידי החוץ בדרישה להשלמת פרטים על אודות מסמך רישום וכן לדרוש דוח מידי 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.¹⁸⁹ הדעת נותנת שניתן לוותר על פנייה זו כאשר הרשות יכולה להראות כי אין לה תוחלת או כי הגנת המשקיעים מחייבת פעולה דחופה.

בעשור האחרון חלה תמורה באופן ההתמודדות של נציבויות ניירות ערך בעולם עם

189 סעיף 35 כבד קובע:

(א) תאגיד חוץ ימסור לרשות בכתב, לפי דרישה שלה או של עובד שהסמיכה לכך, בתוך תקופה שיקבע, 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 חוץ כאמור.

(ב) הרשות או עובד שהסמיכה לכך רשאים להורות לתאגיד חוץ, לאחר שניתנה לו הזדמנות להשמיע את טענותיו, להגיש דוח מידי 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.

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

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

החוק ומזכר ההבנה מאפשרים לרשות לסייע לרשויות עמיתות בחילופי מידע ובביצוע חקירות בתחומי שיפוטן, 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.

כמה 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.¹⁹⁵ רשויות פיקוח ובורסות בשווקים מפותחים מפעילות מערכות ניטור המנסות לאתר חתימות בלתי־שגרתיות כחלק מפעילות האכיפה השוטפת. כאשר נייר הערך נסחר בכמה שווקים יש צורך ליצור בסיס נתונים מאוחד לביצוע הניטור. ואמנם, ה־SEC

190 לסקירה, ראו Michael 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).

191 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).

192 ראו השקט הסמוך להערה 181 לעיל.

193 מזכר הבנה בין רשות ניירות ערך של ארצות־הברית לבין ממשלת ישראל ורשות ניירות ערך של ישראל בדבר התייעצויות ושיתוף פעולה בביצוע ובאכיפה של חוקי הניירות ערך, באנגלית ראו 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.

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

195 להרחבה, ראו Licht, הערה 7 לעיל, בעמ' 602-609.

ורשויות פיקוח באירופה כבר נקטו צעדים בכיוון זה, בין השאר באמצעות עידוד הסכמים לניטור משותף וחילופי מידע בין הרשויות ובין השווקים¹⁹⁶. 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 להגיה בסיס לגיתוח 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 גיאופוליטיות 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-נגמעת. 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 שיווצר התמריץ להשלימו ולשכללו עוד.

196 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, 1998); C. Biancheri, "Cooperation among Supervisory Authorities under the ISD." *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond* 369 (G. Ferrarini ed., 1998)

