

הסדר הרישום הכפול: סוס טרויאני בחוק ניירות ערך?

מאת

ד"ר עמיר ליכט*

א. מבוא

לפני כשלוש שנים, במרץ 2001, המליצה ועדת מומחים בראשות פרופ' אמיר ברנע (להלן: "ועדת ברנע") לערוך רפורמה מקיפה בדיני ניירות ערך בכל הקשור לדיווח על עסקי החברה.¹ חברי הוועדה העידו על פרי עטם, כי "המלצות הוועדה נשענות בעיקר על הדין האמריקאי, לרבות השינויים שהתחוללו בו בשנים האחרונות, וזאת לאור החשיבות הרבה שרואה הוועדה בהשתלבות שוק ההון הישראלי בשווקים הבינלאומיים."² אמנם, בשעה שנכתבו דברים אלה כבר מלאה כמעט שנה למשבר מניות הטכנולוגיה בארצות הברית, אולם גל השערוריות, שראשיתו בהתמוטטות חברת אנרון ואשר הביא לחקיקת חוק סרביינס-אוקסלי,³ עוד טרם החל. במהלך שנת 2002 נקטה רשות ניירות ערך צעדים ליישום המלצות ועדת ברנע, ובחודש מרץ 2004 פורסמה הצעת חוק ממשלתית ליישומן.⁴ רשימה זו דנה בשאלה, באיזו מידה עלולה הרפורמה של הסדר הרישום הכפול, שכבר הושלמה, לשבש את השגת יעדי הרפורמה עליהם המליצה ועדת ברנע. על דרך ההפלגה ניתן לשאול: האם חקיקת הסדר הרישום הכפול הכניסה סוס טרויאני לחוק ניירות ערך?

ב. הרקע העסקי להסדר הרישום הכפול

המחצית השנייה של שנות ה-90 היא תקופת ההחמצה הגדולה של שוק ניירות הערך הישראלי. הגיאות בבורסה בשנים 1993-1994 התבררה כזמנית בלבד, עם פריצתו של משבר "חברות הבועה". למרות שהיו אלה חברות שנעדרו תוכן כלכלי, הן נרשמו להנפקות והמניות שלהן זכו לביקושים ניכרים מצד משקיעים, שרבים מהם השקיעו

* מרצה בכיר, המרכז הבינתחומי הרצליה; עמית מחקר, המוסד האירופי למשטר חברות (ECGI).
 1. רשות ניירות ערך, דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובגזרותיו (תשס"א) ("דוח ועדת ברנע").
 2. מכתב מאת חברי ועדת ברנע למירי כץ, יו"ר רשות ניירות ערך, 21 למרץ 2001, דו"ח ועדת ברנע, שם.
 3. Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub L No 107-204, 116 Stat 745 (2002), codified at 15 USCA § 7201 et seq (Supp 2004).
 4. הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד-2004, ה"ח 370; ראו גם: טיוטת תקנות ניירות ערך (התשקיף, מבנהו וצורתו) (תיקון), התשס"ב-2002, פורסמה ביום 3 לספטמבר 2002, זמינה במתכונת מקוונת בכתובת http://www.isa.gov.il/hokim/a157_barnea_reg.pdf.

"כסף של אחרים"⁵. על רקע מצב גיאו-פוליטי משופר, מפולת חברות הבועה גרמה למשבר אמון כלפי הבורסה בקרב הציבור ולא דווקא למשבר מאקרו-כלכלי. היה זה משבר האמון השני מסוגו בתוך כעשור, לאחר מפולת מניות הבנקים וסגירת הבורסה שבאה בעקבותיה בשנת 1983. כפועל יוצא, הדיר הציבור הרחב את רגליו ואת כספו מן הבורסה - במידה רבה, עד עצם היום הזה.

באמצע שנות ה-90, עמדה הבורסה של תל אביב בתחילת תהליך של מודרניזציה של מערכות המסחר שלה, אשר נועד לחסל את המסחר המאויש ובכך ליעל ולהוזיל במידה ניכרת את המסחר בניירות ערך. שיפורים אלה היו כרוכים בהשקעה שיש להחזירה. בה בעת, החל המשק האמריקאי להיחלץ מן המיתון שפקד אותו בראשית שנות ה-90 והסתמנה בו תחילתה של הגיאות בתחום ההיי-טק. גם יזמים ישראלים וחברות ישראליות היו שותפים לפעילות בתחום זה.

התפתחויות אלו לוו בהתפתחות מואצת של ענף הון הסיכון - בארצות הברית, ותוך זמן קצר, גם בישראל. באמצע שנות ה-90 כבר התגבש מהלך החיים הסטנדרטי של חברות ההזנק: משלב המימון הראשוני ועד לסימום המוצלח במימוש על ידי מכירת החברה או הנפקה ראשונה בבורסה.

על רקע זה, עיתויו של משבר האמון בעקבות מפולת חברות הבועה היה גרוע במיוחד מבחינת הבורסה של תל אביב. מלכתחילה, הבורסה המקומית, כשוק למימוש בהנפקה, סבלה מעמדת נחיתות לעומת שווקי המניות האמריקאיים. השווקים האמריקאיים נהנו מיתרון כמעט מכל בחינה: ראשית, כתוצאה מגיאות ההיי-טק המתגברת, המחירים שהציעו שווקים אלה היו גבוהים ביותר ולפיכך עלתה גם התשואה על ההשקעה בעת המימוש. שנית, השווקים הלאומיים (national markets) של ארצות הברית - בפרט הבורסה של ניו יורק ושוק הנסדאק - ניחנו בעומק ובנזילות ללא תחרות, ובוודאי לא מצד הבורסה של תל אביב. שלישי, להנפקה בשוק לאומי אמריקאי נלווית שורה של יתרונות עסקיים שאינם קשורים להיבט המימוני: רישום של חברה למסחר בשוק זר (גם ללא גיוס הון) והעיסוק הקבוע בה במסגרת מעקב האנליסטים, מגדילים את הניראות (visibility) של החברה בקרב הקהילה העסקית באותה מדינה. היכולת שלה לגייס הון בדרך של חוב גדלה, ונוצרים לה מוניטין גם בשוק המוצרים (שבתחום ההיי-טק התרכזו במיוחד בארצות הברית)⁶. מעבר לכל אלה, גם המשטר המשפטי שחל על חברות ישראליות שנרשמו למסחר בארצות הברית היה מקל יותר לעומת הדין הישראלי, כמפורט להלן.

הבורסה של תל אביב ויתרה בשלב מוקדם על התקווה להיות השוק העיקרי להנפקה של חברות ישראליות שיכלו להנפיק בשווקים האמריקאיים. במקום זאת החלה הבורסה, כבר ב-1996, לקדם רעיון שכונתה "רישום כפול אוטומטי", דהיינו: מסלול

5. לסקירה רטרוספקטיבית במלאת עשור לגל חברות הבועה ראו רותם שטרקמן, היתה תקופה שהנפיקו כל דבר שזו" הארץ 9.2.04; בן-ציון ציטרין, "גם עוזרת בית קיבלה אשראי לרכישת קרנות" הארץ 9.2.04; הדר חורש, "ההתמחות העיקרית - שאיבת מזומנים מכיסיו של הציבור" הארץ 9.2.04. לפירוט נוסף אודות השיקולים התומכים ברישום זר של ניירות ערך ראו עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים ל"ב 141 (תשס"ג).

מהיר לרישום חברות ישראליות הנסחרות בארצות-הברית, שבבסיסו פטור מוחלט מדרישות הדין הישראלי - הן לתשקיף והן לדיווח תקופתי - ואימוץ דרישות הרישום, הדיווח והגילוי החלות על החברות בשוק הזר.⁷

המועמדות המיידיות להחלת ההסדר המוצע היו החברות הישראליות "הדואליות" - דהיינו, כ-24 חברות שהיו רשומות למסחר בישראל ובארצות-הברית והיו כפופות לשתי מערכות הדינים.⁸ אליהן היו אמורות להצטרף החברות הישראליות המתרבות, שביכרו את השוק האמריקאי על פני השוק הישראלי ויצרו בצורת הנפקות מוחלטת בתל אביב.

רעיון הרישום הכפול האוטומטי נדחה על הסף על ידי יו"ר רשות ניירות ערך דאז, אריה מינטקביץ.⁹ בראשית 1998 מינתה מירי כץ, היו"ר הנכנסת של הרשות, ועדת מומחים בראשות דוד ברודט לבחינת הסוגייה (להלן: "ועדת ברודט"). הוועדה נתבקשה לבחון, "האם יש מקום לתת הקלות ברישום למסחר של ניירות ערך ובדיווחים של חברות אשר ניירות הערך שלהן נרשמו קודם לכן למסחר בבורסה מחוץ לישראל".¹⁰ המלצות הוועדה, שהוגשו בסתיו 1998, הציעו הקלות מסויימות בלבד ושללו בתוקף מתן פטור מלא מחובות הדין הישראלי. בתוך זמן קצר חברו הבורסה ואיגוד החברות הציבוריות ופתחו במסע לחצים כבד על הממשלה במטרה להביא לאימוץ הסדר של רישום כפול אוטומטי. במסגרת זו הביעו אנשי האיגוד והבורסה התנגדות נחרצת להוספת דרישות גילוי כלשהן, ולו כמלוא הנימה מעבר לדיווחים שכבר ניתנים בחו"ל, תוך שהראשוניים מאיימים בנטישת השוק הישראלי.¹¹ מבחינת הבורסה לא היו איומים אלה בגדר איומי סרק, שכן התחרות הישירה לבורסה על פעילות המסחר בניירות ערך ישראליים התרחבה במהלך שנת 2000 גם לשווקים באירופה. בפגישה מכרעת אצל שר האוצר דאז, אברהם שוחט, שינה דוד ברודט את טעמו והביע תמיכה ברישום כפול אוטומטי, והשר הורה על מתן "הקלות מקסימליות".¹²

-
7. ראו מירב ארלוזורוב, "הבורסה: רישום כפול יתרום לפחות עוד 100 מיליון דולר למחזורי המסחר", **גלובס** 8 לינואר 1997.
 8. למיטב ידיעתנו, רעיון הרישום הכפול האוטומטי בצורתו הגולמית קדם לאירועי שנות ה-90 המתוארים בטקסט. ראו
 - 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).
 9. שאול ברונפלד הפך מאוחר יותר למנכ"ל הבורסה.
 10. שלמה פרידמן "מינטקביץ': אם פותחים את הדלת לרישום כפול, למה שלא ניבא גם חברות מרוסיה?" **גלובס** 23 למרץ 1997.
 11. כתב מינוי מאת מירי כץ, יו"ר רשות ניירות ערך, לחברי ועדת ברודט, 15 לפברואר 1998, רשות ניירות ערך, **דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך** נספח א (תשנ"ח) (להלן: דו"ח ועדת ברודט).
 12. ראו, למשל, קרן צוריאלי, "איגוד החברות הציבוריות לשוחט: לזרז מסחר כפול אוטומטי בבורסה", **גלובס** 20.12.99; מוטי בסוק, "איגוד החברות הציבוריות: ללא שינוי דרסטי בשוק ההון חברות היי-טק יברחו מישראל", **הארץ** 2.2.00; סטלה קורין-ליבר, "תפסיקו לדחוף אותנו החוצה", **גלובס** 22.3.00.
 12. ראו מירב ארלוזורוב, "דוד ברודט שינה את דעתו", **הארץ** 15.2.00; סטלה קורין-ליבר, "ממש כמו באמריקה", **גלובס** 20.2.00.

רשות ניירות ערך קראה את הכתובת על הקיר ונסוגה מכל דרישותיה לגילוי נוסף מעבר לדיווחים שהחברות הישראליות מדווחות בארצות-הברית. במקום אחר הראינו בפירוט, כיצד עמדת המגזר העסקי בפרשה משקפת התנהגות אופורטוניסטית של אנשי הפנים בחברות הישראליות¹³. זהות האינטרסים בינם לבין עניינה של הבורסה באותה עת היא שאיפשרה את עיצוב מתכונתו הנוכחית של ההסדר ברוח הרישום הכפול האוטומטי. דא עקא, היענות הרשות ללחצים באותה עת - שהיתה סבירה באותן נסיבות, לדעתנו - פתחה פתח לקשיים עליהם עומדת רשימה זו.

ג. המצב המשפטי עד הפעלת הרישום הכפול

1. הדין הקודם

בעת שגובשו המלצות ועדת ברודט, הדין החרות, שחל על חברות ציבוריות, נמצא עדיין לפני הרפורמה של חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות"). אף על פי כן, השילוב של מכלול החוק החרות, פסיקת בית המשפט העליון והפרקטיקה הנוהגת ברשות ניירות ערך, לפחות בנוגע לתשקיפי הנפקות, יצרו משטר משפטי איכותי למדי בכל הקשור להגנה על בעלי מניות מן הציבור.

בתחום דיני החברות נהגה עדיין פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 (להלן: "פקודת החברות"), שהתקרבה לסוף ימיה עם התקדמות העבודה על הצעת חוק החברות. לאחר תיקון מס' 4 לפקודה ב-1991, אשר עיגן בחקיקה את חובות נושאי המשרה ואת הסדרי ההתניה עליהן (פטור, ביטוח ושיפוי), נמנע משרד המשפטים מליזום שינויים נרחבים נוספים והסתפק בתיקונים נקודתיים, חלקם מהותיים. במסגרת זו הודקו נהלי האישור לעסקה שלנושא משרה יש עניין אישי בה והוספה הדרישה למינוי מבקר פנימי¹⁴. כן הוחמרו הדרישות שנועדו להבטיח את עצמאות הדירקטור מקרב הציבור¹⁵. הוראה חשובה הוספה בעקבות הצעת חוק פרטית שזים ח"כ יאיר צבן¹⁶. מכוחה, נדרשו חברות בורסאיות¹⁷ לדווח על כל התשלומים שהן משלמות לחמשת בעלי

-
13. ראו ליכט, לעיל הערה 6; Amir N. Licht, "Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence," 22 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 325 (2001).
14. חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 7), התשנ"ב-1992, ס"ח 151, הכניס תיקונים בסעיפים 96כד, 96כט עד 96לו והוסיף את סעיף 96ג.
15. חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה-1995, ס"ח 193, הוסיף את סעיף 96יא ותיקונים נלווים בסעיפים נוספים.
16. הצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 6), התשנ"ב-1992, ה"ח 240; חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 6), התשנ"ב-1992, ס"ח 151 הוסיף את סעיף 123א לפקודה.
17. נזכיר, כי במשטר המשפטי שנהג על פי פקודת החברות, "חברה ציבורית" היתה חברה שמספר בעלי המניות בה לא פחת משבעה. חברה ציבורית כמשמעה בחוק החברות - דהיינו, כזו שמניותיה הוצעו לציבור על פי תשקיף ומוחזקות בידי הציבור - הוגדרה בנפרד בסעיף 96 לפקודת החברות, וכונתה בעגה "חברה נסחרת" או "חברה בורסאית". חוק החברות הוסיף להגדרה את היסוד, שמניות החברה רשומות למסחר בבורסה. תקנות לפי חוק ניירות ערך הגדירו באופן זה "חברה רשומה" עוד קודם לכן.

השכר הגבוה מבין נושאי המשרה בחברה תוך פירוט על בסיס אישי. דיני ניירות הערך דאז לא דרשו פירוט מעין זה.

במידה לא מבוטלת, חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך") ותקנות מכוחו שימשו כלי לביצוע רפורמות, אשר באופן מסורתי ניתן היה לצפות להן במסגרת פקודת החברות, מכיוון שיש להן השלכה ישירה על משטר החברות (corporate governance) בחברה הציבורית. כך הוסף לחוק ניירות ערך סעיף 46ב, אשר הופנה כלפי הבורסה ולא כלפי החברות¹⁸. סעיף זה קבע הסדר חדשני לשיווי זכויות הצבעה, אשר הקדים רפורמות דומות במקומות אחרים בעולם. ההסדר שנקבע היה אפקטיבי ביותר בצמיצום היקף ההפרדה בין זכויות הון וזכויות שליטה הנילוות למניות - הפרדה המקנה כוח עודף ללא חשיפה כלכלית הולמת לבעלי שליטה בחברה¹⁹. הסדר חשוב אחר, שהוסף לחוק ניירות ערך ב-1988, קבע מסגרת מפורטת לתובענות ייצוגיות של בעלי מניות בחברה ציבורית²⁰. התיקון העצים במידה משמעותית את מעמד בעלי המניות מן הציבור - אם לא תמיד בפועל, לפחות בכוח.

התערבות רגולטיבית עמוקה יותר בסוגיות של משטר חברות בוצעה במסגרת תקנות ניירות ערך. בהקשר זה יש להצביע במיוחד על תקנות שעסקו בהגבלות על ניגוד עניינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה, אשר כללו לא רק חובות גילוי נרחבות אלא גם הוראות מפורטות בדבר נהלי אישור להתקשרויות הנגועות בניגוד עניינים. כן הותקנו, בין השאר, תקנות בדבר הסדרת הצעת רכש, אף כי הסוגייה טרם הוסדרה בפקודת החברות, ותקנות שקבעו את היקף הדיווח אודות פעולות בין חברה ציבורית לבין בעל שליטה בה²¹.

הסקירה התמציתית לעיל משקפת היטב את קשרי הגומלין ההדוקים בין דיני החברות לדיני ניירות ערך בכל הקשור לעיצוב משטר החברות בשיטה משפטית מסוימת. לכאורה, דיני החברות אמורים לעסוק בענייני הפנים של החברה ואילו דיני ניירות ערך - ביחסיה עם שוק ההון והסדרת שוק ההון באופן כללי. לאמיתו של דבר, חובות הגילוי מכוח דיני ניירות ערך משמשות לא פעם כלי מרכזי בהגבלת יכולתם של אנשי הפנים בחברה (מנהלים ובעלי שליטה) לעשות שימוש בכוחם העדיף לצורך הפקת טובות הנאה פרטיות. על כך עמד בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, בפרשת ברנוביץ :

18. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 11), התשנ"א-1991, ס"ח 22.

19. לתיאור מהלכי השוואת זכויות הצבעה בעקבות התיקון ראו רע"א 5932/91 כלל תעשיות נ' לאומי פיא, פ"ד מז(2) 329. לניתוח עיוני של בעיית הנציג הנוצרת עקב גיוון זכויות הצבעה ראו, Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, & George Triantis, Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randall Morck, ed. 2000).

20. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 8), התשמ"ח-1988, ס"ח 188.

21. ראו, בהתאמה, תקנות ניירות ערך (הגבלות בעניין ניגוד עניינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה), התשנ"ד-1994, ק"ת 905; תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תשנ"ד-1994, ק"ת 901; תקנות ניירות ערך (הצגת פעולות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו בדוחות כספיים), תשנ"ו-1996, ק"ת 1496.

”עיקרו של דבר, מקובל לראות פעלו של הגילוי בשניים: האחד - הספקתו של בסיס מידע נאות למשקיעים, באופן המאפשר קבלת החלטות רציונאליות בנוגע להשקעותיהם; השני - הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית והתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם.”²²

2. ממצאי ועדת ברודט

לקראת גיבוש המלצותיה ערכה ועדת ברודט, בסיוע משפטני רשות ניירות ערך, השוואה בין הדין הישראלי - שלגביו נתבקשה הוועדה לבחון הקלות - לבין הדין האמריקאי. זאת, מכיוון שרוב החברות הישראליות שהיו רשומות בחו"ל נרשמו בבורסות הלאומיות של ארצות הברית, ומכיוון שהוועדה סברה, כי הדין האמריקאי הינו מן המתקדמים בעולם מבחינת ההגנה על המשקיע הסביר. הוועדה אף סברה, כי הדין הישראלי קרוב לדין האמריקאי ושואף להתקדם באותו מסלול תוך התאמה לתנאי ישראל²³. בפועל, הוועדה עמדה על כך שבארצות הברית נוהגות שתי מערכות דיני ניירות ערך: משטר גילוי אחד חל על מנפיקים אמריקאיים (דהיינו, חברות המאוגדות לפי דיני אחת ממדינות ארצות הברית) והוא קרוי על שם טופס הדוח השנתי הנדרש מהם שמספרו 10-K. על מנפיקים זרים חל משטר גילוי שונה, הקרוי על שם טופס הדוח השנתי 20-F.

בין שני משטרי הגילוי האמורים קיימים הבדלים טכניים רבים, אך ההבדלים המהותיים ממוקדים יחסית. ניתן להבחין בשלוש קטגוריות של הבדלים בחובת הגילוי: אלה הנוגעים לכללי חשבונאות, אלה הנוגעים לדיווח על עניינים עסקיים ואלה הנוגעים למשטר חברות. בקטגוריה השלישית, המשטר למנפיקים זרים כולל הקלות משמעותיות, בעיקר לגבי יחסי בעלי עניין עם החברה ובפרט לגבי עסקאות בעלי עניין ותנאי ההעסקה של הבכירים בחברה. כן קיימים הבדלים של ממש במועדי הגשת הדוחות. מדוח ועדת ברודט עולה, כי מנפיקים ישראלים רבים מדווחים על פי כללי חשבונאות אמריקניים ומוסיפים דיווח וולונטרי בנושאים עסקיים לפי הנהוג על ידי מנפיקים אמריקניים (הפרקטיקה בעניין זה משתנה בין מנפיקים שונים). הוועדה מצאה כי עיקר הליקויים הטעונים הסדר נוגעים לתחום משטר החברות, שבו מנצלות החברות הישראליות את ההקלות שמקנה משטר הגילוי החל עליהן²⁴.

22. ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 831. לדין כללי ביחסי הגומלין בין דיני החברות לדיני ניירות ערך ראו;

Amir N. Licht, "Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition, and the Privatization of Securities Regulation," 41 Va. J. Int'l L. (2001) 583.

23. דוח ועדת ברודט, בעמ' 15.

24. דוח ועדת ברודט, בעמ' 25 ונספח ז' לדוח.

3. המלצות וועדת ברודט והנסיגה מהן

מטעמים של אי-הפליה המליצה ועדת ברודט להטיל על חברות ישראליות המעוניינות ברישום כפול בבורסה של תל אביב לשדרג את דיווחיהן עד לרמה הנדרשת בדין האמריקאי החל על מנפיקים אמריקאיים. זאת, מכיוון שמצאה כי דין זה שקול מהותית לדין הישראלי מבחינת ההגנה על משקיעים. כמתואר לעיל, רשות ניירות ערך, שאימצה בתחילה עמדה זו, נסוגה ממנה לחלוטין לנוכח מסע הלחצים של איגוד החברות הציבוריות והבורסה. ההסדר הנוהג כיום, שגובש בהסכמת כל הצדדים המעורבים, קובע חובת גילוי של מסמכים שהחברה חייבת לפרסם על פי הדין הזר החל עליה מכוח הרישום למסחר בחו"ל ומסמכים שפירסמה החברה באורח וולונטרי²⁵.

4. הפעלת הרישום הכפול

החקיקה הראשית של הסדר הרישום הכפול הסתיימה באוגוסט 2000 והוא הופעל בסתיו של אותה שנה²⁶. בסמיכות זמנים יחסית לחקיקת ההסדר (שהתעכבה מפאת הדיונים על תוכנו והבחירות של שנת 2000), בוצעו גם מספר שינויי חקיקה נוספים. בראש ובראשונה, חוק החברות נחקק ב-1999 ונכנס לתוקף בפברואר 2000. עם חקיקתו צומצם במעט חלקם של דיני ניירות ערך בפיקוח על משטר החברות בחברות ישראליות והם הותאמו לחוק החברות ולתקנות חדשות מכוחו. בהקשר זה יש למנות את שינוי ההסדרים לגבי תובענות ייצוגיות, עסקות בין חברה ציבורית לבין בעל שליטה בה, הצעה פרטית של ניירות ערך והצעות רכש²⁷. חובות הגילוי של תנאי ההעסקה של בכירים בתאגיד על בסיס אישי עברו לתקנות ניירות ערך²⁸. רפורמה גדולה נוספת, ששעתה הגיעה מכבר, בוצעה בשנת 2000 בדיני ההצעה לציבור²⁹. במסגרת זו נקבעו פטורים רבים מדרישת התשקיף, אשר קירבו את הדין הישראלי לדין האמריקאי לגבי רגולציה של השוק הראשוני.

על אף המשבר שהחל לפקוד את השוק האמריקאי, ובייחוד את מניות הטכנולוגיה, במחצית שנת 2000, ולמרות התפרצות האינתיפאדה השנייה בסתיו 2000, נחל הסדר הרישום הכפול הצלחה בלתי מבוטלת. חברות לא מעטות ניצלו את ההסדר ורשמו את מניותיהן בבורסה של תל אביב. אליהן הצטרפו גם חלק מהחברות כפולות-הרישום הוותיקות, שדיווחו בעבר דיווחים כפולים לפי שני הדינים שחלו עליהן, ועברו לדווח רק לפי הדין האמריקאי למנפיקים זרים. במועד כתיבת רשימה זו במרץ 2004, רשומות למסחר בתל

25. החובה עוגנה בסעיף 35 ללא לחוק ניירות ערך. לפירוט נוסף ראו ליכט, לעיל, הערה 6.

26. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000, ס"ח 252.

27. ראו, בהתאמה, חוק החברות, סעיפים 207-218; תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001, ק"ת 430; תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000, ק"ת 834; תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000, ק"ת 314.

28. תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים) (תיקון - מס' 2), התש"ס-2000, ק"ת 324.

29. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, 110.

אביב מניויתיהן של 22 חברות במסגרת ההסדר. 18 חברות כפולות-רישום כלולות במדד תל-טק של הבורסה, ומדד תל-טק 15 מורכב, רובו ככולו, מחברות אלה, עם לא פחות מ-13 חברות (8 חדשות ו-5 ותיקות, שהמירו את מתכונת הדיווח שלהן). חברות כפולות-רישום לא מעטות כלולות גם במדד תל אביב 25. בשנת 2003 חל גידול חד במחזורי המסחר במניות כפולות הרישום, ולקראת סוף השנה גדל החלק במחזור הכולל במניות אלה המתבצע בתל אביב³⁰.

בעקבות ההתפתחויות המתוארות הפכו החברות כפולות-הרישום למגזר רב חשיבות עבור הבורסה ושוק ההון הישראלי ועבור ציבור המשקיעים כולו. הכללת המניות במדדים המובילים הגדילה את האטרקטיביות שלהן עבור משקיעים מוסדיים, ובפרט קרנות נאמנות, המתעניינים במניות המדדים. הכללה במדד משפרת את הסביבה האינפורמטיבית של ניירות אלה ואת סחירותם. מדד תל אביב 25 משמש גם נכס בסיס למסחר באופציות³¹. התפתחויות אלה עולות בקנה אחד עם הגידול בנפח המסחר המתבצע בתל אביב. הדבר עשוי להעיד על עלייה בשיעור בעלי המניות הישראלים מבין בעלי המניות בחברות כפולות-הרישום.

ד. מתחים בדין הנוהג והצפוי

1. המתחים בדין הנוכחי

הנתח המשמעותי שתופסות החברות כפולות הרישום בשוק ניירות הערך צריך לעורר מחדש את תשומת הלב הציבורית למשטר המשפטי החל עליהן. למיטב ידיעתנו, רשומות כיום במסגרת הסדר הרישום הכפול רק חברות ישראליות³². על חברות אלה חל חוק החברות הישראלי בסייגים קלים בלבד³³. לעומת זאת, דין ניירות הערך החל עליהן הוא הדין האמריקאי למנפיקים זרים. כך נוצר מצב, שבו נוהגות בישראל שתי מערכות דיני ניירות ערך: האחת - חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו החלים על מנפיקים הרשומים למסחר בתל אביב בלבד (ובמקרים מועטים, גם בשווקים שלא חל עליהם הסדר הרישום הכפול). והשניה - הדין הפדרלי האמריקאי למנפיקים זרים וכללי הרישום למסחר

-
30. קובי אברמוב ונורית דרור, "גידול חד במחזורי המסחר במניות הדואליות החדשות בסוף שנת 2003" **החודש בבורסה** פברואר 2004.
31. המחלקה הכלכלית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב, "כניסה למדד ת"א-25 תורמת לסחירות של המניות ואילו יציאה מהמדד גורעת ממנה" **החודש בבורסה** מאי 2003.
32. סעיף 335 לחוק ניירות ערך מאפשר להחיל את הסדר הרישום הכפול על חברות זרות. בשנת 2001 נרשמה למסחר בתל אביב חברה אמריקאית בשם Polycom כחלק מעסקת רכישה של חברת ההזנק הישראלית אקורד. החברה נמחקה מן המסחר לאחר שמונה חודשים מחמת העדר סחירות. ראו "אחרי ניצול הרישום הכפול בעסקת אקורד: פוליקום נמחקה מהמסחר בתל אביב", **גלובס** 22.10.01.
33. סעיפים 364-365 לחוק החברות מאפשרים לפטור חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל בלבד או בחו"ל ובישראל ממצאת הוראות החוק, בעיקר כדי למנוע סתירה בין הוראות הדין הישראלי להוראות דין החלות עליהן מכוח רישומן למסחר בחו"ל. לרשימת הפטורים ראו תקנות החברות (הקלות לחברות ציבוריות שמניויתיהן רשומות למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התש"ס-2000, ק"ת 298.

בבורסות האמריקאיות הלאומיות החלים על המנפיקים שבחרו להיסחר במסגרת הסדר הרישום הכפול. בין שתי מערכות הדינים הללו יש הבדל במידת העול הרגולטיבי האפקטיבי שהן מטילות על החברות ובמיוחד על אנשי הפנים בהן. עול זה מתבטא לא רק בעלויות ישירות לצורך קיום הוראות הדין (כגון עלות זמן ניהולי, רואי חשבון ועורכי דין) אלא גם במידת החשיפה של החברה ושל בעלי העניין בה.

עד לאחרונה קשה היה לחלוק על הטענה, כי משטר הגילוי החל על המנפיקים בהסדר הרישום הכפול נחות באיכותו לעומת משטר הגילוי הישראלי. זאת, במיוחד בכל הקשור לגילוי המיועד לשיפור משטר החברות לגבי המנפיקים הישראליים. ועדת ברודט עמדה על נחיתות זו והדבר הינחה את המלצותיה, שנדחו, כזכור. כפועל יוצא, הסדר הרישום הכפול הביא לשוק ניירות הערך הישראלי חברות, שמשטר הגילוי בהן מתירני יותר בהשוואה למנפיקים ישראלים. גם בתחום הדיווח הכספי מנצלות חלק מהחברות בהסדר הרישום הכפול את המשטר האמריקני המתירני ומספקות לשוק דיווחים ירודים יותר ובעיתוי מאוחר מאלה הנדרשים בדין הישראלי, כמו גם בדין האמריקאי למנפיקים אמריקאיים.³⁴

הפרדה דומה בין שתי מערכות הדינים החלות בישראל קיימת גם במישור האכיפה. המנפיקים המקומיים נתונים לסמכות האכיפה של רשות ניירות ערך. המנפיקים בהסדר הרישום הכפול אמנם כפופים פורמלית לסמכות הרשות, אלא שיש הבנה בין המשתתפים בשוק ההון, כי בפועל זוהי סמכות מעין-שירות וכי מדינת ישראל מסתמכת על אכיפת הדין האמריקאי על ידי נציבות ניירות ערך האמריקאית (SEC). חוק ניירות ערך מסמך את הרשות לפנות לחברה בדרישה להשלמת פרטים אודות מסמך רישום או דוח שוטף וכן לדרוש דוח מיידי לתיקון מסמכים אלה.³⁵ ואולם, נוסח הוראות החוק מרמז, שסמכות זו תופעל רק כמוצא אחרון - לאחר שהרשות פנתה לגוף המופקד על הפיקוח או על האכיפה של הדין הזר. מעבר לכך עשויה ההבנה האמורה להסתמך על מצג מפורש של הרשות ברוח זו.³⁶

בעוד הפגיעה באיכות הדיווח של החברות כפולות- הרישום היתה גלויה וברורה לכל, וניתן היה להצדיקה כמחיר שציבור המשקיעים משלם עבור תמיכה בבורסה של תל אביב, שונים הדברים תכלית השוני ביחס לאכיפה. בהקשר זה יש מי שסבורים, כי אימת הנציבות האמריקאית מהלכת על החברות הרשומות למסחר בארצות הברית וכי הנציבות אוכפת ביד רמה את הדין שם על המנפיקים הזרים. דא עקא, לסברה זו אין כנראה בסיס במציאות. מחקר חשוב

34. ראו אורי רונן, "מי מגן על המשקיעים במניות הרישום הכפול?" הארץ 21.12.03.

35. ראו סעיף 335 לחוק ניירות ערך לגבי שלב הרישום וסעיף 335א(ה) לגבי דוח שוטף.

36. רשות ניירות ערך, דו"ח שנתי 2001 15 (תשס"ב) ("עמדת הרשות מביאה בחשבון את העובדה שחברות אלה [כפולות הרישום] מפקחות כבר על ידי רשות הפיקוח האמריקאית (SEC), שרמת הפיקוח שהיא מפעילה היא מהגבוהות בעולם... לפיכך משתמשת הרשות בסמכויותיה תוך התחשבות בעובדה זו.") הרשות חזרה על מצג זה בדוחות מאוחרים יותר.

של ג'ורדן סיגל (Jordan Siegel) מאוניברסיטת הארוורד בחן לעומקה את האכיפה כלפי חברות מקסיקניות הרשומות בארצות-הברית, שלגביהן היה ידוע ברבים כי אנשי פנים ביצעו בהן מעשי מרמה חמורים (שהביאו לרוב למחיקתן מהמסחר ב-NYSE)³⁷. המחקר העלה, 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, כי מאז חקיקת חוקי ניירות הערך בשנות ה-30' ועד אמצע 2001 לא דווח מעולם על צעדי אכיפה של ה-SEC כלפי מנפיקים משווקים מתעוררים. ממצאים אלה אושרו בעיקרם על ידי בכירים בנציבות שרואיינו על ידי סיגל. ככל הנראה, מצב דברים זה מוכר לרבים בארץ ובעולם³⁸. במילים אחרות, המשטר הרגולטיבי החל על החברות כפולות-הרישום לא רק מתירני יותר אלא שהוא גם לא נאכף בצורה ראויה³⁹.

2. תהליכים דינמיים והתרופפות הפיקוח

ההבדל המתואר בין מערכות הדינים מלווה, כאמור, בהבדל מקביל בין העול הרגולטיבי שכל מערכת מטילה על הכפופים לה. הבדל זה יוצר מתח בין מערכות הדינים. נדגיש, כי כל משטר פיקוח יוצר עול רגולטיבי, ויש לצפות כי הכפופים לעול זה ינסו להקל על עצמם, ככל שהדבר ניתן להם. תפקיד המדינה הוא ליצור משטר רגולציה אופטימלי במובן של איזון בין העול הרגולטיבי מחד גיסא, לבין התועלת שהוא מביא בהגנה על ציבור המשקיעים ועל השוק מאידך גיסא. הסדר הרישום הכפול הוסיף לשוק ניירות הערך הישראלי גורם מתמרץ נוסף להתרופפות הפיקוח על החברות הציבוריות בכך שנתן גושפנקא להסדר זר הנחות ממנו במספר היבטים.

אילו גרם הסדר הרישום הכפול לפגיעה חד-פעמית באיכות משטר הפיקוח על החברות הציבוריות, ניחא. הבעיה היא, שהמתח שנוצר בתוך הדין הישראלי בעקבות חקיקת ההסדר ממשיך ומזין תהליכים דינמיים, שתוצאתם היא כירסום מתמשך בהגנה על ציבור המשקיעים. מגמה זו החלה מיד עם הפעלת ההסדר, כאשר מספר חברות דואליות ותיקות בחרו לעבור להסדר החדש ובכך לחסוך את כפל הדיווח. דוגמה מובהקת (שלא לומר צורמת) להתרופפות משטר הדיווח בתחום משטר החברות היא הבחירה של חברות מסויימות להפסיק לגלות את תנאי ההעסקה של בכיריהן על בסיס אישי. בכך הן ניצלו את ההקלה הניתנת למנפיקים זרים בארצות הברית שמתירה להם לגלות נתונים על בסיס קבוצתי ובכך לטשטש את תנאי ההעסקה של המנכ"ל⁴⁰. להבדיל מהחסכון הכספי הישיר מביטול הדיווחים בעברית, ביטול הדיווח על תנאי ההעסקה האישיים אינו חוסך דבר לחברה, אך הוא מקל מאד על בעלי שגר גבוה

37. Jordan Siegel, Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Submitting to U.S. Laws? *J. FIN. ECON.* (forthcoming 2004).

38. ראו רוני, לעיל, הערה 34.

39. ככל הנראה, החברות כפולות-הרישום גם לא נתונות למשמעת שוק קפדנית, אף כי בעניין זה קשה לקבוע ממצא מהימן. ראו ליכט, לעיל הערה 6.

40. ראו, למשל, דרור מרמור, "מי מרוויח מהרישום הכפול בתל-אביב", מעריב 29.12.2000.

במיוחד. זאת, תוך פגיעה בציבור המשקיעים ותוך גריעה מתקן הגילוי הנוהג לגבי חברות ציבוריות הרשומות רק בישראל.

הירידה שחלה באיכות הגילוי של החברות הדואליות הוותיקות סימנה את הכיוון להמשך התהליכים הדינמיים. כך, בהסדר הרישום הכפול נכללה הוראה לאקונית, המאפשרת לרשות להרחיב את ההסדר גם לגיוס הון בשוק הראשוני בדרך של הנפקה ולא רק לרישום ניירות ערך שאין עמו גיוס הון⁴¹. כדי למנוע הפליה בין מנפיקים ישראלים למנפיקים כפולי-רישום 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 נועדה להיות שקולה לדין הישראלי ולמתכונת שעליה המליצה ועדת ברנע לצורך החלה על מנפיקים ישראלים, פרט להבדלי שפה⁴². אלא שגם כאן גברו שוב האינטרסים של החברות והבורסה, והרשות נסוגה מעמדתה זו. באוקטובר 2003 החליטה מליאת הרשות להתיר לחברה כפולת-רישום (סאפינס מקבוצת פורמולה) להנפיק ניירות ערך בשוק הישראלי בלבד על-פי הוראות הדין האמריקאי למנפיקים זרים⁴³. בדומה לנסיגה מהמלצות וועדת ברודט, גם החלטה זו נומקה ברצון לעודד את שוק ההון הישראלי.

ברוח המימרה אודות מלאכתם של צדיקים, בוצעו לאחרונה בארצות-הברית רפורמות בדיני ניירות ערך אשר צמצמו במידת מה את נחיתות המשטר הרגולטיבי החל על חברות כפולות-רישום. במסגרת חוק סרביינס-אוקסלי, שנחקק בחופזה תחת רישומן העז של שערוריית אנרון ואחיותיה, התערב הקונגרס האמריקאי בצורה חסרת תקדים בסוגיות של משטר חברות (הנתונים עקרונית לסמכות המדינית). בלהט החקיקה הוחלו חלק מהוראות החוק באופן גורף על כל החברות הרשומות למסחר בשווקים הלאומיים, לרבות מנפיקים זרים וישראלים בכלל זה. עם זאת, ככל שיישום החוק ניתן לשיקול דעת הנציבות האמריקאית, הרי שזו העדיפה שלא להחיל את הוראותיו על המנפיקים הזרים⁴⁴. ההוראות המחמירות הבולטות הן חובת החתימה של נושאי משרה על אישור נאותות של הדוחות התקופתיים והכללת דירקטורים בעלי מיומנות פיננסית בוועדת הביקורת, המאויישת בדירקטורים עצמאיים.

רשות ניירות ערך לא סגרה במלואו את הפער הרגולטיבי שנפתח מכוח ההוראה האחרונה - הפעם לטובת החברות כפולות-הרישום. הרשות הנחתה את החברות הישראליות לגלות את מדיניותן לגבי מינוי דירקטור בעל מיומנות

41. סעיף 35כט לחוק ניירות ערך.

42. הדר חורש, "החברות הדואליות יפיקו על פי תשקיף אמריקאי-מקומי", **הארץ** 11.9.2001, ג12.

43. רשות ניירות ערך "פרטים, מבנה וצורת תשקיף של חברה ברישום כפול" החלטת מליאה מיום 8.10.03, זמינה במתכונת מקוונת בכתובת http://www.isa.gov.il/hokim/a234_decision_vt_081003.pdf

44. ראו:

Amir N. Licht "Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?" 4 **CHICAGO J. INT'L L.** 141 (2003).

פיננסית⁴⁵. אולם, בהעדר דרישה מפורשת או משתמעת לעצמאות דירקטורים אלה (דהיינו, היותם דירקטורים חיצוניים), היו חברות שהגדירו בעל שליטה ומקורבים אחרים לחברה כבעלי מיומנות פיננסית⁴⁶. אין ספק, שלנוכח לשון הנחיית הרשות, המעשה כשר מבחינה פורמלית. כל שנדרש בהנחיה הוא, שהדירקטור המיומן לא יהיה בעל תפקיד נוסף בחברה. מבחינה מהותית, הפרשנות שנתנו החברות להנחיה סיכלה את תכליתה ועמדה בניגוד מוחלט לעקרונות של משטר חברות תקין.

3. המתח בין הדין הנוכחי להמלצות ועדת ברנע

הסדר הרישום הכפול יישם מדיניות חדשנית של הסתמכות על מערכת רגולטיבית זרה הן מבחינת הדין והן מבחינת האכיפה. באופן פרדוקסלי, דווקא הצלחת ההסדר באישוש שוק ניירות הערך המקומי מכבידה על המשך תהליך המודרניזציה של הדין הישראלי ועלולה לסכל את יישום המלצות ועדת ברנע.

ועדת ברנע פתחה את הדוח שלה בהמלצה "לאמץ את הדין האמריקאי כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח בדין המקומי, בשינויים המתחייבים מהאופי המיוחד של חברות ישראליות, על מנת להביא להעלאת רמת הדיווח ושיפור טיבו."⁴⁷

הוועדה הגיעה למסקנה, כי "שוק ההון האמריקאי הוא המודל העיקרי שיש להתבסס עליו. הדין האמריקאי היווה גם בעבר מקור לחידושים בדין הישראלי בנושאי גילוי ודיווח בתחום ניירות ערך, והוא נמצא על ידי הוועדה מפורט ומתאים לאימוץ."⁴⁸ אולי שלא במפתיע, הדין האמריקאי שעמד לנגד עיני הוועדה לצורך זה הוא הדין החל על מנפיקים אמריקאיים, כפי שהוא משתקף בעיקר בטופס 10-K, תקנה S-K והוראות הדין הנילוות אליהם. זהו, כמובן, אותו גוף דינים, שגם ועדת ברודט מצאה הן כראוי לגופו של עניין והן כשקול לדין הישראלי, אלא שהוא נדחה בסופו של דבר מכיוון שהוצג על ידי הבורסה ואיגוד החברות הציבוריות כמכביד מדי.

יוצא אפוא, כי המתח הקיים כיום בין שני משטרי הגילוי החלים על חברות ציבוריות בישראל אמור להמשיך ולהתקיים גם לפי המלצות ועדת ברנע⁴⁹ יתר על כן, מתח זה אף עשוי להתגבר. בין ההתפתחויות המהותיות בדין האמריקאי שהוועדה ציינה לחיוב, מצויה גם ה-Regulation FD, שנכנסה לתוקף בארה"ב

45. הנחיית רשות ניירות ערך "דיווח על דירקטורים בעלי מיומנות חשבונאית ופיננסית", 20 לאוקטובר 2003, זמינה במתכונת מקוונת בכתובת http://www.isa.gov.il/hokim/a232_directors_requirements.pdf.

46. ראו אורי רונן "מיומנות פיננסית זה נחמד, אבל חשוב יותר שהדירקטור יהיה עצמאי בדעותיו" **הארץ** 14 למרץ 2004.

47. דוח ועדת ברנע, **לעיל** הערה, בעמ' 1.

48. שם, בעמ' 7.

49. בשולי הדברים נעיר, כי דוח וועדת ברנע אינו משקף מודעות של כותביו לנקודה חשובה זו. במספר מקומות מציינים המחברים בנשימה אחת את תופעת הרישום הכפול ואת הצורך לאמץ את הדין האמריקאי למנפיקים אמריקאיים. שם, שם. בכך יש התעלמות מן המתח הקיים בין השניים ואשר עמד במוקד הדיון הציבורי זמן רב.

בסוף שנת 2000. תקנה זו אוסרת על מנפיק אמריקני להפלות במסירת מידע מהותי 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, לרבות החברות הישראליות כפולות-הרישום.⁵⁰

אכן, המלצות ועדת ברנע לתיקוני חקיקה והתיקונים המוצעים כעת אינם כוללים התייחסות מפורשת לאימוץ הסדר דומה בישראל. בכך אין כדי לחסום החלת הסדר שכזה בארץ, מכיוון שהתקנה האמריקאית חלה לפי לשונה על מידע מהותי, שאת גבולותיו הראויים בישראל הגדירה ועדת ברנע מחדש. גילוי של מידע כזה הוא חובה על פי הדין הישראלי, ולדעתנו, ייקשה מאד למצוא בסיס חוקי להפליה בגילוי מידע מהותי כהלכתו ומניעתו מן הציבור. לעומת זאת, החברות הנסחרות במסגרת הסדר הרישום הכפול יישמעו בטענה כי הן חוסות בצל הפטור הניתן להן בתקנה FD.

השינויים שחולל הסדר הרישום הכפול בדין הישראלי עם חקיקתו וגם לאחר מכן, יצרו דינמיקה המזכירה מירוץ אל התחתית (race for the bottom), דהיינו - היווצרות משטר פיקוח תת-אופטימלי כתוצאה מתחרות רגולטיבית. עד כה הוגבלה השפעתה השלילית של הדינמיקה האמורה למשטר המשפטי החל על החברות כפולות-הרישום. זה שלוש שנים ויותר שעל סדר היום עומד מיתווה לרפורמה בדיני הגילוי והדיווח של חברות ציבוריות ישראליות, שאמור לשמר את הפער האיכותי לעומת המשטר האמור ואולי אף להרחיבו. ההיסטוריה החקיקתית של הסדר הרישום הכפול אינה מספקת סיבה לאופטימיות ביחס לסיכויי הרפורמה המוצעת להתקבל במתכונתה זו. ניתן לצפות לדרישה מקרב החברות הציבוריות הרשומות בתל אביב בלבד לקביעת חובות גילוי ודיווח בדומה לאלה החלות על החברות כפולות-הרישום, בפרט לנוכח חלקן הגדל והולך של אלה בשוק הישראלי. אירוניה מיוחדת יש בעובדה, שוועדת ברנע הקדישה מאמץ ניכר לעיצוב משטר גילוי האמור להתמודד עם הבעיות המיוחדות שמעוררות חברות היי-טק. הטעם במשטר מתקדם מעין זה מתפוגג במידה ידועה כאשר 13 מבין 15 החברות הכלולות במדד התל-טק לא יהיו כפופות לו.

50. ראו Regulation FD, 17 C.F.R. 243.100-102 (2004). לדין ראו:

Merritt B. Fox, "Regulation FD and Foreign Issuers: Globalization's Strains & Opportunities," 41 *Va. J. Int'l L.* 653 (2001)

ה. המלצה לרפורמה

לעיל הבענו דעתנו, כי ההחלטות על מתכונת הסדר הרישום הכפול היו סבירות בשעתן. ההסדר אף הביא את פירותיו המקווים, מאוחר ואולי מעט, אך מוטב מאשר לעולם לא. חקיקת ההסדר היתה מבוססת על הבנה הדדית, שהחברות כפולות-הרישום לא יידרשו לשאת בקורטוב של עול רגולטיבי ישראלי נוסף. על המחוקק והרגולטור הישראליים לכבד הבנה זו, בכפוף לצורך לוודא אכיפה ראויה לשמה של הדין החל. עם זאת, הניסיון שנצבר מהפעלת ההסדר עד כה מצביע על צורך דחוף לבלום את הכרסום שהוא מחולל בהיקף ההגנה על השוק ועל ציבור המשקיעים. הדברים אמורים בעסקאות שוק ראשוני של חברות כפולות-רישום, אך הצורך דוחק במיוחד לקראת יישום המלצות ועדת ברנע.

מוצא מן המיצר המתואר יכול להימצא בהגבלת תחולתו של הסדר הרישום הכפול לחברות שכבר נרשמו למסחר בתל אביב על פיו. חברות אלה הסתמכו על מצב משפטי מסוים כאשר נכנסו לתחולת דיני ניירות ערך הישראליים. אמנם בדרך כלל אין מקום להכיר בציפיה לגיטימית לאי-שינוי הדין, אך דומה שבהקשר המסויים הזה יש טעם להכיר בה ולו לתקופה של מספר שנים. באותו אופן יש להודיע על החלטת הרשות להתיר לחברות כפולות-רישום לבצע הנפקות לפי הדין הזר כהוראת שעה ולחזור בהקדם למדיניות הקודמת. חברות שלא ניצלו את ההסדר או לא הנפיקו וחברות שטרם נרשמו למסחר בשווקים זרים המזכים בכניסה לתחולת ההסדר, לא יוכלו לטעון לפגיעה אם תחולה זו תוגבל כאמור. מאידך גיסא, הגבלת תחולתו של המשטר הרגולטיבי הנחות לכפופים לו כעת תאפשר להמשיך ולפתח את הדין הישראלי - בפרט, על ידי יישום המלצות ועדת ברנע.

ו. סיכום

רשימה זו עומדת על התפתחויות בלתי-רצויות שגורם הסדר הרישום הכפול בדיני ניירות הערך של ישראל, לצד השפעותיו החיוביות. מדיניות רגולטיבית שקולה צריכה לבלום התפתחויות אלה ולהבטיח, כי הדין המקומי יוכל להתפתח בתוואי שיעמיד אותו בשורה אחת עם הטוב שבמשטרים המשפטיים. ניתן להשיג יעד זה גם מבלי לפגוע בציפיות לגיטימיות של החברות שנרשמו למסחר בישראל במסגרת הסדר הרישום הכפול.