

**טיוטת תזכיר חוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2023**

**נייר עמדה**

**התנועה למען איכות השלטון בישראל**

**האגף הכלכלי**

ינואר 2024

בשם התנועה למען איכות השלטון בישראל (להלן: "**התנועה**"), אנו מתכבדים להביא את עמדתנו בעניין התיקונים המוצעים לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, שמטרתם היא רישום למסחר של חברה בעלת יותר מסוג מניות אחד, כאמור בטיוטת תזכיר חוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2023 (להלן: "**תזכיר החוק**").

# התיקונים המוצעים

1. כמוסבר בתזכיר החוק, החוק המוצע הוא למעשה מספר הצעות לתיקונים של חוקים קיימים, שנבחנו על ידי רשות ניירות ערך בשנים האחרונות. תכלית החוק המוצע היא לקדם חבילה של צעדים מיידים במטרה לעודד את הפעילות בשוק ההון, לגוון את אפיקי ההשקעה והמימון ולשכלל את שוק ההון. כלומר, להגדיל את פעילות שוק ההון הישראלי ובכך להעניק יציבות כלכלית למשק ולציבור המשקיעים.
2. אחד מהתיקונים המוצעים, בו נעסוק בנייר עמדה זה, הוא תיקון סעיף 46ב לחוק ניירות ערך, לפיו יתאפשר לתאגיד שהתאגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל ("תאגיד חוץ" כהגדרתו בחוק)[[1]](#footnote-1) להירשם למסחר בבורסה בישראל במסגרת פרק ה'3 לחוק, הגם שבהון המניות שלו כמה סוגי מניות. כיום סעיף 46ב(א) אוסר על כך, ולכן מבוקש להחריג רישום כפול לפי פרק ה'3 כפי שמותר לתאגידים זרים הנסחרים בבורסות זרות לבצע רישום כפול לפי פרק ה'3א לחוק, כקבוע בסעיף 46ב(א1).
3. כאמור בדברי ההסבר לתזכיר החוק, לנוכח הסיכונים הגלומים במבנה שבו קיימים סוגי מניות, עימם מתמודדים בדרכים שונות במדינות בהן התירו הנפקה כאמור, ולנוכח הגיוון האפשרי בסוגי הנפקות שכאלה, המקשה על ביצוע מראש של כל ההתאמות שעשויות להידרש לשם הגנת ציבור המשקיעים בעת ביצוע הנפקות כאמור, מוצע להוסיף סעיף קטן (א2) לסעיף האמור, שעניינו מתן סמכות לרשות לקבוע בכללים תנאים ומגבלות לעניין רישום מניות למסחר בהתאם לסעיף קטן (א1).
4. בד בבד מוצע לבצע התאמה אחת בחוק ולתקן בפרק ה'3 לחוק (הסדר הרישום הכפול), את סעיף 35יז לחוק, שעניינו "רישום למסחר של ניירות ערך של תאגיד חוץ". מוצע לקבוע במסגרתו כי במקרה שבו לתאגיד החוץ יש יותר מסוג אחד של מניות, תרשום הבורסה למסחר את סוג המניות הסחיר ביותר. בכך למעשה יתאפשר רישום למסחר בישראל, תחת הסדר הרישום הכפול, של ניירות הערך הסחירים ביותר של תאגידי חוץ אשר להם כמה סוגים של ניירות ערך, ולמשקיעים הישראלים יפתח אפיק ההשקעה בניירות ערך כאמור.

# הכלל בדבר שוויון זכויות בהצבעה

1. כידוע, הרציונל להוראת סעיף 46ב(א) הוא כי בחברות המבקשות לגייס הון מן הציבור הישראלי, נדרש כי החזקת מניות תקנה זכויות שוות ביחס לערכן הנקוב. המצב המשפטי שקדם לחקיקת סעיף 46 ב, בו מניות יסוד או מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות, הנציחו בידי בעליהן את השליטה בחברה בלי יחס להון שהם השקיעו, בעוד הציבור מספק את רוב ההון לפעילות החברה, נמצא על-ידי הרשות לניירות ערך וכן הבורסה הישראלית כאינו תקין, במיוחד לנוכח ההיבטים המיוחדים לשוק ההון בישראל.[[2]](#footnote-2)
2. במילים אחרות, סעיף 46ב(א) מעגן את העקרון הידוע של "**קול אחד לכל מניה**" וזאת כדי למנוע הפרדה בין הון לשליטה. הטעם הכלכלי המרכזי להצמדת זכויות הצבעה לזכויות הכלכליות של בעלי המניות (ובראשם הזכות להשתתף ברווחי החברה) הוא כי בעלי מניות מצביעים שאין להם אינטרס כלכלי בחברה, או שהאינטרס הכלכלי שלהם בחברה מופחת, חסרים תמריץ הולם להשיא ערכים לטובת החברה. היעדר התמריץ מייצר בעיית נציג קשה, בעיקר כאשר בעלי זכויות ההצבעה שולטים בחברה ומסוגלים עקב כך להטות הזדמנויות של החברה לתועלתם הפרטית.[[3]](#footnote-3)
3. כן נציין כי הוספת סעיף 46ב לחוק באה על רקע המשבר הכלכלי בישראל של שנת 1983, ונועדה להקנות אמינות לבורסה הישראלית,[[4]](#footnote-4) כאשר כידוע אמון הציבור בבורסה הוא תנאי יסוד והכרחי לפעילות תקינה של שוק ההון ולשכלולו.

# עמדת התנועה

1. ראשית נדגיש כי התנועה תומכת בתכלית כלל התיקונים המוצעים בתזכיר החוק, כאמור עידוד הפעילות בשוק ההון, גיוון אפיקי ההשקעה והמימון ושכלול השוק. המדובר אפוא במטרות חשובות וראויות. הגדלת והרחבת פעילות שוק ההון הישראלי תמיד חשוב לנוכח גודלו המוגבל, ונוכח היתרונות לציבור המשקיעים ולכלכלה המתאפשרים באמצעות הגיוון. על כן התנועה מברכת על תזכיר החוק ועל כוונת הממשלה להביא לקידומו.
2. ואולם, לנוכח החשיבות המשמעותית של עקרון "קול אחד לכל מניה" ושל שמירה על הכלל בדבר מניעת הפרדה בין שליטה להון, על תוצאותיה החמורות הידועות שאף אפשרה בעיה חמורה לא פחות של הגברת הריכוזיות הכלל-משקית – הרי שקביעת חריג לעקרונות אלה כמוצע בתזכיר החוק מחייבת **ביסוסו על הצדקות מיוחדות הנשענות על תשתית עובדתית מוצקה ומלאה**. אלמלא כן, הרי שחקיקת התיקונים המוצעים כאמור לעיל ובפרט תיקון 46ב, עלולים להוביל לפתיחת "דלת האחורית" לבעיות-עבר, אשר עלול להוליך את שוק ההון הישראלי אחורה ולפגוע במאמצים ארוכי השנים לקדם שוק חופשי ומשוכלל, וליצור פגיעה באמינותו ובציבור המשקיעים.
3. על כן, נדרש כי תיקון סעיף 46ב(א1) כמבוקש בתזכיר החוק **ייעשה על סמך מידע ונתונים על-אודות קיומן ורצונותיהן של "חברות גדולות" לפעול בשוק הישראלי**, אשר יצירת החריג מתחולת סעיף 46ב תביא לפעילותן בישראל, על כלל התועלות האפשרויות ממהלך שכזה.[[5]](#footnote-5) במילים אחרות – החשש הוא שהתועלת מההסדר תהיה פחותה מהסיכונים שבו, שהרי אם הימנעותן של חברות חוץ שביחס אליהן מכוון התזכיר מלהיסחר בישראל אינה מבוססת רק (או באופן משמעותי) על סוגיית ריבוי סוגי המניות, אלא בשל הימנעויות אחרות – מה טעם יש בתיקון?
4. בהמשך לכך, על מנת להצדיק את יצירת החריג הנוסף לסעיף 46ב, נראה כי נדרש כבר עתה **לקבוע תנאים** שמטרתם לאפשר את הרישום הצולב של תאגידי חוץ, קרי חברות בעלות קשר ממשי לישראל, עליהן חל סעיף ה'3, **רק למקרים בהם צפוי ברמת וודאות ממשית כי התועלת בפטור מסעיף 46ב תעלה על הנזק**. ודוק, תנאים כאמור נקבעו במסגרת פרק ה'3א לחוק, בין היתר, על מנת שמנגנון זה "לא יהווה מסלול לחלופי למסלול הרישום הכפול הקבוע בפרק ה'3 לחוק, על כל ההשלכות הנלוות לכך".[[6]](#footnote-6) אכן לפי התזכיר בשלב זה עמדת רשות לניירות ערך היא כי ישנו קושי לביצוע מראש של כל ההתאמות שעשויות להידרש לשם הגנת ציבור המשקיעים בעת הנפקות כאמור, ולכן מוצע להעניק לרשות את הסמכות לקבוע בכללים תנאים ומגבלות. ואולם, נדמה כי לנוכח הסיכונים הכבדים מיצירת חריג כמוצע לסעיף 46ב, קשה לקבל טיעון השולל לחלוטין כל קביעה של תנאים מגבילים **כבר כעת**, לנוכח ההיכרות הרבה של רשות לניירות ערך את השחקנים הרלבנטיים. וזאת לצד סמכות הרשות אותה מוצע להוסיף בסעיף 46ב(א2).
5. לסיום נציין כי בתזכיר החוק צוינו עלויות מלחמת חרבות ברזל, באופן שניתן להסיק ממנו כי מדובר במניע או תמריץ לקידום החקיקה כעת. ואולם, התיקון המוצע בסעיף 46ב פורסם במסגרת תזכיר חוק כבר בשנת 2019 (ר' [כאן](https://www.tazkirim.gov.il/s/law-item/a093Y00001RFM75QAH/%D7%AA%D7%96%D7%9B%D7%99%D7%A8-%D7%97%D7%95%D7%A7-%D7%A0%D7%99%D7%99%D7%A8%D7%95%D7%AA-%D7%A2%D7%A8%D7%9A-%D7%AA%D7%99%D7%A7%D7%95%D7%9F-%D7%9E%D7%A1-%D7%94%D7%AA%D7%A9%D7%A2%D7%982019?language=iw)). על כן, לצד הסיכונים הגלומים בהצעה, הרי שנדרשת הבהרה כיצד קידום החקיקה כעת ישפיע באופן ספציפי על הקשיים בכיסוי עלויות המלחמה והשלכותיה על העורף.



|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **אריאל ברזילי, עו"ד** |  | **תמר באום, עו"ד** |
| ראש האגף הכלכלי |  |  האגף הכלכלי |

1. ס' 1 לחוק ניירות ערך. [↑](#footnote-ref-1)
2. ר' [דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 10), התש"ן-1990, ה"ח הממשלה 2006](https://www.nevo.co.il/Law_word/law17/PROP-2006.pdf), בעמ' 257. [↑](#footnote-ref-2)
3. אוריאל פרוקצ'יה ["פרק יד: תאגידים" 751, 805](https://www.nevo.co.il/books/%D7%9B%D7%AA%D7%91%D7%99%20%D7%A2%D7%AA/%D7%A1%D7%A4%D7%A8%D7%99%20%D7%9E%D7%90%D7%9E%D7%A8%D7%99%D7%9D/%D7%94%D7%92%D7%99%D7%A9%D7%94%20%D7%94%D7%9B%D7%9C%D7%9B%D7%9C%D7%99%D7%AA%20%D7%9C%D7%9E%D7%A9%D7%A4%D7%98%20%28%D7%A2%D7%95%D7%A8%D7%9A%20%D7%90%27%20%D7%A4%D7%A8%D7%95%D7%A7%D7%A6%D7%99%D7%94%2C%202012%29/procaccia-751.pdf) **הגישה הכלכלית למשפט** (עורך אוריאל פרוקצ'יה) (2012). [↑](#footnote-ref-3)
4. [ד"כ 23.7.1990](https://fs.knesset.gov.il/12/Plenum/12_ptm_531582.PDF), 4769. [↑](#footnote-ref-4)
5. אמנם בדברי ההסבר צוין כי הרשות לניירות ערך בחנה את כלל התיקונים המוצעים בתזכיר החוק בשנים האחרונות, ולכן ניתן להניח כי בירור כאמור נעשה. ואולם, לנוכח כאמור המחירים הגבוהים של יצירת חריג נוסף לסעיף 46ב, הרחב יותר בהיקפו מהחריג הקיים לגבי פרק ה'3א, לעמדתנו יש להבהיר זאת לציבור. [↑](#footnote-ref-5)
6. [דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 61) (רישום צולב), התשע"ו-2006, ה"ח הממשלה 1062](https://www.nevo.co.il/Law_word/law15/memshala-1062.pdf), 1207-1206. [↑](#footnote-ref-6)