



חוק ניירות ערך

התייחסות להצעת חוק לעידוד פעילות בשוק ההון
(תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2024

התנועה למען איכות השלטון בישראל

האגף הכלכלי

ספטמבר 2024

בשם התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר (להלן: "**התנועה**"), אנו מתכבדים להעביר לעיונכם את הערות התנועה להצעת חוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2024 (להלן: "**הצעת החוק**" או "**ההצעה**"). עמדתנו מתייחסת לתיקונים המוצעים בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**"), שמטרתם לאפשר, לראשונה, רישום למסחר בבורסה הישראלית חברות המצויות תחת הסדר הרישום הכפול, להן יותר מסוג מניות אחד.

עמדת התנועה בתמצית

עמדת התנועה היא שככל שהרשות תוכיח באמצעות בדיקה אמפירית (פנייה לאותן חברות פוטנציאליות עם זיקה לישראל שנסחרות עם גיוון במניות), שהתיקון צפוי להניע אותן להיסחר בישראל – יש מקום לאפשר את התיקון המוצע על מנת להבטיח שהשוק הישראלי ימשיך להיות אטרקטיבי עבור משקיעים וחברות, נוכח המגמה העולמית המתרחבת של מסחר בחברות עם גיוון בסוגי מניות. יחד עם זאת, התנועה סבורה שיש לחוקק את התיקון בהוראת שעה למשך 5 שנים, לאחריה יבחנו השפעותיו.

מעבר לזאת, ככל שהצעת החוק תקודם יש לבצע בה את התיקונים הבאים:

- 1.1. יש לכלול תנאים מחייבים בחקיקה ביחס לחברות עם גיוון מניות שיוכלו להיסחר בישראל, כלהלן:
 - חובות גילוי מרחיבות על הגיוון במניות ועל זהות המחזיקים במניות עם זכויות ההצבעה העודפות; סוגי נושאים בהם לא יותר גיוון בסוגי מניות (עסקאות עם בעלי שליטה; רכישה עצמית ומחיקת מניות מהרישום למסחר); פרק זמן מינימלי ממועד ההנפקה בחו"ל ועד למועד הרישום למסחר בישראל; הגבלות על העברת המניות עם זכויות ההצבעה העודפות.
- 1.2. לצד תנאים מחייבים אלו, תוקנה לרשות הסמכות לקבוע ככלים ומגבלות נוספים במידת הצורך, דבר שיאפשר לימוד עם הזמן של השוק והפרקטיקה.
- 1.3. לחלופין, ככל שלא תאומץ עמדת התנועה בדבר קביעת המגבלות האמורות כבר במסגרת תיקון החקיקה, מוצע כי התיקון יכנס לתוקף רק בכפוף להתקנת תקנות, באישור ועדת הכספים של הכנסת, שיטילו מגבלות כאמור על רישום למסחר עם גיוון במניות.

א. פתח דבר

2. כמפורט בדברי ההסבר להצעת החוק, ההצעה שעל הפרק מורכבת מארבעה תיקוני חקיקה עיקריים, שנבחנו בידי רשות ניירות ערך (להלן: "**הרשות**") בשנים האחרונות: (1) הרחבת המכשיר של ניירות ערך מסחריים למימון פעילות תאגידים; (2) הרחבת האפשרות של רישום למסחר של חברות תחת הסדר הרישום כפול בבורסה בישראל גם לחברות בעלות יותר מסוג מניות אחד; (3) הקמת תשתית ליצירת קרנות נאמנות אלטרנטיביות; (4) קביעת אסדרה מותאמת לפעילות של ייעוץ ושיווק השקעות כללי. תכלית הצעת החוק היא לקדם חבילה של צעדים במטרה לעודד ולשכלל את הפעילות בשוק ההון, וכן לגוון את אפיקי ההשקעה והמימון בו. כלומר, להגדיל את פעילות שוק ההון הישראלי ובכך להעניק יציבות כלכלית למשק ולציבור המשקיעים.
3. כאמור, אחד מהתיקונים המוצעים, מושא נייר עמדה זה, הוא תיקון סעיף 46 לחוק ניירות ערך, לפיו יתאפשר לתאגיד שהתאגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל ("תאגיד חוץ")

כהגדרתו בחוק)¹ להירשם למסחר בבורסה בישראל במסגרת פרק ה'3 לחוק, הגם שבהון המניות שלו יותר מסוג מניות אחד. 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(1א).

4. כאמור בדברי ההסבר, לנוכח הסיכונים הגלומים בהשקעה בחברות להן מבנה המכיל 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, מוצע להוסיף את סעיף קטן (2א) לסעיף האמור. סעיף זה יקנה סמכות לרשות לקבוע בכללים תנאים ומגבלות לעניין רישום מניות למסחר בהתאם לסעיף קטן (1א).

5. בנוסף, מוצע לבצע התאמה נוספת בחוק ניירות ערך ולתקן בפרק ה'3 לחוק את סעיף 35 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 אלו.

6. בתמצית, נזכיר כי קידום תיקונים מוצעים אלו לסעיף 46 לחוק ניירות ערך אושר במליאת הרשות עוד בשנת 2017, ומאז לאורך השנים נעשו מספר ניסיונות לקדם תיקון זה. במסגרת תזכיר חוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2023, פורסמה ביום 1.1.2024 הצעה לתיקון לסעיף 46 לחוק פעם נוספת להערוך ציבור. תיקון זה הוא תיקון שנוי במחלוקת, ובעקבותיו התקבלו הערות ציבור לא מעטות שהתנגדו לו (לרבות מצד התנועה). בעקבות כך, ביוני 2024 פרסמה רשות ניירות ערך נייר עמדה מפורט, ובו עמדתה ביחס לתיקון המוצע; הקשיים והיתרונות הגלומים בו; משפט משווה; וכן, התייחסות הרשות להערות הציבור שהתקבלו (להלן: "**עמדת הרשות**").²

7. ביום 1.7.2024 הצעת החוק אושרה במליאת הכנסת בקריאה ראשונה, וכעת היא מצויה בדיונים להכנתה לקריאה שנייה ושלישית בוועדת הכספים.

8. לאחר עיון בעמדה המקיפה והיסודית שפרסמה הרשות בחודש יוני האחרון, עמדת התנועה היא שיש מקום לפתוח את האפשרות לתאגידי חוץ עם גיוון סוגי מניות להיסחר בבורסה הישראלית תחת הסדר הרישום הכפול. יובהר כי התנועה סבורה כי נכון לעשות כן בבחינת "**כורח המציאות**", שכן, התופעה של גיוון סוגי מניות אינה רצויה. עם זאת, כפועל יוצא של הגלובליזציה של שווקי ההון והרצון לשמור על שוק ההון הישראלי אטרקטיבי עבור משקיעים וחברות, לא ניתן להשאיר את השוק הישראלי מאחור נוכח המגמה העולמית המתירה גיוון בסוגי מניות. עם זאת, התנועה סבורה כי יש לצעוד עקב בצד אגודל, ולכן הצעת החוק במתכונתה הנוכחית רחבה מדי ולא כוללת אמצעי הגנה מספקים. משכך, התנועה סבורה כי יש לקבוע כבר כעת כללים מצמצמים יותר לגבי סוגי המניות שיתירו, דבר שיאפשר זמן לבחינת השפעתו של השינוי הדרמטי הצפוי על השוק המקומי, ובכדי להבטיח הגנה מיטבית על המשקיע

¹ ההגדרה מנויה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך; יצוין כי לעיתים המונח המשמש לתאגיד חוץ הוא "**חברה זואלית**".
² "תיקון סעיף 46 לחוק ניירות ערך בעניין חברות דואליות" **רשות ניירות ערך** (יוני 2024) (להלן: "**עמדת הרשות**").

הישראלי. לצד זאת, התנועה מציעה כי לרשות תוקנה בחוק הסמכות להוסיף תנאים ומגבלות נוספים, ככל שהיא תמצא לנכון.

9. כפי שיתואר בפרק הבא ביתר פירוט, עמדת התנועה היא שהתיקון המוצע עלול להוביל בסופו של יום לשינוי מהותי בדין הישראלי – אשר למעלה משלושה עשורים מתנהל לפי כלל היסוד "קול אחד לכל מניה" – שכן התיקון עלול להיתפס כפוגע בשוויון מול החברות הנסחרות רק בבורסה המקומית, וכי האחרונות ידרשו ליהנות מאותה הקלה כמו תאגידי החוץ. בנוסף, בעוד שהמגמה העכשווית של השווקים והבורסות בחו"ל היא דווקא לנהוג ביתר ריסון ולהטיל מגבלות שונות על מסחר של חברות עם גיוון בסוגי מניות, ההצעה הנוכחית היא לאפשר מסחר בישראל ביחס לתאגידי החוץ שנסחרים בכלל הבורסות שתחת הסדר הרישום הכפול, מבלי להבחין ביחס למגבלות השונות המוטלות בכל אחת מהבורסות השונות. בפרט, מאחר שמרבית החברות הנסחרות בבורסה הישראלית תחת הסדר הרישום הכפול הן חברות הנסחרות בארה"ב, יש להביא בחשבון כי השוק האמריקאי הוא המקל ביותר באפשרות להיסחר עם גיוון במניות, ולכן יש צורך מוגבר לקבוע כבר בחוק הישראלי מגבלות על כך.

ב. רקע: הכלל בדבר שוויון זכויות בהצבעה והסדר הרישום הכפול

10. להלן תוצג סקירה משפטית, על קצה המזלג, של שני ההסדרים המשפטיים המרכזיים בדיני ניירות ערך שהצעת החוק מבקשת לתקן על מנת לפתוח את השוק הישראלי למסחר של חברות דואליות עם גיוון בסוגי מניות.

הכלל בדבר שוויון זכויות בהצבעה

11. הכלל העקרוני בדבר שוויון זכויות בהצבעה ("one share one vote") מעוגן בסעיף 46 לחוק ניירות ערך, שנחקק במסגרת תיקון מס' 10 לחוק עוד בשנת 1990.³

12. כידוע, הרציונל הטמון בכלל זה 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, 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 והבורסה הישראלית כלא תקין, במיוחד לנוכח ההיבטים המיוחדים לשוק ההון בישראל.⁴

13. הכלל נועד להגן על ציבור המשקיעים ולהגשים כמה עקרונות יסוד, ובהם: העקרון הדמוקרטי לפיו זכויות הצבעה צריכות לעמוד ביחס ישיר להון שמושקע, ואין הצדקה מוסרית שהשליטה תרוכז בידי מיעוט בעלי שליטה שהשקעתם בחברה נמוכה; מניעת עיוותים בהליכי קבלת החלטות בניהול ענייני החברה, שמקורם בפער בין הון לשליטה; צמצום "בעיית הנציג" ביחסים שבין נושאי המשרה ובעלי השליטה לבעלי המניות האחרים; וכן, מניעת הקשיים בתמחור וסחירות של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות.⁵

14. בתמצית, סעיף 46(א) המעגן את העקרון הידוע של "קול אחד לכל מניה" נועד למנוע הפרדה בין הון לשליטה. הטעם הכלכלי המרכזי להצמדת זכויות הצבעה לזכויות הכלכליות של בעלי המניות (ובראשם

³ ס"ח תש"ן מס' 1327 מיום 2.8.1990.

⁴ ראו: דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 10), התש"ן-1990, ה"ח הממשלה 2006, בעמ' 257.

⁵ להרחבה, ראו: עמדת הרשות, בע"מ 7-8.

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 לנווט את החברה לתועלתם הפרטית.⁶

15. כן נציין כי הוספת סעיף 46ב לחוק באה על רקע המשבר הכלכלי בישראל של שנת 1983, ונועדה להקנות אמינות לבורסה הישראלית,⁷ כאשר כידוע אמון הציבור בבורסה הוא תנאי יסודי והכרחי לפעילות תקינה של שוק ההון ולשכלולו.

16. למען שלימות התמונה יוער כי הדין הישראלי מכיר בסייגים מצומצמים לעקרון יסוד זה, כדוגמת האפשרות להנפיק "מניות בכורה"⁸ או מתן אישור לרישום למסחר של חברות בהן יש הסדר המכונה "גולות רעל". אולם, ככלל, מדובר בעקרון יסודי ומחייב, החל הן על תאגידים שנסחרים רק בבורסה הישראלית והן על תאגידי חוץ (ללא הבחנה), וזאת מעל לשלושה עשורים.

הסדר הרישום הכפול

17. הסדר הרישום הכפול עוגן בפרק ה'3 לחוק ניירות ערך, אשר נחקק במסגרת תיקון מס' 21 לחוק משנת 2000 (להלן יכונה בקיצור: "ההסדר").⁹ התכלית המרכזית של ההסדר הייתה למנוע את ה"נדידה" של חברות ישראליות רבות שבחרו להיסחר רק בבורסות זרות (בשווקים גדולים יותר, דוגמת ארה"ב), נדידה שהותירה את השוק הישראלי פחות מגוון ואטרקטיבי עבור המשקיעים. במטרה להפוך את השוק הישראלי לאטרקטיבי יותר עבור אותן חברות ישראליות שנסחרו בבורסות הזרות, גובש ההסדר כך שיקל במידה ניכרת על הנטל הכרוך ברישום למסחר בכמה בורסות, וזאת באמצעות מתן אפשרות לדווח לפי מערכת דינים אחת – הדין הזר.¹⁰

18. בשל המורכבות של דיני ניירות ערך, ובפרט חובות הדיווח והגילוי המשתנות משיטה אחת לשנייה בשלל היבטים (שפה; מועדים; תכנים; פורמט; אכיפה; משמעת שוק ועוד), ההנחה הייתה שחברות מעטות בלבד יהיו נכונות להגיע להיסחר גם בבורסה הישראלית בשל הנטל הכרוך בדיווח כפול. על כן, הסדר הרישום הכפול אומץ על ידי המחוקק ככלי להתמודדות עם תופעת הגלובליזציה, על מנת להבטיח שלמשקיעים הישראלים תהיה נגישות גם בשוק המקומי לסחור במגוון רחב יותר של חברות, חלקן החברות המובילות ביותר בתחומן.

19. עם זאת, על מנת להבטיח שהסדר הרישום הכפול לא יפגע בהגנה על המשקיעים הישראליים, נקבע כי הוא יחול רק ביחס לבורסות מסוימות, ואף בתוכן לרשימות ספציפיות.¹¹ בורסות אלו הן מהבורסות המובילות בעולם, אשר נבדקו ונמצאו כמבטיחות הגנה הולמת על הציבור המשקיעים בהן.

20. בפועל, ניתן לומר בביטחון שההסדר הגשים את מטרתו ומאז חקיקתו עלה באופן ניכר מספר תאגידי החוץ הנסחרים בבורסה הישראלית, והיום הוא עומד על כ-50 חברות. עוד חשוב לתת את הדעת כי בקרב

⁶ אוריאל פרוקציה "פרק יד: תאגידים" 805, 751, **הגישא הכלכלית למשפט** (עורך אוריאל פרוקציה) (2012).

⁷ ד"כ 4769, 23.7.1990.

⁸ סעיף 46ב(א)(1) סיפא לחוק ניירות ערך.

⁹ ס"ח תש"ס מס' 1749 מיום 6.8.2000.

¹⁰ להרחבה על התכליות שעמדו ביסוד ההסדר, ראו את דו"ח ועדת ברודט", שעסקה בבחינת הנושא טרם עיגונו בחקיקה: "דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך" **רשות ניירות ערך** (תשנ"ח).

¹¹ ההסדר רלוונטי רק ביחס לבורסות המנויות בתוספת השנייה והשלישית לחוק ניירות ערך, אשר הורחבו עם השנים, וביניהן ניתן למצוא בורסות דוגמת הנאסד"ק; בורסת לונדון; בורסת הונג-קונג.

אותם תאגידי חוץ נכללים כמה מהחברות המובילות במשק הישראלי, והן מהוות נתח מסחר משמעותי למדי בבורסה בתל אביב.¹²

ג. עמדת התנועה

יש לבחון אמפירית האם התיקון המוצע יעודד חברות עם גיוון במניות להיסחר בישראל

21. לעמדת התנועה, יש מקום לבחון באופן ממוקד את ההיתכנות שהתיקון המוצע יוביל לשינוי המבוקש – קרי, **יש לבדוק את הנכונות של תאגידי חוץ עם גיוון מניות להגיע להיסחר בישראל תחת הסדר הרישום הכפול בהנחה שהמגבלה תוסר, וזאת טרם חקיקת תיקון כה משמעותי.**

22. כפי שעולה מעמדת הרשות, על פי בדיקות שערכה, כיום יש כ-11 חברות בעלות זיקה לישראל, בעיקר בתחומי הטכנולוגיה, הרשומות בבורסות בארה"ב עם גיוון מניות. עוד צוין כי שני שליש מהחברות האמורות הן בעלות שווי שוק של מעל מיליארד דולר.¹³ על פי נתונים אלו, הרשות סבורה כי ככל שהמגמה של גיוון בסוגי מניות תתרחב, ללא אימוץ התיקון המוצע מאגר החברות הפוטנציאליות שיוכלו להגיע להירשם בישראל ילך ויקטן.

23. ודוק, התנועה סבורה כי בדיקה זו אינה מספיקה כדי להצדיק את הצורך בתיקון המוצע, כי אם על הרשות לפנות לאותן 11 חברות שזיהתה בבדיקותיה, ולברר את נכונותן לבוא להיסחר בישראל אם התיקון המוצע יכנס לתוקף. שכן, **ככל שהמגבלה המוטלת בסעיף 46ב על תאגידי חוץ עם גיוון במניות להיסחר בישראל אינה הגורם שמונע מהן להגיע להיסחר בבורסה המקומית, ספק האמנם יש מקום כעת לתיקון המוצע, על כלל השלכותיו.** במילים אחרות, קודם יש לברר את התועלת מההסדר; ורק לאחר מכן יש לשקול אם היתרונות עולים על החסרונות המשמעותיים.

על התיקון להיחקק בדרך של הוראת שעה

24. לעמדת התנועה, לאור העובדה שמדובר בתיקון דרמטי, אשר אף הרשות מכירה במורכבותו על שלל חסרונותיו ויתרונותיו, **יש לקדם את התיקון כהוראת שעה לתקופה שלא תעלה על 5 שנים**, וזאת כדי לאפשר לאחר חלוף התקופה לבחון את השפעתו על השוק והמשקיעים בישראל. לאחר אותה תקופה, תיעשה בדיקה מקיפה כאמור על השפעות התיקון, וניתן יהיה לקבל החלטה מושכלת האם יש מקום לאמצו באופן קבוע לדין הישראלי.

25. יובהר, הצעתנו היא שבמקרה שכזה, חברות דואליות שיירשמו עם גיוון מניות בישראל בתקופת הוראת השעה, יוכלו להמשיך להיסחר כך אף אם הוראת השעה לא תוארך, וזאת כדי לא לפגוע באטרקטיביות של המסחר בישראל. באופן זה, העובדה שהתיקון יקבע כהוראת שעה לא יניא חברות מלשקול להירשם למסחר גם בישראל.

התיקון המוצע עלול "לזלוג" גם לחברות ישראליות שהן לא תאגידי חוץ

26. עמדת הרשות היא שהתיקון המוצע נועד רק להשלים את הסדר הרישום הכפול, והוא מתחייב מהגיונו של ההסדר. עוד מדגישה הרשות כי אין כל כוונה בשלב זה לבטל או לפגוע בכלל בדבר שוויון זכויות

¹² עמדת הרשות, בע"מ 5-6.

¹³ עמדת הרשות, בעמ' 19.

הצבעה ביחס לחברות שאינן נרשמות בבורסה הישראלית תחת הסדר הרישום הכפול.¹⁴ ודוק, אף על פי כן, עמדת התנועה היא שהתיקון המוצע עלול להיות בעל השלכות דרמטיות, שכן יש **חשש סביר כי הוא "יזלוג" בעתיד גם לחברות הישראליות שאינן רשומות תחת הסדר הרישום הכפול, שידרשו להחיל בשוויוניות את הכלל שיקבע גם ביחס אליהן.**

27. לראיה, במסגרת הערות הציבור שהוגשו לרשות ביחס לתיקון המוצע, עמדת איגוד החברות הציבוריות (להלן: **"האיגוד"**)¹⁵ היא שיש להרחיב את התיקון המוצע ולהחילו גם על חברות ישראליות היוצאות להנפקה ראשונה בישראל. לטענת האיגוד, התיקון המוצע מהווה **הפליה לרעה** של האחרונות שאין לה הצדקה, שכן ככל שהרשות סבורה כי המשקיע הישראלי "בשל" להשקיע גם בחברות עם גיוון סוגי מניות, אין סיבה להבחין בין מניות של חברות הרשומות תחת הסדר הרישום הכפול לאחרות.¹⁶

28. התנועה סבורה שאמנם טענת ההפליה אינה חפה מקשיים ואין לה מקום – שכן, ספק אם חברות הרישום הכפול הן בבחינת "קבוצת שוויון" לחברות שיצאו להנפקה לראשונה בבורסה הישראלית. אותן חברות רישום כפול כפופות **לכלל** מערכת הדין הזר (שבהיבטים מסוימים "מקלה" יותר ואילו באחרים "מצמצמת" יותר). אף על פי כן, יש טעם בעמדת האיגוד כי על פניו מדובר בהבחנה שקשה להצדיקה. למעשה, עמדת הרשות לכאורה "מיטיבה" עם חברות הרישום הכפול בכך שלהן פתוחה האופציה לצאת להנפקה עם סוגי מניות שונים ולהיסחר בבורסה המקומית (בכפוף לכללי הבורסה הזרה), בעוד שהחברות "הציוניות" שיצאו להנפקה לראשונה בבורסה המקומית אינן נהנות מאפשרות זו.

29. זאת ועוד, אף אם צודקת הרשות שכיום אין מקום להבחנה בין תאגידי חוץ הכפופים לכללי הדין הזר לבין החברות הישראליות שכפופות לכללי הדין הישראלי, הרי שניתן לטעון שעל הרשות לקבוע תנאים ומגבלות שבהינתן קיומם יוכלו גם החברות הישראליות לצאת להנפקות עם גיוון מניות.

30. **יובהר- עמדת התנועה אינה כי יש לקבל את הצעת האיגוד ולבטל חלילה את הכלל בדבר שוויון זכויות הצבעה (!).** כי אם, בצל החשש שהצעת החוק תוביל, בסופו של יום, לשינוי מהותי גם ביחס לחברות המנפיקות לראשונה בבורסה הישראלית – יש לצעוד עקב בצד אגודל באופן שהיא תתאפשר תחת הגבלות ורסנים משמעותיים (סוגיה עליה נעמוד בהמשך).

31. התנועה מבקשת לשוב ולהדגיש כי לשיטתה, **התופעה של גיוון בסוגי מניות איננה רצויה, וזאת בפרט בשוק הישראלי שסובל מריכוזיות גבוהה.** התנועה סבורה כי חברה המעוניינת ליהנות מהשקעה של כספי הציבור, חייבת (הן מטעמים של יעילות והן מטעמים של הגינות) לשמור על כלל של קול אחד למניה אחת. ככל שנאפשר ביצור שליטה לבעלי החברות נמנע מהציבור את היכולת להשפיע ובכך הוא יהיה "נתון" לחסדיהם של בעלי השליטה בחברות, על כל המשתמע מכך שהם מחזיקים בחסכוניותו (נזכיר כי כספי הפנסיה מושקעים בין היתר גם בשוק ההון) והשקעותיו.

32. אמנם, יש קולות הטוענים בעד האפשרות שהיזמים, בעיקר בתחומי טכנולוגיה, יבצרו את שליטתם על מנת שיוכלו לממש את החזון הטכנולוגי שלהם ולנווט את החברה לכך מבלי להיות נתונים ללחצים מצד בעלי המניות. ודוק, משמעות הכלל היא שאותם יזמים הם בבחינת "דיקטטורים", כך שכל עוד הם מצליחים ומניבים תשואה למשקיעים הדבר חיובי, אך כאשר הם אינם כאלו בעלי המניות האחרים

¹⁴ עמדת הרשות, בעמ' 25.

¹⁵ איגוד החברות הציבוריות פועל כארגון המייצג של כלל החברות הציבוריות במשק.

¹⁶ עמדת הרשות, בעמ' 24.

כבולים. במבט על, סיכון זה אינו דבר שלדעתנו מיטיב עם המשקיע הישראלי או עם השוק המקומי, ולא בכדי הוא נשלל כבר בשנות ה-90.¹⁷

33. זאת ועוד, אמנם התנועה אינה סבורה כי האפשרות להנפיק בבורסות הזרות עם גיוון בסוגי מניות, היא שתכריע לבדה את ההחלטה של חברה המעוניינת לגייס הון מהציבור האם לצאת להנפקה בישראל או בחו"ל. עם זאת, העובדה שהתיקון המוצע יאפשר לאותן חברות "מתלבטות" להגיע להיסחר גם בשוק הישראלי עם סוגי מניות שונים, ובלבד שיצאו קודם לכן להנפקה בבורסות בחו"ל הנכללות תחת הסדר הרישום הכפול, עשויה להיות תמריץ נוסף שלא לצאת להנפקות ראשונות בשוק המקומי. ברי, כי ככל שחשש זה יתממש, הוא אינו תוצאה רצויה לאור התכלית המרכזית של עידוד המסחר והגיוון בשוק ההון הישראלי.

מרבית תאגידי החוץ הן חברות הנסחרות בשוק ההון בארה"ב, היכן שאין כמעט מגבלות על גיוון בסוגי מניות

34. כפי שמפורט בעמדת הרשות, תמונת המצב העדכנית לגבי היישום של הסדר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב מראה מגמה ברורה – מתוך 50 תאגידי חוץ הכפופים להסדר הרישום הכפול, רוב מוחלט של 47 מהם נסחרים בבורסות בארה"ב.¹⁸ לפיכך, ברי כי כדי לבחון את השפעת התיקון המוצע יש להתמקד בדין האמריקאי ביחס לאפשרות המסחר בבורסה של חברות עם גיוון בסוגי מניות.

35. אמנם כיום מרבית מדינות ה-OECD מאפשרות לרשום למסחר גם מניות שמוצמדות אליהן זכויות הצבעה מוגבלות, אולם מרביתן, בניגוד לארה"ב, מטילות על כך מגבלות מסוימות. מנגד, ארה"ב ממוקמות בקצה הספקטרום, והדין בה לא כולל כמעט כל איסור רגולטורי על כך.¹⁹ בהתאם, בשנים האחרונות עלה שיעור ההנפקות בבורסות נאסד"ק וניו יורק – שתיהן בורסות המצויות תחת הסדר הרישום הכפול²⁰ – של חברות עם ביצור שליטה באמצעות גיוון סוגי מניות, וזאת בייחוד בתחומים עתירי ידע כדוגמת טכנולוגיה.

36. לפיכך, ניתן לשער שמרבית החשיפה של המשקיע בבורסה הישראלית לחברות רישום כפול עם גיוון מניות צפוי להיות לחברות שנסחרות בארה"ב, היכן שאין כמעט מגבלות רגולטוריות על גיוון מניות. משכך, לעמדת התנועה חיוני כבר במסגרת התיקון לחוק לקבוע את הכללים והמגבלות שיוטלו על הרישום למסחר של אותן חברות, ואין להסתפק בהצעה שעל הפרק להקנות לרשות סמכות לקבוע זאת בהמשך. שכן, קיים חשש כי הלחץ לעודד ולתמרץ את אותם תאגידי חוץ להירשם למסחר בישראל יוביל לכך שבסופו של יום כלל לא יוטלו מגבלות, או שהן יהיו מינוריות ולא יספקו הגנה מיטבית למשקיעים. משכך, דרך המלך היא לקבוע את אותן הגבלות כבר בחקיקה, ובכך להצטרף לשורה של מדינות שאפשרו רישום למסחר של חברות עם גיוון מניות תחת תנאים מגבילים.

37. יתרה מכך, כפי שעמדה על כך הרשות בעצמה, אף בשוק האמריקאי המתירני מכולם, יש כיום מגמת-נגד הולכת וגוברת לצמצם את האפשרות לרישום למסחר של חברות עם גיוון מניות, ויש אף שקוראים

¹⁷ וכך בדברי ההסבר להצעת החוק (ה"ח תש"ן מס' 2006 עמ' 251, 257 (17.7.1990): "המצב שבו מניות יסוד או מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות, מנציחות בידי בעליהן את השליטה בחברה בלי יחס להון שהם השקיעו, בעוד הציבור מספק את רוב ההון לפעילות החברה, אינו מצב תקין ונאות".

¹⁸ עמדת הרשות, בעמ' 5.

¹⁹ עמדת הרשות, בעמ' 13-14.

²⁰ ראו: תוספת שנייה לחוק ניירות ערך.

להגביל לחלוטין את הפרקטיקה.²¹ אם כן, ברי כי לא ברורה הגישה לפיה החקיקה תתיר זאת ללא מגבלות המוסדרות בחקיקה, ותוך שנסתמך על השווקים הזרים בלבד. יתרה מכך, אמנם הרשות רואה בכך טיעון בעד היכולת להסתמך על משמעת השוק הזר שלה כפופות חברות הרישום הכפול. אולם, לשיטת התנועה, לא ניתן להסתפק בהסתמכות על משמעת השוק האמריקאי (או שוק אחר לצורך העניין) בסוגיה בעלת השלכות כה משמעותיות על משקיעים דוגמת גיוון בסוגי מניות.

38. מעבר לכך, טיעון "מה שטוב לאירופה טוב לישראל", הוא אמנם טיעון אטרקטיבי, אך חובה לזכור כי שוק ההון הישראלי הוא בעל מאפיינים שונים משוק ההון האמריקאי.

יש לקבוע בחקיקה מגבלות מחייבות שיבטיחו הגנה למשקיע הישראלי, ולהקנות לרשות ניירות ערך סמכות לקבוע מגבלות נוספות על פי שיקול דעתה

39. כנזכר לעיל, התנועה סבורה כי כבר במסגרת תיקון החקיקה יש לקבוע מספר הגבלות על האפשרות לרשום למסחר מניות של חברות עם גיוון בסוגי מניות, תוך שתעוגן האפשרות שהרשות תוכל להוסיף על פי שיקול דעתה הגבלות נוספות במידת הצורך. לשיטתנו, באופן זה מצד אחד תשמר מידה של ודאות שתבטיח קיומן של הגבלות מחייבות בבחינת רמת הגנה מינימלית נדרשת, ומצד שני תשמר לרשות הגמישות לקבוע הגבלות נוספות ככל שהפרקטיקה תלמד על צורך בעיבוי ההגנה על המשקיעים והשוק הישראליים.

40. נספח ב' שצרפה הרשות לעמדה מטעמה כולל מספר דוגמאות לתנאים מגבילים שהרשות עשויה להטיל לעניין רישום למסחר של סוגי מניות כאמור של תאגידי חוץ תחת הסדר הרישום הכפול. בין יתר ההגבלות המוצעות, ניתן לציין הגבלת זמן ("sunset clause"); הגבלת היחס בין סוגי המניות; התרת סוגי מניות רק לנושאים מסוימים; הגבלת הרישום רק למניות בעלות שווי שוק מינימלי ועוד.

41. לעמדת התנועה, לכל הפחות נדרש לעגן את המגבלות המפורטות להלן כבר במסגרת תיקון החקיקה, שכן מדובר במגבלות חיוניות להגנה על המשקיעים והגנה על שוק ההון הישראלי והאמון בו:

41.1. לקבוע דרישות גילוי באשר למבנה הדואלי של סוגי המניות בחברה, כך שיהיה ברור למשקיעים כי הם משקיעים במניות עם זכויות הצבעה מוגבלות, וזאת כדי שידעו לשקלל בהתאם את הסיכון והתשואה. בנוסף, על דרישת הגילוי לכלול גם את זהות המחזיקים בבעלי המניות עם זכויות הצבעה עודפות, שכן הם אלו שמשפיעים על ניווט פעילות החברה והצלחתה. זאת, בדומה לתנאים שנקבעו בהונג קונג וסינגפור, כפי שמתואר בעמדת הרשות.²²

41.2. קביעת סוגי נושאים בהם לא יותרו סוגי מניות (כפי שמוצע בנספח ב' לעמדת הרשות), ובראשם עסקאות עם בעל שליטה, רכישה עצמית וכן מחיקת מניות מהרישום למסחר. לעמדת התנועה, יש סוגיות רגישות שבהן אין לאפשר לציבור שלא להיות בעל זכות הצבעה, שכן מדובר בהחלטות שיש להן השפעה מכרעת על השקעתו. כך גם, ההגבלה על סוגי מניות לעניין עסקאות עם בעלי שליטה עשויה לא רק להגן על המשקיעים כי אם גם על האמון בשוק ההון ובחברה.

41.3. קביעת פרק זמן ממועד ההנפקה בבורסה הזרה עד למועד בו יותר לחברה להירשם למסחר בבורסה בישראל, וזאת על מנת לוודא שהדבר לא נעשה כדי לעקוף את המגבלה בדבר שוויון זכויות בהצבעה

²¹ עמדת הרשות, בע"מ 13-14.

²² עמדת הרשות, בע"מ 14-15.

שחלה על חברות היוצאות להנפקה בישראל – מגבלה זו, המנויה בנספח ב' לעמדת הרשות, היא חשובה שכן אילולא היא תיידרש יתקיים החשש בדבר עקיפת המגבלה באופן מלאכותי, באופן שיהיה לא הוגן כלפי חברות ישראליות שיצאו להנפקה בישראל וכפופות לכלל בדבר שוויון זכויות הצבעה.

41.4. הטלת מגבלות על העברת המניות עם זכויות ההצבעה העדיפות – התנועה סבורה כי יש מקום לקבוע בחקיקה מגבלות על העברת המניות האמורות, שכן יש לתת הגנה למשקיעים אשר במועד השקעתם לא ידעו את זהות, הכישורים והמוניטין של אותו צד שלישי שיקבל לידיה את המושכות בחברה. כאמור, ככל שאנו סבורים כי יש מקום לאפשר ליזמים לבצר את השליטה כדי להגשים את החזון שלהם עבור החברה, ברי כי יש להגביל את העברת הזכויות האמורות לצד שלישי שיתכן שהמשקיעים אינם בוטחים בו.

42. זאת ועוד, לצד המגבלות שלעמדת התנועה יש לעגן בחקיקה, ובנוסף למגבלות השונות המפורטות בנספח ב' לעמדת הרשות, התנועה מציעה לשקול את האפשרות להטיל במידת הצורך מספר מגבלות נוספות:

42.1. לאפשר רישום למסחר של מניות של חברות עם גיוון מניות רק בתחומים עתירי ידע – ההצדקה לאפשר גיוון מניות היא לרוב בחברות הפועלות בתחומים עתירי ידע, דוגמת טכנולוגיה, בהן מדובר בפיתוח ארוך שדורש סבבי גיוס רבים, ויש ליזמים רצון לשמור על היכולת לכוון את פעילות החברה ולהגשים את החזון הטכנולוגי שלה. מנגד, ספק האם בחברות הפועלות בתחומים אחרים, דוגמת נדל"ן, יש לאפשר ביצור שליטה וזכויות הצבעה עדיפות, על כלל הסיכונים הכרוכים בכך למשקיעים. משכך, מוצע לבחון האם יש מקום להגבלה שנוגעת למבנה החברה, האסטרטגיה העסקית ותחומי פעילותה.

42.2. לאפשר רישום למסחר רק של חברות עם גיוון מניות ששומרות על יחס כח הצבעה מקסימלי, בדומה לתנאים שנקבעו בהונג קונג וסינגפור.²³

43. לחלופין, ככל שלא תתקבל עמדת התנועה כי יש מגבלות שנדרש לעגן גם בחקיקה, מוצע לקבוע כי התיקון יכנס לתוקף רק לאחר שהרשות תקבע את רשימת התנאים באמצעות תקנות שיהיו טעונות את אישור ועדת הכספים של הכנסת.

44. הצעה זו נדרשת על מנת להבטיח כי יוכלו להירשם למסחר בישראל חברות עם גיוון בסוגי מניות רק לאחר שהרשות תקבע את הכללים שיבטיחו את ההגנות הנדרשות. זאת ועוד, דרישת התקנת התקנות הטעונות אישור ועדת הכספים תבטיח כי יהיה דיון ציבורי על טיב התנאים, ושהכנסת והציבור יוכלו להשתתף בעיצובם.

סיכום

45. לסיכום, עמדת התנועה היא שככל שהרשות תוכיח באמצעות בדיקה אמפירית (פנייה לאותן חברות פוטנציאליות עם זיקה לישראל שנסחרות עם גיוון במניות), שהתיקון צפוי להניע אותן להיסחר בישראל – יש מקום לאפשר את התיקון המוצע על מנת להבטיח שהשוק הישראלי ימשיך להיות אטרקטיבי עבור משקיעים וחברות, נוכח המגמה העולמית המתרחבת של מסחר בחברות עם גיוון בסוגי מניות. יחד עם זאת, עמדת התנועה היא שיש לחוקק את התיקון בהוראת שעה למשך 5 שנים, לאחריה יבחנו השפעותיו. מעבר לזאת, בהצעת החוק ככל שתקודם יש לבצע את התיקונים הבאים:

²³ עמדת הרשות, בע"מ 14-15.

- 45.1. יש לכלול תנאים מחייבים בחקיקה ביחס לחברות עם גיוון מניות שיוכלו להיסחר בישראל, כלהלן :
חובות גילוי מרחיבות על הגיוון במניות ועל זהות המחזיקים במניות עם זכויות ההצבעה העודפות ;
סוגי נושאים בהם לא יותר גיוון בסוגי מניות (עסקאות עם בעלי שליטה ; רכישה עצמית ומחיקת
מניות מהרישום למסחר) ; פרק זמן מינימלי ממועד ההנפקה בחו"ל ועד למועד הרישום למסחר
בישראל ; הגבלות על העברת המניות עם זכויות ההצבעה העודפות.
- 45.2. לצד תנאים מחייבים אלו, תוקנה לרשות הסמכות לקבוע ככלים ומגבלות נוספים במידת הצורך,
דבר שיאפשר לימוד עם הזמן של השוק והפרקטיקה.
- 45.3. לחלופין, ככל שלא תאומץ עמדת התנועה בדבר קביעת המגבלות האמורות כבר במסגרת תיקון
החקיקה, מוצע כי התיקון יכנס לתוקף רק בכפוף להתקנת תקנות, באישור ועדת הכספים של
הכנסת, שיטילו מגבלות כאמור על רישום למסחר עם גיוון במניות.

בברכה ובכבוד רב,



טלילה דביר, עו"ד
האגף הכלכלי
התנועה למען איכות השלטון



אריאל ברזילי, עו"ד
ראש האגף הכלכלי
התנועה למען איכות השלטון