



## רשות ניירות ערך

# הצעת חקיקה בעניין רישום למסחר לא וולונטרי של מניות חברות זרות הנסחרות בחו"ל - לאחר הערות ציבור -

אנשי קשר:

רו"ח רון עמיחי; עו"ד קרן גיחז; עו"ד חנוך הגר

טל': 02-6556456, פקס: 02-6513646 דוא"ל : [seclaw@isa.gov.il](mailto:seclaw@isa.gov.il)

מרץ 2016

ביום 14.7.2015 פורסמה להערות ציבור הצעת חקיקה לאימוץ מנגנון רישום למסחר לא וולונטרי של מניות חברות הנסחרות בחו"ל (בהתאמה - "רישום לא וולונטרי" או "המנגנון", ו - "הצעת החקיקה הראשונית"). המנגנון יאפשר רישום למסחר בבורסה של מניות חברות זרות גדולות במיוחד הנסחרות בבורסות המרכזיות בחו"ל, מבלי שתידרש לכך הסכמתן או מעורבותן של החברות הרלוונטיות, ומבלי שיחולו על אותן חברות דרישות גילוי מכח חוק ניירות ערך ותקנותיו ופיקוח רשות ניירות ערך בעניינן.

מטרתו של המנגנון היא הגברת הנזילות בבורסה ושכלול שוק ההון המקומי, בין היתר באמצעות גיוון הנכסים הנסחרים, הגדלת מחזורי המסחר והפחתת עלויות העסקאות בניירות ערך זרים. עם זאת, למנגנון נלווים קשיים שונים, כפי שפורטו בהרחבה בהצעת החקיקה הראשונית. אי לכך הוצע לאמץ את המנגנון בישראל במתווה הכוללת תנאים ומגבלות שנועדו לצמצם את הקשיים האמורים.

להצעת החקיקה הראשונית, הכוללת פירוט של יתרונותיו וחסרונותיו של המנגנון, וכן הסברים בדבר הרציונאליים למתווה שהוצע, ראו באתר הרשות –

<http://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Proposed%20Legislation/Suggestions/Documents/14072015.pdf>

להצעת החקיקה הראשונית התקבלו הערות מ – 12 גורמים שונים. חלקן של ההערות מתייחסות לתנאי המנגנון כפי שהוצעו על-ידי הרשות וחלקן לחסרונותיו ויתרונותיו של המנגנון כפי שהוצגו בהצעת החקיקה (ואשר יש בהן כדי להשפיע על גיבוש תנאי המנגנון). ככלל, המגיבים תמכו בקידום ההצעה אם כי מרביתם הציעו להחיל בה שינויים מסוימים.

מסמך זה כולל שלושה חלקים: בחלק הראשון יוצג המתווה העדכני למנגנון כפי שגובש בעקבות הערות הציבור ודיוני המשך שקיים סגל הרשות בעניינן; בחלק השני יוצגו תיקוני החקיקה הנדרשים לשם עיגון המנגנון; ובחלק השלישי יובא ריכוז של הערות הציבור והתייחסות הרשות אליהן. בחלק השלישי תובא תחילה תמצית ההערות המרכזיות אשר נכללו אצל מרבית המגיבים ותגובת סגל הרשות להן, ובהמשך יובא פירוט של כלל הערות הציבור והתגובה להן.

## **א. מתווה המנגנון**

### **1. תנאים כלליים**

#### **(א) פתיחת המסחר במניות הזרות**

פתיחת האפשרות לסחור במניות הזרות תיעשה על-ידי הבורסה, אשר תהא רשאית לרשום למסחר מניות הנסחרות בבורסה זרה (כהגדרתה להלן), לאחר שבחנה ווידאה כי מתקיימים התנאים שנקבעו לצורך כך כפי שיפורטו להלן. עם פתיחת המסחר יוכלו המשקיעים לרכוש ולמכור מניות אלו, ככל נייר ערך אחר, באמצעות פלטפורמת המסחר של הבורסה.

(ב) מעורבות החברה הזרה בהליך הרישום

המסחר במניות על-פי המנגנון המוצע לא יחייב את הסכמתה או מעורבותה של החברה הזרה.

(ג) ציבור המשקיעים במניות הזרות

המסחר במניות הזרות לא יוגבל לציבור משקיעים מסוים אלא יהא פתוח לכלל המשקיעים – הן משקיעים קמעונאיים (Retail) והן גופים מוסדיים.

(ד) אי תחולה של חובות הגילוי לפי דיני ניירות ערך בישראל

הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו לעניין רישום ניירות ערך למסחר, לא יחולו על הרישום הלא וולונטרי. בהתאם לכך, לא יידרש גילוי אודות פעילות החברה הזרה – לא עם תחילת המסחר ולא לאחריו, ובכלל זה לא יידרש פרסום תשקיף או מסמך רישום אחר עם רישום מניות החברה הזרה למסחר, והאחרונה לא תחויב בדיווחים שוטפים על ענייניה עוקב לרישום כאמור.

בהקשר זה יובהר, כי הפטור האמור לא יחול בקשר עם עבירות הנוגעות למסחר בניירות ערך, להבדיל מעבירות גילוי. כך, יחולו בקשר עם המניות הזרות הנסחרות בבורסה האיסורים הנוגעים לשימוש במידע פנים (פרק ח'1 לחוק ניירות ערך) ולתרמית בקשר לניירות ערך (סעיף 54 לחוק ניירות ערך).

(ה) זכויות המחזיקים במניות הזרות

החזקה במניות החברה הזרה תהא החזקה ישירה והמחזיקים בהן יהיו זכאים לזכויות הנלוות דרך כלל למניות אלה בהן זכויות לדיבידנד וזכויות הצבעה באסיפות הכלליות של החברה הזרה. בהקשר זה, עשויות להיות נסיבות בהן פעולות שתבצע החברה הזרה במניותיה, כדוגמת הנפקת זכויות או הצעת רכש חליפין, תהווה דה פקטו הצעה לציבור בישראל, המחויבות ככלל בפרסום תשקיף. על כן מוצע לכלול גם פעולות מסוג זה הנעשות לאחר הרישום הלא וולונטרי, בפטור מכללי הגילוי לפי דיני ניירות ערך בישראל. עם זאת יובהר, כי ככל שתבוצע הצעת רכש חליפין על-ידי החברה הזרה, במסגרתה יוקצו למשקיעים בארץ ניירות ערך חדשים (אשר אינם נסחרים כבר בבורסה ושאינם יכולים להיסחר בה לפי תנאי מנגנון הרישום הלא וולונטרי), יוכלו המשקיעים לסחור בהם אך ורק בבורסות המקור בהן רשומים ניירות הערך למסחר.

**2. מגבלות על השימוש במנגנון**

כפי שפורט בהרחבה בהצעת החקיקה הראשונית, לצד יתרונותיו הפוטנציאליים כרוכים במנגנון של רישום לא וולונטרי סיכונים של ממש הן במישור ההשלכות הכלכליות שעלולות להיות לו על מבנה השוק והן במישור ההגנה על ציבור המשקיעים בישראל. להרחבה בעניין זה ראו בהצעת החקיקה.

לפיכך, על מנת להבטיח יישום זהיר של המודל המוצע תוך ניסיון לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל, כולל מתווה המנגנון מספר מגבלות הנוגעות למאפייני החברות שניתן יהא לרשום את מניותיהן למסחר, כמפורט להלן.

## 2.1. הבורסות המוכרות לצורך המנגנון

בהצעת החקיקה הראשונית הוצע להגביל את הרישום הלא וולונטרי לבורסות המוכרות לצורך הרישום הכפול, המנויות בתוספת השניה והשלישית לחוק ניירות ערך בלבד<sup>1</sup>.

בשים לב לייחודו של מנגנון הרישום הלא וולונטרי, וההבדלים בינו לבין מנגנון הרישום הכפול המחלישים את ההגנה שתינתן למשקיעים במסגרתו (בהיבטי גילוי ופיקוח) ביחס למנגנון הרישום הכפול (כמפורט בהרחבה בסעיף 4 להצעת החקיקה הראשונית), מוצע לצמצם את הבורסות שתוכרנה לצורך המנגנון לשתי הבורסות הגדולות ביותר בארה"ב. בורסות אלו הן: (1) New York Stock Exchange (NYSE); ו (2) Market National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) – Global Select ("הבורסה הזרה"). בורסות אלה מציבות סטנדרטים גבוהים ביחס למאפייני החברות שתוכלנה להיסחר בהן כתנאי סף לרישום למסחר, ומשמעת השוק ביחס לחברות הנסחרות בהן היא הגבוהה ביותר. בהתאם, ניתן לצפות כי איכות הגילוי הניתן על-ידי החברות הזרות הנסחרות בבורסות אלו גבוהה, ועל כן צמצום המנגנון לבורסות אלו בלבד עשוי להוות תחליף טוב יותר להגנה הניתנת לציבור המשקיעים בארץ מכוח דיני ניירות הערך המקומיים.

עם זאת, בהתאם להצעת החקיקה הראשונית, מוצע להחריג מתחולת המנגנון מניות של חברות הזכאיות בבורסת המקור להקלות ברגולציה החלה ככלל על רישום ניירות ערך למסחר בבורסה זו - ככל שמנצלות הקלות אלה. כך למשל, חברות המסווגות בארה"ב כ - Foreign Private Issuers<sup>2</sup>, ככל שאלו לא מדווחות מרצונן גם את הפרטים מהם הן פטורות. הקלות אלו מצביעות על כך שהחברות הללו אינן נתונות למשטר הפיקוח המלא בחו"ל, והן מכרסמות בהנחת ההסתמכות של הרשות על דיווחי החברות לפי הדין הזר ועל כן מערערות את הבסיס להכללת מניות אלה במנגנון המוצע<sup>3</sup>.

## 2.2. חברות שאינן ישראליות

מוצע להגביל את המנגנון לרישום מניות של חברות שאינן בעלות זיקה ישראלית. מגבלה זו נועדה למנוע את החשש אשר תואר בהצעת החקיקה הראשונית בעניין ייתור מנגנון הרישום הכפול והפגיעה בשוק ההנפקות המקומי.

<sup>1</sup> הבורסות המרכזיות בארה"ב – NYSE, AMEX, NASDAQ, NASDAQ Global Market, וכן - הרשימה המשנית ב-NASDAQ, וה London stock Exchange's Main Market, High Growth Segment בבורסת לונדון וה - Foreign Private Issuer מוגדר ב- Rule 3b-4 ל - Securities Exchange Act of 1934 ו - Rule 405 ל - Regulation C -

<sup>2</sup> Foreign Private Issuer מוגדר ב- Rule 3b-4 ל - Securities Exchange Act of 1934 ו - Rule 405 ל - Regulation C - כדלקמן: Securities Act of 1933

*Foreign private issuer.* (1) The term *foreign private issuer* means any foreign issuer other than a foreign government except an issuer meeting the following conditions as of the last business day of its most recently completed second fiscal quarter:

(i) More than 50 percent of the outstanding voting securities of such issuer are directly or indirectly owned of record by residents of the United States; and

(ii) Any of the following:

(A) The majority of the executive officers or directors are United States citizens or residents;

(B) More than 50 percent of the assets of the issuer are located in the United States; or

(C) The business of the issuer is administered principally in the United States

<sup>3</sup> לא מותר לציין כי מגבלה כאמור לא קיימת באשר לתאגידים הנרשמים למסחר לפי פרק ה'3 לחוק - תאגידי הרישום הכפול. ההבדל נובע משני מניעים - ראשית, מטרת פרק ה'3 הייתה להשיב תאגידי ישראלים שהנפיקו ונרשמו למסחר בארה"ב בלא להירשם למסחר גם בארץ. שנית, על תאגידי הרישום הכפול חלה מסגרת פיקוחית לפי חוק ניירות ערך.

בהצעת החקיקה הראשונית הוצע לקבוע כי חברה שאין לה זיקה לישראל היא חברה אשר למיטב הידיעה מקיימת לפחות את התנאים המצטברים הבאים:

(1) החברה התאגדה מחוץ לישראל;

(2) עיקר עסקי החברה מנוהלים מחוץ לישראל;

(3) רוב חברי הדירקטוריון או נושאי המשרה של החברה אינם תושבי או אזרחי ישראל; ו -

(4) יותר מ- 50% מנכסי החברה נמצאים מחוץ לישראל.

לאור החשיבות שמייחס סגל הרשות לתנאי זה כאמור לעיל וכמוסבר בחלק ג' למסמך זה, מוצע לקבוע רף גבוה יותר למבחני הזיקה, כך שחברה שאין לה זיקה לישראל היא חברה אשר למיטב הידיעה מקיימת לפחות את התנאים המצטברים הבאים:

(1) החברה התאגדה מחוץ לישראל;

(2) עסקי החברה, למעט פעילות שאינה מהותית, מנוהלים מחוץ לישראל;

(3) לפחות שני שלישי מחברי הדירקטוריון ונושאי המשרה של החברה אינם תושבי או אזרחי ישראל; ו -

(4) נכסי החברה, למעט נכסים שאינם מהותיים, נמצאים מחוץ לישראל.

לעניין הערות הציבור שהתקבלו בקשר למגבלה זו והתייחסות סגל הרשות אליהן, ראו להלן בחלק השלישי למסמך זה.

### 2.3. שווי שוק

(א) מוצע להגביל את המנגנון למניות חברות זרות בעלות שווי שוק העולה על של 100 מיליארד דולר.

כפי שנכתב בהצעת החקיקה הראשונית, למגבלה זו מספר תכליות: ראשית, באופן זה לא יהווה הרישום הלא וולונטרי מסלול חלופי למסלול הרישום הכפול, על כל ההשלכות הנלוות לכך; שנית, ההנחה היא כי ביחס לחברות אלו (כגון גוגל, אפל, קוקה קולה וכדומה) קיימים פיקוח ומשמעת שוק הדוקים בשוק הזר, כך שהפגיעה בציבור המשקיעים בישראל כתוצאה מהיעדר הגנות כלשהן מכוח הדין המקומי תצומצם; ושלישית, מגבלה זו תצמצם את היצע החברות שניתן יהא לרשום את מניותיהן למסחר במסגרת המנגנון, כך שיישמר יישום מבוקר וזהיר של המנגנון ויימנע מצב בו המסחר במניות שאינן מפוקחות יתפוס נתח גדול מהמסחר הכולל בבורסה.

לעניין הערות הציבור שהתקבלו בקשר למגבלה זו והתייחסות סגל הרשות אליהן, ראו להלן בחלק השלישי למסמך זה.

(ב) בהצעת החקיקה הראשונית הוצע להצמיד את רף שווי השוק של 100 מיליארד דולר לאחד ממדדי המניות המובילים על מנת שתישמר התאמתו לשינויים שעשויים לחול בשוק. בהתאם להערות שהתקבלו בעניין זה ועל מנת לפשט את המנגנון, הוחלט לבטל את ההצמדה למדד. במקביל הוחלט להפחית את רף היציאה מהמסחר במקרה של ירידה בשווי

שוק החברות הנסחרות במסגרת המנגנון, כמפורט בסעיף 3 להלן – הפחתה אשר תמנע שינויים תכופים במניות הנסחרות בשל ירידות בשוק.

#### 2.4. תקופת המסחר בבורסה הזרה

מוצע להגביל את המנגנון לרישום מניות של חברות הנסחרות לכל הפחות שנה בבורסה הזרה. תנאי זה נועד להבטיח ביסוסה של משמעת שוק בקשר לחברה ולמסחר במניותיה, ולוודא כי נתוני החברה, כמו גם נתוני המסחר במניותיה, יציבים דיים במועד רישום המניות למסחר בישראל – מסחר אשר צפוי כי מאפייניו ייגזרו, בעיקר, ממאפייני המסחר בחו"ל.

#### 2.5. עיקר המסחר במניות הזרות מתבצע בבורסה הזרה

בהצעת החקיקה הראשונית הוצע לקבוע כי הרישום הלא וולונטרי יתאפשר כל עוד מחזור המסחר במדינה בה פועלות הבורסות הזרות, מהווה במצטבר לפחות 55% מסך מחזור המסחר במניות אלו.

תנאי זה מהווה תנאי משלים למגבלה על שווי שוק מזערי לחברות הזרות שמניותיהן תוכלנה להיסחר בבורסה. כאמור, ההנחה היא שבחברות בעלות שווי שוק גבוה מאוד קיימים פיקוח ומשמעת שוק הדוקים בשוק הזר, באופן המבטיח את איכות הגילוי עליו מסתמכים המשקיעים בארץ. עם זאת, ייתכנו מצבים בהם חברות בעלות שווי שוק גבוה מאוד, נסחרות בבורסה זרה (המוכרת לצורך המנגנון דנן) במדינה מסוימת אך עיקר המסחר בהן מתקיים בבורסה/ות במדינה אחרת אשר כללי הרגולציה ורמת הפיקוח בהן אינם מספקים. במצב דברים זה יש להניח, כי האינטרס הפיקוחי של הרגולטור במדינה בה פועלת הבורסה הזרה, כמו גם משמעת השוק במדינה זו, יהיו פחותים מאלו אשר היו מתקיימים לו עיקר המסחר במניות היה מתנהל באותה מדינה, ויוצא אפוא שלא תושג המטרה לשמה נקבעה מגבלת השווי המזערי. על כן יש לוודא כי עיקר המסחר במניות החברות הזרות מתקיים במדינה בה פועלת הבורסה הזרה.<sup>4</sup>

לאחר דיונים נוספים שקיים סגל הרשות, ועל מנת להבטיח את תכליתו של תנאי זה, מוצע להגדיל את מחזור המסחר המינימאלי הנדרש במדינה בה פועלת הבורסה הזרה, ל – 80% מסך מחזור המסחר במניות.

### 3. מועדי בחינת תנאי המנגנון

על התנאים המגבילים המפורטים לעיל להתקיים הן במועד פתיחת המסחר לראשונה במניות הזרות, והן לאחריו.<sup>5</sup> בהתאם מוצע לקבוע כי הבורסה תבחן את קיומם של התנאים האמורים פעמיים בשנה, וככל שאחד או יותר אינם מתקיימים, תימחקנה המניות מן המסחר. כמו כן תימחקנה המניות, כל אימת שיופסק המסחר בהן בבורסה בחו"ל.

בהצעת החקיקה הראשונית הוצע כי רף היציאה מהבורסה יהא נמוך מרף הכניסה אליה והמניות שנרשמו במסגרת המנגנון תימחקנה מהמסחר רק אם שווי השוק שלהן בבורסה בחו"ל, בשני מועדים רצופים בהם נעשתה בחינת הבורסה, יהא נמוך מ – 90 מיליארד דולר. בעניין זה התקבלו הערות לפיהן רף היציאה מהמסחר במקרה של ירידה בשווי שוק צריך להיות נמוך יותר על מנת להקטין את אי

<sup>4</sup> לעיתים מתנהל חלק מהמסחר במניות שלא בבורסה כגון, בפלטפורמות מסחר ממוחשבות (ETS). לפיכך המגבלה בפועל מתייחסת להיקף המסחר במדינה בה הבורסה ממוקמת ולא רק בבורסה עצמה.

<sup>5</sup> זאת למעט התנאי לעניין תקופת המסחר במניות בבורסה הזרה אשר רלוונטי רק למועד רישום המניות למסחר לראשונה.

הודאות במסחר ולמנוע מחיקות ורישום מחדש בתדירות גבוהה. לפיכך מוצע כי רף היציאה מהמסחר יופחת ויעמוד על 60 מיליארד דולר.

#### **4. סוגיות נוספות הנוגעות ליישום המנגנון**

להשלמת התמונה יצוין, כי יישום המנגנון מעלה סוגיות נוספות הנוגעות לתפעול המסחר במניות של החברות הזרות, כדוגמת העברת דיווחי והודעות החברות הזרות למשקיעים המקומיים; ואופן תפעול השעיות או הפסקות מסחר במניות, בפרט בתגובה להשעיות או הפסקות מסחר בחו"ל. סוגיות אלה תוסדרנה במסגרת כללים שתקבע הבורסה בתקנונה ויאושרו על-ידי הרשות. הוראות בנושא סליקת ניירות הערך, בידול המסחר במניות הזרות מהמסחר הרגיל בבורסה ואזהרות לציבור ביחס לאופי ההסדר ייקבעו על-ידי הרשות לנוכח ההשלכות הישירות שיש להן על הגנת ציבור המשקיעים.

## ב. תיקוני החקיקה

להלן תיקוני החקיקה הנדרשים לצורך עיגון מנגנון הרישום הלא וולונטרי בהתאם למתווה ולתנאים כפי שתוארו לעיל:

### 1. פטור מתשקיף לפי חוק ניירות ערך

סעיף 15 לחוק ניירות ערך קובע כי לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על-פי תשקיף אשר הרשות התירה את פרסומו. החוק מגדיר "הצעה לציבור" כפעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך, ובכלל זה רישום ניירות ערך למסחר בבורסה.

בהתאם לכך, שימוש במנגנון הרישום הלא וולונטרי במסגרתו נרשמות המניות הזרות למסחר בבורסה, מהווה הצעה לציבור אותה יש לעשות על-פי תשקיף שקיבל את היתר הרשות. מאחר שכאמור לעיל, הצעת הרשות הנה לאפשר רישום לא וולונטרי, בין היתר, בפטור מתשקיף, מוצע להחריג מסעיף 15 לחוק רישום מניות למסחר על-ידי הבורסה הנעשה על-פי תנאי המנגנון. בנוסף, מוצע להחריג מסעיף 15 לחוק, הנפקת זכויות או הצעת רכש חליפין, הנעשות על-ידי התאגיד שמניותיו נרשמו למסחר בבורסה באמצעות המנגנון (לאחר שנרשמו למסחר) ובלבד שהן נעשות באופן שוויוני לכל בעלי המניות מן הסוג הרשום למסחר בבורסה. אף שבנסיבות אלו פעולות התאגיד תהווה זה פקטו הצעה לציבור בישראל, אותם השיקולים אשר עמדו בבסיס מתן הפטור מתשקיף לרישום המניות למסחר, רלוונטיים גם למתן פטור מתשקיף לפעולות אלו.

### 2. עיגון התנאים המרכזיים של המנגנון בחקיקה ראשית

מוצע לעגן בחקיקה ראשית את התנאים המרכזיים לרישום מניות למסחר באמצעות המנגנון – רישום מניות של תאגיד זר הנסחרות בבורסה זרה בלבד. כן מוצע להסמיך את הרשות לקבוע הוראות לעניין בידול בין המסחר בבורסה במניות שתירשמה באמצעות המנגנון לבין המסחר ביתר ניירות הערך הנסחרים, וזאת בשל הסיכונים הנלווים למנגנון.

בנוסף מוצעים התיקונים הבאים בחוק ניירות ערך:

- החרגת תחולת הוראות פרק ו' - מוצע לקבוע כי פרק ו' לחוק לא יחול לעניין מניות שנרשמו למסחר או נסחרות באמצעות המנגנון. פרק זה מסדיר את חובות הדיווח השוטף לרשות ולבורסה החלות על תאגיד שניירות הערך שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר. מכיוון שבמסגרת המנגנון תיסחרנה המניות הזרות בבורסה, יש להחריג את הרישום למסחר על-פי המנגנון מהוראות פרק זה.

- תיקון סעיף 46ב (שוויון בזכויות ההצבעה) - סעיף 46ב לחוק ניירות ערך קובע, בין היתר, כי לא תרשום בורסה למסחר בה מניות, אלא אם הבטיחה שבהון החברה שמניותיה נרשמות לראשונה, יש סוג מניות אחד בלבד המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב (למעט חריגים ייחודיים). מאחר שהרישום הלא וולונטרי ממילא אינו כפוף לפיקוח הרשות, ועל מנת למנוע דחיקתן של חברות שמניותיהן מקנות זכויות הצבעה שונות מחוץ לגבולות המנגנון, מוצע לתקן את הסעיף כך שלא יחול על רישום מניות למסחר על-פי מנגנון הרישום הלא וולונטרי.



**3. הוספת תקנות ניירות ערך (רישום למסחר על-ידי הבורסה של מניות תאגיד הנסחרות בבורסה זרה),  
התשע"ו-2016**

מוצע להתקין תקנות חדשות אשר תעגנה את התנאים המוצעים לרישום הלא וולונטרי (שלא עוגנו בחקיקה הראשית).  
**להלן נוסח תיקוני החקיקה המוצעים:**

## תיקון חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968

[...]

### פרק ג': תשקיף והיתר לפרסומו

15. (א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות.

(ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

15 ב. סעיף 15 לא יחול על פעולות אלה:

[...]

(א) רישום למסחר על ידי הבורסה בהתאם להוראות פרק ה'3א, של מניות תאגיד, שלא על פי בקשת התאגיד.

(ב) הצעה בדרך של זכויות הנעשית על-ידי התאגיד שמניותיו רשומות למסחר בבורסה לפי סעיף קטן (א), המופנית לכלל בעלי המניות מסוגן של המניות.

(ג) הצעה של ניירות ערך המופנית לכלל בעלי המניות מסוג המניות הרשומות למסחר של תאגיד כאמור בסעיף קטן (א), בתמורה למניותיהם.

[...]

### פרק ה'3א: רישום למסחר על ידי הבורסה של מניות תאגיד הנסחרות בבורסה זרה

135ג. הבורסה רשאית לרשום למסחר מניות של תאגיד אם התקיימו כל אלה:

(א) המניות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך המנויה בתוספת השניה א' (להלן – "בורסה זרה");

(ב) לתאגיד אין זיקה של ממש לישראל, ולעניין זה הוא מקיים בין היתר את כל אלה:

(1) התאגד מחוץ לישראל;

(2) ניהול עסקיו, למעט פעילות שאינה מהותית, נעשה מחוץ לישראל;

(3) רוב חברי הדירקטוריון ונושאי המשרה של התאגיד אינם תושבי או אזרחי ישראל;

(4) נכסי התאגיד, למעט נכסים שאינם מהותיים, נמצאים מחוץ לישראל;

(ג) הרישום נעשה לפי הוראות ותנאים שקבע שר האוצר בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת.

135ג2. הוראות פרק ו' לא יחולו לעניין מניות שנרשמו למסחר לפי פרק זה.

135ג3. הרשות תקבע הוראות לעניין בידול ואזהרות לציבור בנוגע למסחר במניות שנרשמו למסחר לפי פרק זה; הודעה על פרסום הוראות כאמור ומועד תחילתן תפורסם ברשומות.

135ג4. שר האוצר, לפי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת יקבע הוראות לעניין אגרות שתשלם הבורסה עבור רישום ומסחר במניות לפי פרק זה;

[...]

46ב. (א) לא תרשום בורסה למסחר בה מניות או ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש במניות, אלא אם כן ראתה כי הובטחו תנאים אלה:

(1) לענין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר - בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב; תנאי זה לא יחול על מניות מדינה מיוחדות; אין בהוראה זו כדי למנוע את החברה מלהנפיק מניות בכורה, ובלבד שחלפה שנה מיום שמניותיה נרשמו לראשונה למסחר;

(2) לענין חברה רשומה כמשמעותה בסעיף 46(א)(4) - כל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה; אין בהוראה זו כדי למנוע חברה רשומה שיש בהונה רק סוגי מניות המותרות לפי פסקה (1) מלהנפיק מניות בכורה החל ביום כ"ה בטבת תשנ"ב (1 בינואר 1992) או בתום שנה מן היום שבו היו בהונה רק מניות כאמור, לפי המאוחר.

(ב) בסעיף זה –

"מניות בכורה" - מניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה; "מניות מדינה מיוחדות" - מניות שהמשלה החליטה כי הן דרושות לה לצורך שמירה על ענין חיוני, והמקנות לה זכויות מיוחדות כפי שקבעה המשלה בהחלטתה לפני הרישום למסחר.

(ג) הוראות סעיף זה לא יחולו על רישום מניות למסחר לפי פרק ה'א3.

[...]

#### תוספת שניה 'א'

(סעיף 1גל35)

#### בורסות זרה

1. New York Stock Exchange (NYSE)

2. National Association of Securities Dealers Automated Quotation Global Select (NASDAQ) – Market

(\*\*) תחילתו של חוק זה במועד תחילתן של הוראות לפי סעיף 1גל35 ו- 4גל35, לפי המאוחר.

## תקנות ניירות ערך (רישום למסחר על-ידי הבורסה של מניות תאגיד הנסחרות בבורסה זרה), תשע"ו-2016

בתוקף סמכותי לפי סעיף 15ב(6) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן - החוק), אני מתקין תקנות אלה:

### 1. בתקנות אלה –

"התאגיד" - תאגיד שמניותיו רשומות למסחר בבורסה לפי תקנות אלה;  
"הדין הזר" – הדין החל על תאגיד בשל רישום מניותיו למסחר בבורסה זרה, לרבות כללי אותה בורסה זרה;

"המועד הקובע" - 1 בינואר ו- 1 ביוני של כל שנה קלנדארית.

"שווי מניות התאגיד בבורסה הזרה" - ממוצע מחירי הסגירה של המניות כפי שנקבעו בבורסה הזרה בעשרים הימים הרצופים שבהם התנהל מסחר במניות האמורות, ואשר היום האחרון בהם הוא היום שקדם ליום הרישום או למועד הקובע - מוכפל במספר המניות כפי שהיה ביום המסחר האחרון שקדם ליום הרישום או למועד הקובע; הבורסה תקבע כללים לעניין אירועים המחייבים התאמה בחישוב שווי המניות, לרבות פיצול מניות, חלוקת מניות הטבה ואיחוד הון.

### 2. (א) הבורסה רשאית לרשום למסחר מניות של תאגיד לפי פרק ה'3א, אם התקיימו כל אלה:

- (1) שווי מניות התאגיד בבורסה הזרה גבוה מ- 100 מליארד דולר ארה"ב;
  - (2) אם התאגיד זכאי להקלות בחובות הדיווח לפי הדין הזר, הוא אינו עושה בהן שימוש;
  - (3) מחזור המסחר במניות התאגיד במדינה בה מצויה הבורסה הזרה (אחת או יותר), מהווה במצטבר 80% לפחות מסך מחזור המסחר במניות;
  - (4) טרם הרישום נסחרו מניות התאגיד בבורסה זרה במשך שנה לפחות.
- (ב) הבורסה תבחן את התקיימותם של התנאים המנויים בתקנת משנה (א) במועד רישום המניות למסחר ובמועד הקובע.

### 3. הבורסה תרשום את המניות למסחר לפי תקנה 2, רק אם -

- (1) ניתן לקיים הסדרי סליקה הולמים במניות;
- (2) המניות שירשמו למסחר יוחזקו בחשבון על שם מסלקת הבורסה במסלקה הסולקת את מניות התאגיד.

### 4. הבורסה תמחק מהרישום למסחר מניות הרשומות למסחר לפי תקנה 2, אם –

- (1) מניות התאגיד נמחקו מהמסחר בבורסה הזרה; הבורסה תקבע כללים לעניין מועד המחיקה לפי פסקה זו, ובלבד שיהיה תוך זמן סביר בהתחשב בעניינם של ציבור המשקיעים;
- (2) לא התקיים תנאי מהתנאים הקבועים בתקנה 2(א)1, (3) ו-4) במועד הקובע;
- (3) שווי מניות התאגיד בבורסה הזרה נמוך מ- 60 מליארד דולר ארה"ב בשני מועדים קבועים רצופים.

### 5. אגרות

[ישראל בהמשך]

## ג. הערות הציבור והתייחסות סגל הרשות אליהן

### 1. חלק ראשון – תמצית ההערות המרכזיות ותגובת הרשות אליהן

להלן תוצג תמצית הערות המרכזיות אשר נכללו אצל מרבית המגיבים להצעת החקיקה הראשונית והתייחסות סגל הרשות להערות אלו.

בפתח הדברים יוער, כי במסגרת גיבוש התייחסות סגל הרשות להערות אלו, ניתן משקל, בין היתר, לביקורת הציבורית שנשמעה על רקע כניסתן לאחרונה של מספר חברות זרות לבורסה הישראלית באמצעות הסדר הרישום הכפול, בהן החברות ביוטיים, נבידאה ומנקיינד קורפוריישן. בשל שווי השוק הגבוה של חברות אלו ביחס לחברות הנסחרות כיום בבורסה, רישום מנייתיהן למסחר הביא לכניסתן למדד ת"א-100. כניסה זו עוררה טענות קשות, לרבות מצד גופים העוסקים במעקב אחר מדדי המניות בבורסה<sup>6</sup>. עיקרי הטענות היו כי כניסת החברות הזרות למדדים המובילים תביא לדחיקתן של החברות הישראליות ממדדים אלו וכפועל יוצא עלולה להביא לפגיעה קשה בהיקפי המסחר של האחרונות. עוד נטען כי החברות הזרות, שסובלות ממחזורי מסחר נמוכים בחו"ל, מצליחות ליהנות מנזילות גבוהה ומסחר ער בישראל בשל אילוץ תעודות הסל להתכנסות במניות החברות הכלולות במדד. זאת, באמצעות רכישה אוטומטית של מניותיהן מכספי ציבור, ללא הפעלת שיקול דעת לבחינת כדאיות ההשקעה במניות והערכת הסיכונים הנלווים לה. לצד זאת טענו, כי בנסיבות אלו יגדל חלקן של החברות הזרות בתיקי המניות של הגופים המוסדיים, עד כי שוק ההון הישראלי יהפוך להיות מוטה השקעות חו"ל, והדבר יפגע בסופו של דבר במשק הישראלי כולו. לבסוף עלתה ביקורת על שאיפתה של הבורסה להביא לשוק חברות זרות בעלות סטנדרטים נמוכים של ממשל תאגידי ופעילות כלכלית מסוכנת, הנכנסות לבורסה ללא כל מסננת - הן בפן הרגולטורי והן בפן של בחינת ההשקעה ותמחורה. טיעונים אלו עשויים להיות רלוונטיים גם למסגרת השיקולים הנוגעת למנגנון המוצע, ועל כן עמדו ברקע גיבוש החלטות הסגל בעניינו.

#### 1.1 הגבלת הרישום הלא וולונטרי למניות חברות להן שווי שוק גבוה מ- 100 מיליארד דולר

מרבית המגיבים התנגדו למגבלה האמורה. עיקרי הטעמים להתנגדות נגעו לחשש כי בשל הרף הגבוה, מספר חברות קטן יחסית יעמוד במגבלה ותכלית התיקון לא תושג. כמו כן נטען כי בשל ההיצע המצומצם, חלקם הגדול של המשקיעים לא יפצל את המסחר בין הבורסה בתל-אביב לבורסה הזרה, אלא יבצע את כל פעילות המסחר שלו בחו"ל; כי המגבלה לא תשיג את תכליתה, דהיינו לא תספק הגנה נוספת למשקיעים, משום שאין בהכרח מתאם בין גודל החברה ובין דרישות הרגולציה והיקף הפיקוח או הסיקור לו היא זוכה; וכי התועלת השולית ברגולציה או בפיקוח ביחס לחברות בשווי של 100 מיליארד דולר אינה גבוהה יותר מחברות להן שווי שוק נמוך בהרבה.

מספר מגיבים הציעו מגבלה חלופית למגבלה שהוצעה. חלק מהמגיבים הציעו להציב מגבלה בסכום נמוך יותר וחלקם הציעו לאפשר מסחר במניות הכלולות במדד ה- S&P 500, בהיותו מדד מרכזי

<sup>6</sup> כלכליסט "הרישום הכפול עושה שמות: מנקיינד מאיימת על הבינלאומי במדד ת"א-25" (25.10.15) <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3671766,00.html> ; כלכליסט "פתאום לוקחים לחברות הביומד את הבכורה" (28.10.15) - <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3672046,00.html> ; The Marker "דרישה מהבורסה: לא לאפשר לחברות ברישום כפול להיכנס למדדים באופן אוטומטי" (26.10.15) - <http://www.themarker.com/markets/1.2761058> ; גלובס "המשקיע המוסדי הגדול בישראל שכנראה לא שמעתם עליו" (17.11.15) - <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001081458#FromSearchPage> .

המשמש בסיס להשקעות רבות בחברות בארה"ב והמציב תנאי כניסה העשויים לספק הגנה מתאימה יותר למשקיעים.

### התייחסות סגל הרשות

**לעמדת סגל הרשות לא נכון להקל במגבלת שווי השוק.** הסגל סבור כי מגבלה של שווי שוק גבוה במיוחד, המצמצמת משמעותית את היצע החברות שניתן יהיה לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה (כמו גם את סוג החברות – בהתאם לגודלן), הנה הכרחית.

מנגנון הרישום הלא וולונטרי מהווה הסדר ייחודי וחריג בשוק ההון הישראלי, הנסוג מעקרונות יסוד בדיני ניירות הערך לפיהם רישום מניות למסחר ייעשה תחת מעטה ההגנה שמספק חוק ניירות ערך ובכלל זה הפיקוח של הרשות. בין היתר מחייב החוק כי רישום למסחר ייעשה על-פי תשקיף שהתירה הרשות, שלאחריו יהפוך התאגיד שמניותיו נרשמו למסחר לתאגיד מדווח אשר יחויב בגילוי שוטף לציבור המשקיעים תוך כפיפות לפיקוח הרשות. המנגנון הוצע ככלי לשיפור נזילות הבורסה על רקע השפל במחזורי המסחר בה בשנים האחרונות, אולם ככלי חריג שנועד לספק מענה למצב חריג, חשוב להקפיד הקפדה יתרה כי לא יהפוך לכלל. הדבר יושג רק אם יוצבו גבולות ברורים ונוקשים למנגנון אשר ימנעו שימוש נפרץ בו. יש להדגיש כי בשל פשטות ההליך לרישום המניות הזרות למסחר בישראל, אשר יכול להיעשות בהחלטה מסחרית של הבורסה, קיים פוטנציאל בלתי מוגבל למנגנון. לפיכך קיים חשש ממשי שללא מגבלה משמעותית על שווי שוק החברות שתיכנסנה למנגנון, תירשמנה למסחר מניות של חברות זרות רבות אשר תתפוסנה נתח גדול מהמסחר הכולל בבורסה. התוצאה תהא אפוא כי עיקר המסחר בבורסה ייעשה באופן לא מפקח, ולכך עלולות להיות תוצאות הרסניות על שוק ההון הישראלי ואמון המשקיעים בו.

לצד זאת, קיים החשש מפני פגיעה בשוק ההנפקות המקומי ובחברות הנסחרות כיום בבורסה, בשל אפשרות הסטת כספי המשקיעים מחברות אלו להשקעה במניות הזרות – פגיעה שתהא קשה יותר ככל שהיצע המניות הזרות יגדל. חברות המסוגלות (ומעוניינות) להנפיק בישראל בלבד יידחקו לקרן זוית תוך פגיעה באינטרס ובהיתכנות הכלכלית לבצע הנפקות כאמור, כך שיאלצו לפנות לערוצי מימון אלטרנטיביים (בנקים, הנפקות פרטיות).

בשל אופיו הייחודי של המנגנון המוצע יש ליישמו בזהירות תוך בחינת השפעותיו ובאופן שיבטיח כי תוצאותיו תהיינה הפיכות. הקלה במגבלה זו כמוצע על-ידי המעירים, תגדיל את היצע החברות באופן ניכר, תערער את גבולות המנגנון, ועלולה להביא לתוצאות שיהא קשה לתקן לאחר מכן.

### **1.2. הגבלת הרישום הלא וולונטרי לחברות שאינן בעלות זיקה ישראלית**

מרבית המגיבים התנגדו למגבלה זו. עיקרי הטעמים לכך היו כי לציבור בישראל זיקה טבעית, נגישות והיכרות עם החברות הישראליות ההופכות את ההשקעה בחברות אלו לאטרקטיבית יותר וכן מאפשרות ביצוע אנליזה טובה יותר לגביהן, באופן שיהפוך את רישומן למסחר לאפקטיבי יותר; כי כיום הבורסה אינה משקפת את הכלכלה הישראלית, משום שחברות רבות, בעיקר חברות טכנולוגיות, בוחרות להירשם למסחר בבורסות מחוץ לישראל, ורישום לא וולונטרי בחברות אלו עשוי לרפא בעיה זו; כי אין לחשוש שמתן האפשרות לרישום לא וולונטרי יפגע במנגנון הרישום הכפול, שכן למנגנון האחרון יתרונות שיעדרו ממנגנון הרישום הלא וולונטרי (למשל אפשרות גיוס הון / חוב בשוק ההון הישראלי); וכן כי כיום אין פוטנציאל משמעותי לרישום הכפול וכי לאורך זמן

הרישום הלא וולונטרי עשוי להרחיב את ההכרות עם שוק ההון הישראלי, להקל על הרישום הכפול ובכך דווקא לעודד את הרישום הכפול.

### התייחסות סגל הרשות

**לעמדת סגל הרשות לא נכון לאפשר רישום מניות של חברות ישראליות.** אף שסגל הרשות ער לחלק מהיתרונות הפוטנציאליים בפתיחת המנגנון לחברות ישראליות, נראה כי החששות אשר הועלו בהצעת החקיקה הראשונית הנוגעות להשלכות הצפויות של פתיחת המנגנון לחברות ישראליות מצדיקים את קביעת המגבלה.

**ראשית,** פתיחת המנגנון לרישום חברות בעלות זיקה ישראלית תגדיל את מספר החברות אשר מניותיהן תיסחרנה במסגרתו. הבורסה עצמה ביקשה כי המנגנון יהיה עבור חברות ישראליות מתוך תפישה כי ציבור המשקיעים בישראל יתעניין בו יותר. יתרון זה בתפישת הבורסה משקף למעשה את הסיכון כי חלק ניכר מהשוק יהפוך להיות לא מפוקח, באופן הפוגע באיכות ההגנה למשקיעים בישראל.

**שנית,** אפשרות רישום לא וולונטרי בבורסה של חברות בעלות זיקה ישראלית עלולה להביא חברות אלו הרשומות כיום ברישום כפול, או חברות כאמור בעלות פוטנציאל לרישום כזה, להעדיף את רישום מניותיהן למסחר באמצעות המנגנון החדש, אשר יהא אטרקטיבי יותר עבורן. בכך נחמיץ את יתרונותיו של הסדר הרישום הכפול לעומת הרישום הלא וולונטרי – יכולת אכיפה של המשקיעים כלפי אותן חברות וכן פיקוח, גם אם חלקי, של הרשות על חברות אלו. יש לזכור, כי כבר בעת קיום הדיונים באשר לאפשרות חקיקת הסדר הרישום הכפול ביקשה הבורסה כי חוק ניירות ערך כלל לא יחול על חברות שיירשמו באופן זה. מולה טענה רשות ניירות ערך, כמו גם גורמים נוספים שהיו מעורבים בדיונים, כי אסור שההסדר ישאיר את ציבור המשקיעים ללא כל הגנה שכן מדובר על מסחר שיתנהל בישראל. דעת סגל הרשות היא כי טענה בסיסית זו נכונה היום כמו אז. לפיכך דרך המלך למסחר במניות חברות ישראליות הנסחרות גם בבורסות בחו"ל, היתה וצריכה להיות, באמצעות הסדר הרישום הכפול המעניק הקלות לחברות אלו לצד מנגנוני הגנה מסוימים למשקיעים.

נדגיש כי במסגרת הערות הציבור לא הוצגו, לעמדת סגל הרשות, טיעונים שיש בהם כדי לשפוך אור חדש באשר לסוגיה זו, וראו לעניין זה התייחסויות פרטניות של הסגל להערות שניתנו בעניין.

**שלישית,** פתיחת הרישום הלא וולונטרי לחברות ישראליות מעלה חשש לפגיעה בשוק ההנפקות המקומי, שכן הדבר עלול ליצור תמריץ לחברות הישראליות לבכר הנפקת מניות בבורסות בחו"ל חלף הנפקה אפשרית בישראל, תחת ההנחה כי מהלך זה יאפשר רישום למסחר של מניותיהן באופן אוטומטי (בחזקת "שתי ציפורים במכה אחת"). התוצאה תהא הסטתן של חברות אלו לשווקים זרים, תוך פגיעה בנגישות המשקיעים בישראל להנפקות של חברות ישראליות ובשחקנים האחרים הנוטלים חלק בתהליכי ההנפקה בישראל (כגון חתמים, עורכי דין, יועצי הנפקות וכד').

**2. חלק שני – ריכוז מלוא הערות הציבור והתייחסות הרשות אליהן**

להלן פירוט הערות הציבור שנתקבלו והתייחסות סגל הרשות אליהן.

אלא אם כן נאמר מפורשות אחרת, משמעות המונחים בהם נעשה שימוש להלן תהיה כהגדרתם בהצעת החקיקה הראשונית.

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
<b>הערות הנוגעות לתנאי המנגנון</b>				
ראו התייחסות בחלק הראשון לעיל.	<p>1. היצע החברות הרלוונטיות למנגנון נמוך מ – 50.</p> <p>2. אין סינרגיה בין חברות אלה לבין יתר החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב.</p> <p>3. בשל network effects הנזילות בחו"ל תהיה גדולה הרבה יותר והעלויות (spreads) נמוכות יותר.</p> <p>4. המוטיבציה של חברות "אלגו-אירופאיות" לסחור בחברות אלו (בש"ח) בבורסה בתל-אביב תהא מצומצמת מאוד וכנראה לא קיימת. העניין בחברות אלו כנראה יצטמצם למשקיעי retail קטנים, אם בכלל.</p> <p>5. חברות בעלות שווי שוק של 100 מיליארד דולר אינן בטוחות יותר למשקיעים – הפוטנציאל להסתיר, לטייח ולרמות גדול יותר בחברה גדולה ומורכבת שכן מבנה חברה מורכב מאפשר להסתיר יותר; האמון המוגבר של משקיעים / בנקים / גורמים פיננסיים מאפשר לתרמית להימשך זמן רב יותר בשל זמינות מימון,</p>	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. & Infinigon Ltd.	<b>1. הגבלת הרישום הלא ולונטרי למניות חברות זרות בעלות שווי שוק הגבוה מ – 100 מיליארד דולר</b>	



התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
	<p>מורכבות האחזקות והאפשרות לשעבד נכסים תמורת הגדלת המימון; היכולת לשחד שומרי סף חיצוניים (ופנימיים) גדל באופן לינארי עם גודל החברה.</p> <p>הרף שנקבע הוא כה גבוה כך שהמגבלה עלולה לרוקן מתוכן את תכלית המנגנון – הנגשת המסחר בניירות ערך זרים לתושבי ישראל, עידוד המסחר בבורסה ושכלול שוק ההון המקומי על בסיס סינרגיה בין המסחר בניירות הערך הזרים לאלו המקומיים.</p> <p><b>הצעה למגבלה חלופית –</b></p> <p>הגבלת המנגנון לחברות הנמנות על מדד S&amp;P 500 אשר תנאי הכניסה אליו כוללים, בין היתר, שווי שוק של למעלה מ- 5.3 מיליארד דולר, רמת נזילות הולמת, דיווח כחברה אמריקאית ויציבות פיננסית.</p>	פרופ' שרון חנס	
<p>ראו התייחסות בחלק הראשון לעיל.</p> <p>לעניין ההערה בסעיף 3 - אף שבפועל הרישום הכפול משמש בעיקר חברות ישראליות, הוא אינו פתוח רק לחברות שהתאגדו בישראל (ראה סעיף 335 לחוק ניירות ערך).</p>	<p>1. המגבלה אינה חיונית להשגת מטרות הרשות בהצעת החקיקה ועלולה להכשיל את המנגנון בשל פוטנציאל החברות הקטן שהוא מאפשר.</p> <p>2. חלק מהחברות לא צפויות לעורר עניין אצל משקיעים בישראל מאחר שאין להן פעילות בישראל ואינן מוכרות בישראל; חלק מהחברות פועלות בענפים שיש בהם כבר ייצוג חברות עודף בבורסה (כגון פרמצבטיקה ופיננסים).</p> <p>3. החשש בבסיס המגבלה כי המנגנון יהווה מסלול חלופי להסדר הרישום הכפול נמנע בהינתן שהמנגנון מוגבל גם לחברות ללא זיקה לישראל, מאחר שהרישום הכפול רלוונטי רק לחברות בעלות זיקה לישראל.</p> <p>4. לא קיימים הבדלים ברגולציה או בפיקוח של חברות אמריקאיות דווקא ברף גודל של מעל 100</p>	פרופ' דן וויס	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
	<p>מיליארד דולר שווי שוק. לעומת זאת, ה- SEC קבעה רף גודל נמוך משמעותית לצורך מטרות דומות (דרישות דיווח מחמירות ואינדיקציה לרמת פיקוח ומשמעת שוק גבוהה) - "Large Accelerated Filer" המוגדרות כחברות בעלות שווי שוק של לפחות 700 מיליון דולר המוחזק על-ידי non-affiliates.</p> <p><b>הצעה למגבלה חלופית –</b></p> <p>- בדומה להגדרת "Large Accelerated Filer" - שווי שוק מינימאלי של 700 מיליון דולר המוחזק על-ידי non-affiliates ; או</p> <p>- חברות הכלולות במדד S&amp;P 500.</p>		
	<p><b>הצעה למגבלה חלופית –</b></p> <p>שווי שוק של לפחות 150 מיליון דולר.</p>	ילין לפידות, בית השקעות	
	<p>ישנן הרבה חברות גדולות, מפורסמות וסחירות שלא יירשמו למסחר עקב המגבלה.</p> <p><b>הצעה למגבלה חלופית –</b></p> <p>שווי שוק מינימאלי של 25 מיליארד דולר.</p>	רמי תמרי, מרץ השקעות	
	<p>המגבלה מציבה חסם גבוה מידי שיתיר מחוץ למנגנון תאגידיים איתנים ומוצלחים. מתן האפשרות לציבור המשקיעים בישראל להשקיע במניות</p>	איגוד מנהלי קרנות להשקעות	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
	תאגידיים כאלה תייצר אפשרות השקעה מוצלחת בסיכון נמוך, דבר שייטיב הן עם ציבור המשקיעים והן עם אותם תאגידיים.	בנאמנות	
	המגבלה חוטאת למטרת המנגנון שבהינתנה ישמש לקבוצה מצומצמת של חברות.	איגוד הברוקרים בבורסה בתל-אביב (TBA)	
ראו התייחסות בחלק הראשון לעיל.	1. מבחינת כללי רגולציה בחו"ל אין ולא צריך להיות הבדל בין חברה ששוויה 100 מיליארד דולר לבין חברה קטנה יותר. 2. במסגרת פרק ה'3 לחוק ניירות ערך כבר הכירה הרשות והמחוקק בעובדה שמערכת הדינים והגופים הרגולטוריים המפקחים על חברות בבורסות ספציפיות בחו"ל הינם ראויים ויש בהם כדי לספק את ההגנה הנדרשת למשקיעים בישראל, וזאת ללא הגבלה על שווי ניירות הערך של החברה הנסחרת.	נשיץ ברנדס אמיר, עורכי-דין	
ראו התייחסות בחלק הראשון לעיל.	<b>הצעה למגבלה חלופית –</b> קביעת מגבלת שווי שוק של 50 מיליארד דולר. רף זה, מחד, ישמור על תכלית המגבלה כמפורט בהצעת החקיקה, ומאידך יאפשר חשיפה רחבה יותר למניות גדולות ו"כבדות". בנוסף, על מנת להקטין את החשש המגולם במגבלת שווי השוק, ניתן לקבוע כי	ברק קפיטל	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
	<p>בחינת שווי השוק תבוצע לא רק ב- 20 ימי מסחר אלא על פני תקופה ארוכה יותר של 120 יום.</p> <p>1. המגבלה אינה מאפשרת למשקיע הישראלי המעוניין להשקיע בחו"ל, להסתפק במסחר בארץ. חלק גדול מהמשקיעים שייאלצו להשקיע בחו"ל לא יפצלו את המסחר בין הבורסה בתל-אביב לבורסה הזרה, אלא יבצעו את כל פעילות המסחר שלהם בחו"ל.</p> <p>2. לעניין החשש בבסיס המגבלה כי המנגנון יהווה מסלול חלופי להסדר הכפול – די במגבלות האחרות שנקבעו בהצעת החקיקה ואין צורך בשכבת ההגנה הנוספת שמספקת מגבלת שווי השוק.</p> <p><b>הצעה למגבלה חלופית -</b></p> <p>הגבלת המנגנון לחברות הנמנות על המדדים המובילים בארה"ב.</p> <p>מגבלה זו משיגה את המטרות בבסיס הצעת החקיקה ויחד עם זאת מספקת למשקיעים הזדמנות ממשית להפחית את עלויות המסחר במניות זרות ולהגדיל את גיוון תיק השקעות שלהם מבלי לעזוב את תל-אביב.</p>	פרופ' עמרי ידלין		
ההערה מקובלת. הוחלט לבטל את הצמדת רף שווי השוק למדד S&P 500.	מגבלת שווי שוק גבוהה דיה גם למקרה שהמדד יעלה. בנוסף, ייתכן רישום לא וולונטרי של מניות חברות שאינן אמריקאיות ולכן למדד S&P 500 יש רלוונטיות מוגבלת לגביהן.	פרו' שרון חנס		
ההערות מקובלות. הוחלט להעמיד את רף היציאה מהמסחר במסגרת המנגנון, על שווי שוק	<b>הצעה חלופית –</b> מחיקה מהמסחר במקרה של פער שלילי של מעל	רמי תמרי, מרץ השקעות	<b>מחיקת הרישום מניות הלא</b>	.2

התנייחות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה		
הנמוך מ – 60 מיליארד דולר.	50% בשווי שוק.	שוק צריך להיות במרווח מהותי מרף הכניסה על מנת להקטין את אי הודאות במסחר ושינויים תכופים במניות הנסחרות.	וולונטרי מהמסחר בשל ירידה בשווי שוק		
	-----				
	הצעה חלופית – מחיקה מהמסחר במקרה של פער שלילי של מעל 40% בשווי שוק.				
ראו ההתייחות בחלק הראשון לעיל.	<p>חברות בעלות זיקה ישראלית מעניינות מאוד מבחינה מסחרית; אחת הבעיות הגדולות בבורסה היא שמדדיה אינם משקפים את הכלכלה הישראלית - חלק גדול מהחברות הישראליות אינן נסחרות בה, וכמות לא גדולה של חברות ישראליות הנסחרות בבורסה מתרכזות ב"כלכלה ישנה" (פיננסיים ותעשייה). למשקיע הבוחר להיחשף לישראל יש היצע גדול של סחורה הזמינה ממילא בארה"ב (בעיקר). רישום למסחר של מניות חברות בעלות זיקה ישראלית צפוי להגדיל משמעותית את המחזורים בתל-אביב, למשוך קהל פעילים נוסף שיכול להיחשף לכלל השוק הישראלי במקום אחד, להגדיל את היקף ההנפקות ולחזק את האינטרס הציבורי.</p> <p>מחד, לציבור בישראל יש עניין מוגבר בחברות ישראליות הנובע מהיכרות טובה יותר של החברות לעומת חברות זרות, ולהכללת חברות בעלות פעילות פיזית בישראל במסגרת המנגנון יש כדי לתרום בעקיפין לפיתוח המשק בישראל.</p> <p>מנגד, ער לחשש שההסדר המוצע ינגוס במוטיבציה של חברות אלו לרישום וולונטרי למסחר בישראל.</p>	נכון לאפשר רישום לא וולונטרי של חברות בעלות זיקה ישראלית	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. & Infinigon Ltd.	הגבלת הלא לחברות בעלות ישראלית הרישום וולונטרי שאינן זיקה	3.
		פרופ' שרון חנס			

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
	<p><b>באיזון בין השיקולים</b> - נוטה למסקנה שהיתרונות ברישום לא וולונטרי של חברות בעלות זיקה ישראלית עולים על החסרונות. לכן מציע לשקול להקל במגבלה זו.</p> <p>עיקר התועלת לשוק ההון הישראלי תנבע דווקא מרישום למסחר של חברות ישראליות המונפקות בחו"ל או חברות בעלות זיקה ישראלית –</p> <p>1. בחברות אלו המשקיע הישראלי יכול לבצע אנליזה שאינה נופלת מזו של משקיע זר וקיימת לו האפשרות לפעול מול החברה באופן ישיר.</p> <p>2. רישום של חברות מסוג זה יחזק את הקשר של אותן חברות למדינת ישראל ולשוק ההון הישראלי. הכרות המשקיעים הישראלים והגדלת משקלם באחזקות החברות עשויה לדרבן אותן לבצע גיוסים עתידיים בארץ ע"פ תשקיף ובכך לתרום הן להגדלת נפח המסחר בבורסה הישראלית והן לגיוס מקורות לצמחית החברות ודרכן לצמיחת המשק הישראלי כולו.</p>	<p>ילין לפידות, בית השקעות</p>	
	<p>ישנה חשיבות רבה גם ברישומן למסחר ברישום לא וולונטרי של מניות תאגידיים ישראלים, שיאפשר לציבור בישראל להיות שותף בהצלחתם תוך שעלויות העסקה שתוטלנה עליו לצורך כך תהיינה סבירות.</p>	<p>איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות</p>	
<p>לעניין ההערה בסעיף 5 - חוק החברות אינו מקנה לרשות סמכויות פיקוח ו/או אכיפה בנוגע להיבטי גילוי ודיווח של החברות כלפי המשקיעים.</p>	<p>1. ההערכה היא שרישום למסחר לא וולונטרי של מניות זרות גדולות ימשוך את המשקיעים המקומיים להתרכז במניות אלו ובכך ימנע מהבורסה להפוך למקור מימון חלופי לבנקים או לבורסות הזרות עבור החברות הישראליות הקטנות והבינוניות.</p> <p>2. במצב הקיים, המניות הנסחרות בבורסה אינן</p>	<p>איגוד הברוקרים בבורסה בתל-אביב (TBA)</p>	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
	<p>משקפות באופן אופטימאלי את תמונת המצב של הכלכלה בישראל, שכן המניות המשמעותיות שלהן זיקה לישראל אינן נסחרות בישראל כלל, כי אם בבורסות זרות. רישום מניות אלה למסחר בישראל, יביא לכך שמדדי שווי השוק של הבורסה ישקפו בצורה טובה יותר את תמונת המצב הכלכלית בישראל.</p> <p>3. רישום למסחר לא וולונטרי של חברות טכנולוגיה [ישראליות] יאפשר בניית מדדים חדשים שיהיו רלוונטיים למגוון רחב של משקיעים מקומיים וזרים, וכפועל יוצא מכך משקיעים זרים יביעו עניין רב יותר בבורסה. בנוסף, משקלה של ישראל במדדים הבינלאומיים יגדל, מגוון החברות הנכללות במדדים אלה יגדל והיקף ההשקעות הפאסיביות המקנות לשווקים נזילות יגדל אף הוא.</p> <p>4. רישום לא וולונטרי של מניות חברות ישראליות יזכה לסיקור מחקרי גם ברמה המקומית ויאפשר השקעה מושכלת יותר במניות אלה לציבור המשקיעים, וכן ישפר את הסיקור העיתונאי של החברות.</p> <p>5. חוק החברות, התשנ"ט-1999 יאפשר לרשות לקיים בקרה על החברות בעלות הזיקה הישראלית במרבית היבטי הפעילות והדיווח.</p>		
ראו ההתייחסות בחלק הראשון לעיל.	<p>החרגת חברות ישראליות מהמנגנון צפויה להקטין בצורה משמעותית את היצע החברות שהציבור הישראלי יהיה מעוניין להשקיע בו, מאחר שקל יותר לקבל החלטות השקעה בחברה שהתאגדה ופועלת בסביבה המוכרת למשקיע. המשמעות היא פגיעה בהוזלת עלויות העסקה של אותו ציבור משקיעים שימשיך לרכוש את המניות של החברות הישראליות</p>	נשיך בנרדס אמיר, עורכי-דין	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>1. האבחנה שיוצרת המגבלה בין חברות ישראליות לאחרות מתחייבת לצורך מניעת החששות הנלווים לפתיחת המנגנון לחברות ישראליות.</p> <p>2. ההערה אינה מקובלת. כפי שכתב בסעיף 5.3 להצעת החקיקה, החשש כי החברות המעוניינות ברישום מניותיהן למסחר בישראל תעדפנה לעשות שימוש במסלול הרישום הלא וולונטרי על פני הרישום הכפול, נובע מכך שבשונה מהרישום הכפול, הרישום הלא וולונטרי אינו מטיל חובות על החברה הזרה, אינו כפוף לפיקוח הרשות ואף ספק אם חושף את החברה לאכיפה פרטית מצד המשקיעים הישראליים. נבהיר, כי אף שמסלול הרישום הלא וולונטרי, כאמור, לא נועד להוות כלי בידי החברות עצמן ולא הן שמחליטות על רישום מניותיהן למסחר באמצעותו, הן יכולות להשפיע בעקיפין על אופן הרישום.</p>	<p>בחוו"ל.</p> <p>1. המגבלה יוצרת אפליה פוגענית דווקא נגד חברות ישראליות אשר אותן ואת משקיעיהן חשוב לעודד.</p> <p>2. הכללת החברות הישראליות ברישום הלא וולונטרי לא תפגע בכניסתן להסדר הרישום הכפול וההגנה על הסדר הרישום הכפול לא צריכה להוות שיקול בבחינת החלת הרישום הלא וולונטרי על החברות הישראליות.</p>	<p>עמותת ה-CFO's לקשרי ממשל ומשק</p>	
<p>לעניין ההצעה החלופית – לעמדתנו התנאים שהוצעו אינם פותרים את החששות שעמדו בבסיס הגבלת המנגנון לחברות שאינן ישראליות. כך, תדירות פרסום הדוחות הכספיים אינה אמורה להשפיע על השימוש במנגנון הרישום הכפול, וכן הגבלת המנגנון לחברות הנסחרות בבורסות ספציפיות, שכן ממילא מוגבל הרישום הכפול לבורסות מסוימות בלבד. עוד יצוין, כי אף שמסחר בבורסה בחוו"ל במשך תקופה של 5 שנים עשוי להוות אינדיקציה להיעדר כוונה / תכנית להירשם למסחר בישראל, אין זה מבטל את החשש האמור, שכן עיתוי ההחלטה של החברות</p>	<p>1. התועלת ברישום לא וולונטרי של חברות ישראליות עולה על הסיכון במהלך:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ שיפור הנזילות בבורסה והגדלת היקפי המסחר בפרק זמן קצר יחסית לאור הזיקה הטבעית של משקיעים ישראלים לחברות מקומיות.</li> <li>▪ סיוע לפיתוח שווקים קיימים בישראל אשר בהיבט של סחירות בבורסה כמעט ואינם מורגשים כגון שוק הטכנולוגיה הישראלי.</li> <li>▪ בד"כ חברות אלו הן חברות גדולות הנתונות פחות להשפעת בעלי עניין.</li> <li>▪ המהלך יוביל לכך שהחברות הישראליות ישקלו</li> </ul>	<p>ברק קפיטל</p>	



התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>להיכנס לבורסה הישראלית עשויה להיות מושפעת משיקולים שונים, וגם חברות שלא שקלו זאת בעבר עשויות לנקוט בהמשך הדרך באסטרטגיה שונה. באשר להצעה להגביל את שווי שוק החברות הישראליות ל – 15 מיליארד דולר – כאמור בסעיף 1 לעיל, סגל הרשות סבור שיש להותיר את המגבלה בעניין שווי השוק המינימאלי על 100 מיליארד דולר.</p>	<p>ביצוע רישום כפול אם ייראו כי מחזורי המסחר במניות הינם גדולים.</p> <p>2. במקביל, ניתן להקטין את החששות המפורטים בהצעת החקיקה באמצעות הטלת המגבלות הבאות –</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ הגבלת המנגנון לחברות ישראליות ששווי השוק שלהן עולה על 15 מיליארד דולר (ממוצע ימי המסחר יבחן ביחס לתקופה ארוכה יותר של 180 יום).</li> <li>▪ הגבלת המנגנון למניות חברות ישראליות שנסחרות אך ורק בבורסה בה הדוחות הכספיים מפורסמים אחת לרבעון.</li> <li>▪ הגבלת המנגנון למניות חברות ישראליות הנסחרות בבורסות ספציפיות בלבד (רשימה סגורה) ואשר רשומות למסחר באותן בורסות למשך תקופה של חמש שנים לפחות (חברות אלו ככל הנראה כבר אינן שוקלות רישום כפול ולכן פחת החשש לפגיעה אפשרית בשיקולי הנפקה בבורסה המקומית).</li> </ul>		
<p>בפן התיאורטי - מגבלות רגולטוריות הנגזרות מתנאי שוק עשויות לפגוע במידה מסוימת בוודאות. עם זאת מגבלות אלה נקבעות, ככל כול רגולטורי, כאשר התועלת בצידן בהיבט ההגנה על אינטרס המשקיעים גבוהה מהעלות (הפגיעה בוודאות). כמוסבר בסעיף 6.2(ה) להצעת החקיקה הראשונית התנאי הנדון נדרש כתנאי משלים למגבלת שווי שוק החברות שניתן לרשום את מניותיהן ברישום הלא וולונטרי, ונועד להבטיח כי יושגו המטרות שבבסיס מגבלת שווי השוק –</p>	<p>המגבלה מגדילה את אי הוודאות במסחר ועשויה להביא לשינויים תכופים ברשימת ניירות הערך הנסחרים.</p>	<p>רמי תמרי, מרץ השקעות</p>	<p>4. הגבלת הלא למניות שעיקר המסחר בהן מתבצע בחו"ל</p> <p>הרישום וולונטרי חברות בהן</p>

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
<p>הבטחת פיקוח ומשמעת שוק הדוקים (בבורסת המקור) ומניעת החשש לייתור מנגנון הרישום הכפול.</p> <p>בפן האופרטיבי - ניתן להניח כי מלכתחילה תיבחרנה לצורך הרישום הלא וולונטרי חברות המקיימות את המגבלה עם "מרווח ביטחון" מסוים, על מנת למנוע מחיקתן מן המסחר בשל תנודות מינוריות בהיקפי המסחר בהן בבורסות בחו"ל.</p>				
<p>בכוונת הרשות לקבוע הוראות (שתיושמה על-ידי הבורסה) בעניין בידול המסחר במניות הזרות מהמסחר ביתר ניירות הערך בבורסה, וכן אזהרות לציבור ביחס למאפייניו.</p> <p>עם זאת יצויין, כי לעמדת הרשות אין בסיסון זה לבדו כדי לבדל באופן אפקטיבי ומוחלט את המסחר במניות חברות הרישום הלא וולונטרי מיתר ניירות הערך הנסחרים בבורסה - כמסחר המאופיין בסיכונים גדולים יותר. זאת מאחר שמניות הרישום הלא וולונטרי ייסחרו עם יתר ניירות הערך בבורסה אחת בה הנגישות לניירות הערך הנסחרים זהה, וסימון הנייר לא יהווה בהכרח איתות מספק למשקיעים. יתרה מכך, המשקיעים בישראל נחשפים להשקעות פוטנציאליות, גם ובעיקר, דרך אמצעי התקשורת המסקרים את ניירות הערך הנסחרים בבורסה. אלו מתייחסים בעיקר לפעילותן וביצועיהן של החברות הרלוונטיות ולא בהכרח יבדלו את מניות הרישום הלא וולונטרי מיתר ניירות הערך הנסקרים בשל הסיכונים הנלווים לאופן ההשקעה בהם.</p>	<p>בהתייחס לחשש המתואר בהצעת החקיקה הראשונית בקשר עם היעדר יכולת לבדל באופן אפקטיבי את המניות הזרות כניירות ערך שאינם נהנים מהגנות דיני ניירות הערך בישראל - ניתן לסמן את ניירות הערך של החברות ברישום לא וולונטרי, למשל להוסיף בסוף שם הנייר "ללא פיקוח הרשות" בכל פרסום בורסאי. כך משקיעים וסוחרים יוכלו בנקל לדעת האם חברה מפוקחת או לא, ולשקול את היתרונות והחסרונות שבדבר.</p>	<p>בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &amp;</p>	<p><b>5.</b> <b>בידול המניות הנסחרות מכח רישום לא וולונטרי</b></p>	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
<p>1. ההערה מקובלת. ככתוב לעיל, בכוונת הרשות לקבוע הוראות (שתיושמנה על-ידי הבורסה) בעניין בידול המסחר במניות הזרות מהמסחר ביתר ניירות הערך בבורסה, וכן אזהרות לציבור ביחס למאפייניו.</p> <p>2. לעמדתנו אין הכרח בתיקון המוצע. ניהול תיקים, ייעוץ או שיווק השקעות במניות הרישום הלא וולונטרי, ייעשה כבכל נייר ערך אחר, על-פי ובכפוף להוראות סעיפים 18(א) ו- (ב) לחוק הייעוץ, בהתאם לשיקול דעתו הענייני של בעל הרישיון ובשים לב לכלל נסיבות העניין. מבלי לגרוע מן האמור, הגילוי בדבר הסיכונים הנלווים להשקעה במניות הרישום הלא וולונטרי, כמו גם שקלולם במסגרת מתן שירותיהם של משווקי ויועצי ההשקעות ומנהלי התיקים, יכול שיינתן גם מכח החובות הכלליות החלות על בעלי הרישיון על-פי חוק הייעוץ, בהן חובות האמון, חובת התאמת השירות לצרכי הלקוח וחובת גילוי נאות.</p>	<p>1. ראוי כי רישום המניות למסחר ייעשה במסגרת רשימה נפרדת וייחודית שרק בה ניתן יהיה לסחור במניות הרישום הלא וולונטרי, כאשר הכניסה לרשימה תיעשה אך ורק לאחר קבלת אזהרות מפורטות לגבי הסיכונים הכרוכים במניות ואף תותנה בחתימה על טופס המפרט את המידע ההכרחי בנדון.</p> <p>2. מוצע לערוך תיקון משלים לסעיף 18(ג) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 ("חוק הייעוץ"), שעניינו חשיפת לקוחות ל"סיכונים מיוחדים", ובמסגרתו לכלול את מניות הרישום הלא וולונטרי בגדר סוגי המכשירים הפיננסיים לגביהם קיימת חזקה חלוטה כי העסקאות בהן הן עסקאות בסיכון מיוחד.</p>	עמותת אחד העם		
<b>הערות הנוגעות ליתרונות וחסרונות המנגנון כפי שתוארו בהצעת החקיקה</b>				
<p>1. <u>חסרונות הרישום הכפול לעומת הרישום הלא וולונטרי</u> - אף שקיימים חסרונות משותפים להסדר הרישום הכפול ולהסדר הרישום הלא וולונטרי מנקודת מבטן של החברות שמניותיהן נרשמות למסחר, הרישום הכפול מכפיף למערכת רגולציה נוספת, המקלה עם החברות אך אינה פוטרת אותן לחלוטין מתחולת הדין ומותירה למשקיעים זכויות כלפיהן, כפי שתואר בהרחבה בסעיף 3 להצעת החקיקה. הבדל זה הוא שמעלה את חשש הרשות כי מסלול הרישום הלא וולונטרי יהפוך תחליפי למסלול הרישום הכפול.</p>	<p>לרישום הכפול יתרונות שאינם קיימים ברישום הלא וולונטרי בעוד שבשני המנגנונים קיימים חסרונות דומים. לכן לא יהיה אינטרס לחברה ברישום כפול לעשות de-listing ולעבור למנגנון המוצע.</p> <p>1. <u>יתרונות הרישום הכפול לעומת הרישום הלא וולונטרי</u>: האפשרות להנפיק ולגייס הון וחוב בבורסה בתל-אביב. היכללות במדדי תל-אביב המובילה לביקוש למניות החברה ובהתאם להעלאת שווייה.</p> <p>2. <u>חסרונות הרישום הכפול הקיימים גם ברישום הלא וולונטרי</u>:      ▪ חשיפה לרגולציה הישראלית, אף שלא באופן ישיר - למשל בשל הרגולציה</p>	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	6. <b>השפעת הרישום הלא וולונטרי על הסדר הרישום הכפול</b>	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>2. יתרונוניו של הסדר הרישום הכפול ביחס לרישום הלא וולונטרי – אף שברישום הכפול קיימת אפשרות להנפיק הון או חוב, בפועל מיעוט החברות שנרשמו ברישום כפול עשו שימוש באפשרות זו, ולכן נראה כי אין ביתרון זה כדי למנוע את החשש המתואר לעיל.</p> <p>3. הצעה להגדיל את אינטרס החברות להירשם ברישום כפול באמצעות הגדלת המשקל המיוחס להן במדדים – ההצעה נדחתה. מהלך כזה יוצר אפליה שאינה מוצדקת בין החברות הנסחרות בבורסה, עלול לפגוע בחברות שאינן ברישום כפול, וכן עלול להביא לעיוות במדדים.</p>	<p>החלה על גופים מוסדיים ביחס לאחזקתם במניות ישראליות.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ חשיפה תקשורתית ישראלית, המובילה למספר חסרונות – חשיפת מיסוי, חקיקה, רגולציה ודרישות שלטוניות.</li> <li>▪ זיהוי החברה עם ישראל (פגיעה בניסיון החברה לעמעם את הזיקה לישראל משיקולים פוליטיים).</li> </ul> <p>3. אפשר להגדיל את אינטרס החברות להירשם ברישום כפול באמצעות "סוכריה בורסאית" - הגדלת המשקל המיוחס למניות הרישום הכפול במדדים.</p>		
<p>לעמדתנו התרחיש המתואר אפשרי בטווח הרחוק, לאחר תקופה ממושכת של היכרות עם השוק הישראלי, אולם החשש הוא כי פתיחת מנגנון הרישום הלא וולונטרי יאיין את מנגנון הרישום הכפול כבר בטווח הקצר.</p> <p>נוסף לכך, לא ברור מה יהא האינטרס של חברות הרישום הלא וולונטרי לשתף דווקא את המשקיעים בישראל בגיוסי חוב או הון.</p>	<p>לאורך זמן הרישום הלא וולונטרי דווקא צפוי להשפיע לטובה על הרישום הכפול - היכרות מתרחבת של חברות הרישום הלא וולונטרי עם השוק הישראלי והמשקיעים תביא אותן לבחור לבצע רישום כפול כדי לשתף את המשקיעים הישראליים במהלכים של גיוסי הון וחוב שהחברות מבצעות מפעם לפעם.</p>	ילין לפידות, בית השקעות	
<p>הטיעון אינו מקובל. הרשות מביאה בחשבון את העובדה שחברות הרישום הכפול נתונות כבר לפיקוח הרגולטור הזר - רשות הפיקוח האמריקאית (SEC) או הבריטית (FSA) -, והדבר מהווה אבן יסוד במסגרת החלטותיה בנוגע לחברות הרישום הכפול. עם זאת, החלת דיני ניירות ערך ופיקוח הרשות על הסדר הרישום הכפול מבטיחה כי יישמרו בידי הרשות כלי פיקוח ואכיפה אפקטיביים לצורך ההגנה על ציבור המשקיעים בישראל, וכן מאפשרת לאחרונים</p>	<p>בהינתן שהרשות חרטה על דגלה קידום מהלכי דה-רגולציה אשר יביאו להגדלת הפעילות הכלכלית והפיננסית במשק ואשר אינם כרוכים בהגדלת הסיכון, נראה שאין עוד תועלת במנגנון הרישום הכפול והוא צפוי להביא לכפילות רגולטורית. כל חברה ומכשיר פיננסי המפוקח על-ידי גוף ראוי, שעומד בסטנדרטים של המחוקק האמריקני או האיחוד האירופי, חייב להיות קביל על הרגולטור הישראלי ואין טעם בכפילות רגולטורית.</p>	איגוד הברוקרים בבורסה בתל-אביב (TBA)	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
לבצע אכיפה פרטית כנגד החברות הזרות שמניותיהן נרשמות למסחר.				
1. על-פי בדיקה שנערכה <sup>7</sup> , שווי השוק של מניות הרישום הכפול מהווה, בממוצע, כ- 54% משווי השוק של כלל החברות הנסחרות בבורסה, וחלקן של חברות הרישום הכפול במחזור המסחר היומי, עומד בממוצע על כ- 40% מסך נפח המסחר. לפיכך הטענה כי לא קיים היום שוק משמעותי של רישום כפול איננה מדויקת. 2. ראו ההתייחסות לעיל להערתו של מר בן בוקסמן.	1. היום לא קיים שוק משמעותי של "רישום כפול" שיש לחשוש ממנו כתוצאה מכניסת הרישום הלא וולונטרי (מספר החברות המעוניינות ברישום כפול מצומצם ביותר בשל החשש מהעלות הרגולטורית, כשבמקביל קיים פיחות במספר החברות הרשומות כבר ברישום כפול כתוצאה מרכישתן והפיכתן לפרטיות). 2. ככל וחברה [הנסחרת בבורסה בחו"ל] תהא מעוניינת בגיוס חוב או הון בישראל אזי יהיה לה תמריץ לרישום כפול מאחר וגיוס כאמור אינו אפשרי במנגנון הרישום הלא וולונטרי.	נשיץ ברנדס אמיר, עורכי-דין		
מתן האפשרות לחברות לבחור בין רישום כפול לבין רישום לא וולונטרי לצורך קבלת פידבק למשטר העדיף, עלולה להביא לפגיעה במשקיעים, אשר מימדיה ומאפייניה לא יתגלו באופן מיידי, ועל כן עד לתגובה הראויה ייגרמו נזקים בלתי הפיכים אשר עלולים לערער את שוק ההון ואמון המשקיעים בו.	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ המשטר שנוצר על-ידי הרישום הכפול אינו אידיאלי, ובאופן קונקרטי יוצר חוסר בהירות. יש מקום לבחינה מחודשת של הסדר הרישום הכפול והדרך הטובה ביותר לעשות זאת היא על-ידי מתן האפשרות לחברות לבחור בין רישום כפול לבין רישום לא וולונטרי. האופן שבו השוק יגיב לאפשרויות הללו יהווה פידבק למשטר העדיף.</li> <li>■ גם היום ישנן חברות ישראליות רבות שאינן מבצעות רישום כפול אלא נסחרות אך ורק בחו"ל. קיים אינטרס משמעותי, הן למדינה, הן לחברות הישראליות והן למשקיעים הישראלים, שניתן יהיה לסחור במניות אלו בארץ ולא לנדוד לחו"ל.</li> </ul>	פרופ' עמרי ידלין		
הטיעון רלוונטי, אולם עדיין ייתכן שימוש בכספים הנזילים להשקעה בחברות הנסחרות ברישום לא וולונטרי, על חשבון ההשקעה בהנפקות של החברות הקיימות.	הרישום הלא וולונטרי לא יפגע ביכולתן של חברות הנסחרות כיום בבורסה להנפיק בישראל, שכן הן היחידות שיכולות להנפיק, והנפקות ממילא מתרחשות מול התיק השולי שלא מושקע (מזומן) באותו רגע (קרי זרם פיקדונות) או שנמכר (מונזל). לעומת זאת, חברה שתירשם ברישום לא וולונטרי נסחרת ממילא בבורסה ובתוך כך כפופה לסיקור מקומי, כך שאם תרצה להנפיק – תהפוך בקלות לדואלית ובכך תגדל כמות ההנפקות בבורסה בתל-אביב.	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	<b>השפעת המנגנון על שוק ההנפקות המקומי</b>	7.

<sup>7</sup> נכון לחודש נובמבר 2015.

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>1(א). מהטיעון עולה כי פתיחת המסחר הלא וולונטרי לא תשנה את הרגלי ומאפייני ההשקעה הקיימים, שכן מרבית המסחר והסכומים המגויסים בבורסה נעשים בידי המשקיעים המוסדיים ואלה ממילא השקיעו קודם לכן בחו"ל. מבדיקה שנערכה עולה<sup>8</sup>, כי אחוז אחזקות הגופים המוסדיים בחברות הנסחרות (להוציא חברות רישום כפול) עומד על כ- 22%. לפיכך הטיעון אינו מדויק. יש לציין כי אם הטיעון היה נכון, הרי שגם לא תהיה למנגנון הרישום הלא וולונטרי תרומה של ממש לשוק ההון ולבורסה המקומית, ולכאורה אין בו צורך. מאחר שהנחת הבסיס לעיגון המנגנון שונה, איננו מקבלים את הטיעון.</p> <p>1(ב). אנו מכירים בכך שלכל החלטת השקעה מאפיינים ושיקולים שונים, אולם אלו עשויים לכלול גם השקעה בחברות גדולות ומפורסמות ברמה הבינלאומית ביחס לחברות קטנות, מקומיות ואנונימיות יותר. על כן, אין בכך כדי לאיין את החשש המתואר לפגיעה בשוק ההנפקות המקומי.</p> <p>2. הטיעון אינו מקובל. בין השיקולים הענייניים והרלוונטיים לטובת החברה ועסקיה, נכללים גם שיקולים הנוגעים לעלויות הרגולציה הנלוות לרישום הכפול בישראל, ועל כן לא מן הנמנע כי חברות תעדפנה להנפיק בבורסות בחו"ל ולאחר מכן להירשם למסחר בישראל ברישום לא וולונטרי אשר לא אמור להשית עליהן עלויות כאמור.</p>	<p>1. החשש מפגיעה בשוק ההנפקות המקומי עקב הסטת כספים מהשקעה בחברות הנסחרות כיום בבורסה ועושות בה שימוש לצורכי גיוס הון או חוב, להשקעה בחברות שתיסחרנה בה בלבד, לא אמור לצמצם באופן כה רחב את המנגנון – (א) מרבית המסחר בבורסה המקומית ומרבית הסכומים המגויסים בהון או בחוב נעשה ע"י הגופים המוסדיים אשר מבצעים גם היום השקעות בבורסות מחוץ לישראל ואף בנכסים לא סחירים.</p> <p>(ב) השקעות בניירות ערך של חברות הנרשמות בהליך לא וולונטרי אינן בהכרח תחליפיות להשקעות בניירות ערך של חברות המגייסות הון או חוב שכן לכל אחד מאלה מאפיינים ושיקולים שונים.</p> <p>2. החשש כי פתיחת המסחר לחברות ישראליות עלולה לחזק תמריצים להנפיק בבורסות בחו"ל חלף הנפקה בבורסה בתל-אביב (תוך ידיעה כי ממילא יוכלו להיסחר אחר כך בתל-אביב) אינו ריאלי – רישום למסחר בחו"ל נעשה משיקולים ענייניים הנוגעים לטובת החברה ועסקיה, בהם מיקום הפעילות המרכזית של החברה ומשקיעה הפוטנציאליים, מקסום שווי החברה בהנפקה ולאחריה, נזילות ניירות הערך לאחר ההנפקה ותפיסת הרגולציה המכבידה.</p>	נשיץ בנרדס אמיר	

<sup>8</sup> נכון לנובמבר 2015.

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
<p>מטרותיה העיקריות של הרגולציה של שוק ההון הן הבטחת יעילות והוגנות השוק, והגנה על האינטרסים של הציבור שכספיו מצויים באפיקי השקעה וחסכון שונים. במסגרת זו, השאיפה היא לספק למשקיעים את מירב הכלים הנדרשים להם לצורך קבלת החלטות השקעה מושכלות. הרגולציה מורכבת משלושה נדבכים – אסדרה, פיקוח ואכיפה, אשר שילובם הכרחי להשגת המטרות שבבסיסה. ברי כי עלויות הרגולציה מושתות בחלקן על החברה, ובעקיפין על המשקיעים בה, אולם ההנחה בבסיס הרגולציה הנה כי התועלת בצדה עבור המשקיעים, גבוהה מהעלות. בתוך כך, פעולות האכיפה של הרשות נועדו לייצר הרתעה ומשמעת שוק, אשר בטווח הארוך ייטיבו באופן רוחבי עם המשקיעים. נוסף לכך יש לזכור, כי פעולות האכיפה של הרשות אינן מופנות נגד החברה לבדה, אלא גם נגד צדדים שלישיים הקשורים בדבר, כדוגמת נושאי משרה, בעלי שליטה, שומרי סף ויועצים אחרים. בנסיבות אלו המשקיעים לא בהכרח נפגעים ברמת ההוצאה הכספית.</p> <p>עוד יודגש כי גישה זו תוצאתה תהא הדרדרות ברמת הפיקוח (race to bottom) שכן תמיד יימצאו השווקים המפוקחים פחות אשר על פי טענה זו יביאו את המחוקק הישראלי להפחית ברגולציה על מנת להתחרות בהם.</p>	<p>להיעדר תחולת דיני ניירות הערך בישראל ופיקוח ואכיפה מצד הרשות יש גם יתרון – ככל שישנו ארביטראז' רגולטורי (למשל עודף קנסות על חברה) מנגנון הרישום הלא וולונטרי יעודד את הרשות לתקן את נהליה כך שלא יהיה ארביטראז' רגולטורי אל מול חברה הכפופה לדיני ניירות ערך ולפיקוח הרשות. בהקשר של משקיעים – לא ברור שתחולת דיני ניירות ערך ביחס לנייר ערך ספציפי הינם יתרון. החלטות רשות ניירות ערך להטיל קנסות, דרישות דיווחיות או כל עניין אחר היוצר עלות ברמת החברה, פוגעות במחזיקים בניירות הערך של החברה. אלו אולי מרווחים בשל ההרתעה מול החברה, אך ברמת ההוצאה הכספית הם מפסידים.</p>	<p>בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &amp;</p>	<p><b>אי תחולה של דיני ניירות ערך בישראל והיעדר ואכיפה הרשות</b></p>	<p>8.</p>
<p>1. חוק החברות אינו מקנה לרשות סמכויות פיקוח ו/או אכיפה בנוגע להיבטי גילוי ודיווח של החברות כלפי המשקיעים.</p> <p>2. סמכויות הפיקוח של הרשות על הבורסה מעוגנות בחוק ניירות ערך. אלו נוגעות לניהולה התקין וההוגן של הבורסה, ואין בהן לבדן כדי להשיג פיקוח אפקטיבי על הגילוי שניתן על-ידי</p>	<p>1. חוק החברות, התשנ"ט-1999 יאפשר לרשות לקיים בקרה על החברות בעלות הזיקה הישראלית במרבית היבטי הפעילות והדיווח.</p> <p>2. הרשות היא הגוף המפקח על הבורסה ועל התנהלות המסחר המתקיים בה, וכן על חברי הבורסה. סמכויות הרשות מאפשרות לה לשמור על תקינות המסחר והאינטרסים של המשקיעים הפרטיים, כמו גם על כספי הציבור המנוהלים בידי הגופים המוסדיים.</p>	<p>איגוד הברוקרים בבורסה בתל- אביב (TBA)</p>		

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>התאגידיים שניירות הערך שלהם נסחרים בבורסה, ובהתאם – הגנה מלאה על האינטרסים של המשקיעים.</p> <p>3. טיעון התמחור עשוי להיות נכון ברמה התיאורטית, וזאת לאו דווקא ביחס למניות הרישום הלא וולונטרי אלא ביחס לרגולציה של שוק ההון ככלל. ואולם, דיני ניירות הערך בישראל מושתתים, בין היתר, על התפישה כי הותרת כללי המשחק לכוחות השוק לבדם, עלולה לפגוע בהגנה הנדרשת למשקיעים. בתוך כך ההנחה הנה, כי הפער בביטחון לא בהכרח יבוא לידי ביטוי (מלא) בתמחור, ועל כן נדרשת הרגולציה כחקיקת מגן. לחילופין גם אם חוסר הביטחון בשל היעדר פיקוח מתמחר באופן מלא (ולפיכך ניירות הערך מתומחרים בחסר על מנת לשקף את אי הודאות הנגזרת מכך) עדיין עלות הפיקוח נמוכה מהעלות המשקית של תמחור החסר (וראה לעניין זה גם תגובה להערת פרופ' עמרי ידלין בנקודה 6. לעיל).</p>	<p>3. ככל שהרגולציה המקומית היא בעלת ערך מוסף למשקיע הישראלי, מעבר לרגולציה הזרה החלה על החברות שמניותיהם נרשמות למסחר, הרי שהפער בביטחון צריך לבוא לידי ביטוי בהיבט התמחור.</p>		
<p>1. כאמור לעיל, חוק החברות אינו מקנה לרשות סמכויות פיקוח ו/או אכיפה בנוגע להיבטי גילוי ודיווח של החברות כלפי המשקיעים. בפרט, גילוי שכר הבכירים (בשונה מאופן אישורו) לא הוסדר בחוק החברות כי אם בתקנות ניירות ערך.</p> <p>2. כפי שהוסבר בסעיף 4 להצעת החקיקה, בהסדר הרישום הכפול אין הסתמכות מלאה ומוחלטת על פיקוח הרשויות במדינות הזרות בהן רשומים ניירות הערך של החברות למסחר, וחברות אלו כפופות לדיני ניירות ערך בישראל ולפיקוח הרשות (אף שבאופן מצומצם ביחס ליתר התאגידיים המדווחים בישראל). כפועל יוצא, בין היתר מכך, נשמרת למשקיעים</p>	<p>1. למחוקק יש כלי פיקוח משמעותי דרך חוק החברות ביחס לחברות ישראליות, למשל בנושא פרסום שכר בכירים.</p> <p>2. במסגרת הסדר הרישום הכפול מקבלת הרשות את פיקוח רשויות ניירות ערך במדינות כארה"ב ואנגליה כמספק עבור המשקיע הישראלי, אזי מדוע פיקוח זה אינו מספק עבור חברות שייסחרו במסחר הלא וולונטרי.</p>	<p>עמותת ה - CFO's לקשרי ממשל ומשק</p>	



התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
הישראלים יכולת אכיפה כלפי החברות הזרות שניירות הערך שלהן נרשמו למסחר במסגרת הרישום הכפול, בגין נזק שנגרם להם בהשקעתם.			
לעמדת הרשות, המגבלות המוצעות למנגנון מאזנות בין הצורך בשכלול שוק ההון המקומי והגברת הנזילות בבורסה, לבין ההגנה הנדרשת לציבור המשקיעים, בהן הגבלת המנגנון לחברות גדולות במיוחד לגביהן קיימים פיקוח ומשמעת שוק הדוקים וכן חברות הנסחרות בבורסות מסוימות בלבד שדרישות הגילוי ואיכות הפיקוח בהן נמצאו ראויים. בתוך כך, תנאי המנגנון מבטיחים כי למשקיעים יעמדו כלים מספקים לצורך קבלת החלטות השקעה מושכלות, בין היתר על בסיס המידע שיפרסמו החברות הזרות בבורסות המקור - מידע הנבחן ומפוקח על-ידי הרגולטור הזר וכפוף למשמעת השוק שם. מבלי לגרוע מהאמור יש להדגיש, כי המניות שתירשמה למסחר ברישום הלא וולונטרי אינן מהוות מכשיר פיננסי מורכב, שכן מדובר במניות.	הרישום הלא וולונטרי חושף את הציבור הרחב הכולל משקיעים לא מתוחכמים למכשירים פיננסיים מורכבים כמעט ללא כל זכות בסיסית לגילוי נאות. הדבר עלול להביא את המשקיעים לקבלת החלטות בלתי מושכלות ועל סמך מידע חסר, ובהמשך לכך להיקלע לסיטואציות כלכליות קשות ואף לאבד את האמון בשוק ההון.	עמותת אחד העם	
1(א). הטיעון עשוי להיות רלוונטי בחלק מהמקרים. עם זאת, יתכנו מקרים בהם הנזק למשקיע הבודד גדול מאוד ויכולתו לתבוע ולהיפרע בהתאם לנזקו תהא קריטית. מאחר שלא ניתן לחזות מראש את המקרים, הבטחת יכולת התביעה של המשקיעים, אפריורית, הנה חשובה להבטחת ההגנה למשקיעים ושמירה על אמון הציבור בשוק ההון. 1(ב) תביעות בניירות ערך אינן מופנות רק נגד החברות הרלוונטיות, אלא גם נגד צדדים שלישיים הקשורים בעילת התביעה, כדוגמת	הסוגיה אינה משמעותית - 1. עיקר החשיבות ביכולת התביעה הינה בהרתעת החברה - (א) השווי המגולם של רכיב התביעות בניירות ערך הינו זניח ביותר. ניתן להיווכח בכך על-פי תמחור נגזרים - שכן לרוב מחזיק הנגזר אינו בעל יכולת תביעה מול החברה או החברות המרכיבות את המדד. למרות זאת, אין הפרש משמעותי בתמחור נגזרים ונכס הבסיס, וההפרש ככל שקיים מיוחס לרוב לענייני ריבית חסרת סיכון, דיבידנדים / תשלומים ושיקולי נזילות. זאת בעוד שהיקף המסחר בנגזרים גבוה הרבה יותר מאשר נכס הבסיס. (ב) עיקר התמורה בתביעות נגד חברות מופנית ל - Litigation Costs, ותמורה בתוחלת למשקיעים הינה שלילית (ככל שהתמורה מגיעה מקופת החברה).	בן בוקסמן, מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	9. ספקות יכולת התביעה של המשקיעים במניות הלא וולונטרי

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה
<p>נושאי משרה, בעלי שליטה, שומרי סף ויועצים אחרים. בנסיבות אלו פיצויי התביעה (לרבות עלויות הליטיגציה) לא יגיעו בהכרח מקופת החברה, ובהתאם תוחלת התמורה למשקיעים עשויה להיות חיובית.</p> <p>2. עיגון זכות תביעה למשקיעים בישראל כנגד חברות זרות מעלה שאלות משפטיות מורכבות בהיבט עיקרון הריבונות הטריטוריאלית, וזאת הן בהתייחס לעצם זכות התביעה והן בהתייחס לסמכות השיפוט בישראל ולברירת הדין. השאלות מורכבות אף יותר ביחס לתביעות של משקיעים בישראל כנגד חברות זרות שמניותיהן נרשמו למסחר ללא מעורבותן או ידיעתן, או אז ספק אם קיימת יריבות משפטית בין הצדדים המאפשרת עיגון זכות תביעה כזו. מעבר לכך, קיים קושי משפטי להחריג, מחד, את החברה הזרה שמניותיה נרשמות למסחר ברישום לא וולונטרי מתחולת דיני ניירות ערך בישראל, ומאידך לעגן בדינים אלה זכות תביעה כנגדה.</p>	<p>(ג) תביעות גם מוגבלות מאוד שכן במקרה של נזק גדול לעיתים קרובות אין ממי לתבוע.</p> <p>2. ניתן לקבוע בדין הישראלי שיש זכות תביעה. זאת ביחס לחברות זרות בכלל ולא רק ביחס לחברות הרישום הלא וולונטרי. מכיוון שכלל פרסומי החברות הזרות נגישים בישראל, ניתן לקבוע בחוק שיש זכות עמידה של משקיע ישראלי בשל הונאה של החברה הזרה שכן זו פרסמה (או נמנעה מלפרסם) את המידע במדיום שמגיע לישראל. בהקשר זה, ככל שהחברה בעלת זיקה ישראלית, היכולת להיפרע ממנה תהא גבוהה יותר.</p>		
<p>ראו תשובה לעיל (הערותיו של בן בוקסמן).</p>	<p>תמחור הסיכונים המשפטיים הנלווים למנגנון הרישום הלא וולונטרי, כגון היעדר הזכות לתבוע את החברה הזרה, אינו משמעותי כפי שעולה מתמחור של מכשירים נגזרים כגון חוזים עתידיים על מדדים הסובלים מאותו חיסרון.</p>	<p>ילין לפידות, בית השקעות</p>	
<p>הספקות באשר ליכולת התביעה של משקיעים בישראל כנגד החברה הזרה בשל נזק שנגרם להם, נוגעים גם לזכותם להצטרף לתביעה כזו וליהנות מפירותיה, ככל שתוגש בחו"ל. זאת לאור פסיקת בית המשפט בארה"ב בעניין Morrison לפיה לא ניתן לתבוע חברה מכח דיני ניירות הערך האמריקאים, <b>או להצטרף לתביעה כזו</b>, אם</p>	<p>ככל שייגרם למשקיעים בישראל נזק בגין השקעה בחברה הזרה, ייגרם נזק גם לכלל המשקיעים בחברה זו, לרבות המשקיעים המקומיים הפועלים בבורסה במדינה שבה נסחרת אותה חברה. לכן, המשקיעים הישראלים יוכלו ליהנות מפירותיה של תביעה שתוגש על-ידי המשקיעים הזרים במדינת המוצא.</p>	<p>נשיץ בנרדס אמיר, עורכי-דין</p>	

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
העסקה במנייתיה נעשתה מחוץ לארה"ב.				
עבירות התרמית והשימוש במידע פנים מתייחסות לפעולות / מחדלים שנעשו ביחס למסחר בניירות ערך בישראל תוך הפרת דיני ניירות ערך בישראל. אלו אף אינן מיוחסות בהכרח לחברה הזרה שמנייתיה נרשמות למסחר, אלא גם לצדדים שלישיים כגון נושאי משרה בחברה הזרה, בעלי עניין או משקיעים אחרים בבורסה. זאת בשונה מפעולות או מחדל של החברה הזרה ביחס לגילוי מידע אודותיה הנעשה על-ידיה במדינה בה קיימת בורסת המקור שבה נסחרות המניות, ומכח הדינים החלה עליה שם, בעוד שאין תחולה של הדין בישראל.	לא ברור מה הבסיס להבחנה בין עוולות שנוצרו בגין גילוי, שבגינן לא ניתן יהיה לתבוע, לבין עוולות בעניינים כגון תרמית או שימוש במידע פנים, שבגינן ניתן לתבוע. לעמדת עמותת אחד העם, גם היכן שלא תישלל באופן גורף זכות התביעה של המשקיעים, הלכה למעשה ברובם המוחלט של המקרים לא יהיה בידי מי מהם הכח להתדיין במדינות זרות ו/או בהתאם לדין הזר.	עמותת אחד העם		
<b>הערות נוספות</b>				
ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסות בחו"ל ומוצעים למשקיעים בארץ, דרך מתווכים פיננסיים (בשונה מהחברות המנפיקות את ניירות הערך האמורים), אינם רשומים למסחר בבורסה בישראל וממילא אין לרשות סמכויות פיקוח לגביהם.	ככל שקיימים חסרונות במנגנון הרישום הלא וולונטרי, אזי אלה קיימים גם עבור ניירות ערך זרים המוצעים על-ידי הבנקים לגב' כהן מחדרה, ולכן מצופה היה לחסום גם את יכולת ההשקעה של משקיעים לא כשירים במניות זרות ישירות דרך הבנקים והברוקרים המקומיים.	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	<b>הבנקים / ברוקרים ממילא השקעה זרות</b> <b>מציעים במניות</b>	<b>10.</b>
יתרון המסחר במניות חברות זרות ביום א' (בהיבט של מחזורי המסחר) אינו מובהק. כך, על-פי בדיקה שנערכה, אין הבדל משמעותי במחזורי המסחר ביום א' בין חברות הרישום הכפול לבין יתר החברות הנסחרות.	לא חודד דיו יתרון המסחר הצפוי ביום א', יום בו מרבית הבורסות בעולם סגורות – 1/7 מהמסחר העולמי יעבור דרך ישראל, ועיקר המסחר צפוי שיהיה על-ידי משקיעים זרים.	רמי תמרי, מרץ השקעות	<b>יתרון הרישום הלא וולונטרי - מסחר ביום א'</b>	<b>11.</b>
קיים קושי ממשי לקבוע אפריורית שאין זכות תביעה נגד הבורסה בהינתן שמדובר במנגנון	ניתן לקבוע שאין לחברת רישום לא וולונטרי זכות תביעה כלפי הבורסה – רואים בחברה הזרה (אשר איננה מונעת באופן אקטיבי את הפצת פרסומיה	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun	<b>חשיפת הבורסה לתביעות</b>	<b>12.</b>

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
שהחברה הזרה כלל אינה מעורבת בו.	בעולם, כולל ישראל) אחראית לנוקים בגין פרסום / אי פרסום מדויק.	Systems Ltd. &		
ההערה מקובלת. חשש זה הוצג על-ידי הרשות במסגרת הצעת החקיקה.	במידה ומי מהחברות הזרות שמניותיהן תירשמנה למסחר ברישום לא וולונטרי, תיתבע על-ידי המשקיעים בישראל, היא עשויה לחזור לבורסה ו/או לרשות בתביעה לשיפוי או בהודעת צד ג'.	עמותת אחד העם		
טרם נקבעו המכשירים הפיננסיים בהם ניתן יהיה לסחור בזירות סוחר עם תחילת הפיקוח עליהן, אולם מכל מקום יש הבדל בין מסחר בנגזרים על מניות ובין מסחר במניות עצמן, כמו גם הבדל בין תפקידה של הבורסה בשוק ההון בישראל ונגישות הציבור הרחב לפעילות בה ובין מקומן של זירות הסוחר.	אין כל מניעה לסחור ב CFD's (contract for difference) על מניה כלשהי בזירת סוחר לחשבון עצמו (וישנן זירות רבות המציעות חשיפה שכזו וכן נגזרים על שלל מניות זרות).	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	<b>אפליית הבורסה לעומת זירת סוחר לחשבון עצמו</b>	13.
דיני ניירות הערך האמריקאים, לרבות הכללים המקימים זכות תביעה למשקיעים נגד החברות שניירות הערך שלהן נסחרים (למשל מכח Rule 10b-5), חלים גם על המסחר באותם venues אחרים בארה"ב. כללים אלו לא יחולו על המסחר בבורסה בישראל, וכפי שהוסבר בהצעת החקיקה הראשונית ולעיל, משקיע ישראלי שרכש מניות חברה זרה בבורסה בישראל, אינו יכול לתבוע מכח דיני ניירות ערך האמריקאים או להצטרף לתביעה כזו בארה"ב (לפי פסיקת ביהמ"ש בארה"ב בעניין Morisson). משכך ההשוואה אינה רלוונטית.	כיום מניה שנרשמת למסחר ב – NYSE או ב – NASDAQ נסחרת בעשרות venues אחרים. מכיוון שהבורסה בישראל ממילא מסוגלת לסלוק מול השוק האמריקאי, לא ברור מדוע להגביל דווקא אותה ממסחר במניות אמריקאיות.	בן בוקסמן מנכ"ל Leprechaun Systems Ltd. &	<b>אפליית הבורסה לעומת בורסות אמריקאיות אחרות עם גישה ל – DTCC</b>	14.
לא ברור מדוע בהיעדר שיתופי פעולה או הסכמים עם בורסות בעולם יהא מסחר דליל במניות הרישום הלא וולונטרי. ההנחה בבסיס המנגנון המוצע – היא גם הסיבה להצעתו – הנה הגדלת	יש לעודד שיתופי פעולה או הסכמים עם בורסות בעולם ו/או חברות ברוקרים להגברת המסחר במניות הרישום הלא וולונטרי, שאם לא כן צפוי מסחר דליל ביותר, אם בכלל.	רמי תמרי, מרץ השקעות	<b>שיתופי פעולה / הסכמים לעידוד המסחר הלא וולונטרי</b>	15.

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
היקפי המסחר ושיפור נזילות הבורסה כתוצאה מהמסחר במניות הזרות.				
רישום לא וולונטרי של אגרות חוב עלול להגביר את הקשיים הנלווים למנגנון בשל היעדר תחולה של דיני ניירות הערך בישראל ופיקוח הרשות - בהינתן שהרישום נעשה ללא הסכמת החברה הזרה ייווצר קושי משמעותי למחזיקי אגרות חוב לאכוף את זכויותיהם כלפי החברה אם תגיע בעתיד לחדלות פירעון, בפרט בהיעדר תחולה של הוראות חוק החברות לעניין פשרה או הסדר. נוסף לכך, מרבית המסחר באג"ח זרות אינו נעשה בבורסות המוכרות לצורך המנגנון (הבורסות המנויות בתוספת השניה והשלישית לחוק ניירות ערך), כאשר כללי הבורסה מהווים רכיב חשוב בבחינת איכות הפיקוח על פי הדין הזר (לדוגמה בארה"ב המקבילה לתקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (חובת פרסום דיווח מידי על אירוע או עניין החורג מעסקי התאגיד הרגילים) לא קיימת בחוקי ניירות הערך בארה"ב ותקנותיו אלא בכללים של הבורסות עצמן).	יש לאפשר רישום לא וולונטרי גם באג"ח זרות	רמי תמרי, מרץ השקעות	רישום לא וולונטרי של אג"ח	16.
ראו התייחסות בסעיף 8 לעיל לעניין ההגנה לציבור המשקיעים בהיבט תחולת דיני ניירות ערך ופיקוח הרשות על המנגנון.	העמותה מתנגדת להצעת החקיקה – הצעת החקיקה עלולה להעמיד את המשקיעים בשוק ההון הישראלי מול סיטואציות קשות של פגיעה כלכלית משמעותית ללא אמצעים מאזנים שיאפשרו את ההגנה על זכויותיהם.	עמותת אחד העם	פגיעה בהגנה על ציבור המשקיעים בישראל	17.
מסחר במניות הזרות על-ידי המשקיעים בישראלים בבורסה בתל-אביב, עשוי להביא להפחתה משמעותית בעלויות העסקה ביחס להשקעה במניות ישירות דרך הבורסות הזרות (בייחוד ללקוחות הקמעונאיים) בעיקר בשל	אין כל ודאות כי אכן המסחר בבורסה יגדל בשל הרישום הלא וולונטרי, כאשר החלופה – רכישת המניות בבורסה הזרה בצורה - לא יקרה בצורה משמעותית אך נותנת למשקיעים הגנה וזכויות תביעה במידת הצורך.	עמותת אחד העם	עלות המנגנון מול התועלת שבו	18.

התייחסות סגל הרשות	ההערה	שם הפונה	מהות / נושא ההערה	
<p>הפחתת עמלות המתווכים (עמלת ברוקר) המשולמות בחו"ל ועמלות המרת מטבע. נוסף לכך, המנגנון מצמצם את הקשיים הנלווים כיום למשקיעים המקומיים ביחס למסחר בבורסות בחו"ל, בהם שעות המסחר, כללי המסחר, מטבע המסחר וזמני הסליקה. לכן, לעמדת הרשות יש לאלטרנטיבית השקעה זו פוטנציאל להגדלת נפח המסחר ושיפור הנזילות בבורסה.</p>				