

תוכן עניינים

פרק א' - מבוא עמוד 3

חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל עמוד 3

1. הרקע לרישום למסחר של חברות ישראליות בחו"ל
2. הסיבות לרישום למסחר בבורסות בחו"ל
3. איפיון החברות הישראליות הרשומות בבורסות בחו"ל
4. איפיון הבורסות בחו"ל בהן רשומות חברות ישראליות
5. ההשלכות על שוק ההון המקומי

הרישום הכפול של ניירות ערך עמוד 7

6. המגמות המאפיינות את שוקי ההון בעולם
7. היתרונות לחברה בביצוע רישום נוסף למסחר גם בשוק זר מפותח יותר
8. היתרונות האפשריים לחברה ישראלית הרשומה בחו"ל ברישום למסחר גם בארץ
9. יתרונות ברישום של ניירות ערך של חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל לשוק ההון המקומי
10. מינוי הוועדה

פרק ב' - העקרונות בבסיס המלצות הוועדה עמוד 14

1. ההצטרפות למגמות העולמיות - הזדמנות וחובה
2. היעד הקרוב - חברות ישראליות בבורסות המרכזיות בארה"ב
3. קבלת הוראות הדין האמריקאי החל על החברות בארה"ב כבסיס נאות להגנת ציבור המשקיעים בארץ
4. עקרון אי ההפליה - דין אחד דומה לכלל החברות הנסחרות בארץ
5. יישום הדרגתי של המלצות הוועדה

פרק ג' - עיקרי המלצות הוועדה עמוד 18

מתכונת ההמלצות

עיקרי ההמלצות

1. שלב הרישום למסחר
2. הדיווח השוטף
3. הצעת ניירות ערך לאחר הרישום למסחר

פרק ד' - מסלול הרישום הכפול - המלצות לשלב הרישום למסחר עמוד 20

פרק ה' - מסלול הרישום הכפול - המלצות לדיווח השוטף עמוד 27

פרק ו' - הצעת ניירות ערך לאחר הרישום למסחר עמוד 37

נספחים עמוד 39

- נספח א - כתב מינוי הוועדה
- נספח ב - רשימות החברות הישראליות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ג - תשובות שאלון למנהלי חברות ישראליות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ד - תנאי הרישום ודרישות דיווח בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ה - מתכונת הדיווח והגילוי המשותפת - ארה"ב - קנדה
- נספח ו - נוסח מוצע למסמך בקשה לרישום כפול
- נספח ז - השוואה בין דרישות FORM 10-K לדרישות FORM 20-F על פי חוק ניירות ערך האמריקאי משנת 1934
- נספח ח - השוואה בין דרישות הגילוי על פי FORM 10-K בהתאם לחוק האמריקאי משנת 1934 לבין דרישות הגילוי בתשקיף הישראלי
- נספח ט - הבדלים בין כללי החשבונאות מקובלים בארה"ב לבין כללי חשבונאות מקובלים בישראל
- נספח י - פרסום עיקרי הנתונים הכספיים של חברות בארה"ב
- נספח י"א - הוראות הדין האמריקאי והוראות הדין הישראלי לגבי מתכונת התשקיף
- נספח י"ב - רשימת המופיעים בפני הוועדה

פרק א' - מבוא**חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל****1. הרקע לרישום למסחר של חברות ישראליות בחו"ל:**

מאז ראשית המשבר בשוק ההון, בראשית שנת 1994, הצטמצמו מאוד מספר ההנפקות והיקף גיוס ההון בבורסה בתל אביב לעומת השנים 1992-1993, וחברות חדשות כמעט לא נרשמו בה למסחר בארבע השנים האחרונות.

בשנים אלה גברה מאוד התופעה של חברות ישראליות, במיוחד חברות בתחומי הטכנולוגיה שהן סקטור הצומח בישראל, שפנו לשוקי הון אלטרנטיביים בחו"ל, בעיקר בארה"ב. חלק ניכר מחברות אלה היו חברות שהנפיקו לראשונה תוך שהן פוסחות על השלב, המוקדם בדרך כלל, של רישום ניירות הערך שלהן למסחר בשוק המקומי, בישראל.

במרבית המדינות תהליך גיוס ההון בשווקים הזרים בא לאחר הנפקה ראשונה של החברות המקומיות בבורסה באותה מדינה. ישראל הנה ייחודית בתופעה רחבה מאוד יחסית של חברות מקומיות אשר העדיפו את ההנפקה בשווקים הזרים כמקום ראשון לגיוס הון ולמסחר בניירות הערך שלהן ואשר ויתרו עד כה על הרישום למסחר בארץ המקור שלהן.

לרשימת חברות הישראליות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב - ר' נספח ב לדוח הוועדה.

2. הסיבות לרישום למסחר בבורסות בחו"ל

קיימות מספר דעות והשערות בדבר הסיבות לתהליך זה. נראה כי החברות הישראליות, מרביתן עוסקות בתחום ההיי-טק, פנו לארה"ב כשוק טבעי לרישום ניירות הערך שלהן למסחר בשל החשיפה המסחרית הנלווית לצעד זה, ובשל המחירים הגבוהים בהם התאפשרו גיוסי ההון שלהן בארה"ב.¹ לסיבות לרישום למסחר בחו"ל ר' גם תשובות שאלון לחברות הנסחרות בחו"ל - נספח ג לדוח הוועדה.

א. השיקול המסחרי

¹ במחקר אימפירי בלס ויפה (1998) מנתחים את הסיבות והמאפיינים של חברות ישראליות הנרשמות למסחר בחו"ל (ארה"ב) בהנפקה הראשונה (IPO). מאפיינים עיקריים הם: (1) עיקר הכנסותיהן של החברות נובע מיצוא, והן משתמשות בתמורת ההנפקה כדי להשיג הכרה של לקוחותיהן ושל המשקיעים בהן. (2) חלק גדול של תקבולי ההנפקה מופנה למחקר ופיתוח ולשיווק, אלה חברות חדשניות הנוקקות לאישור איכות של שוק ההון. (3) חלק גדול יחסית של הבעלות בחברה נמכר בהנפקה. מסקנות המחקר הן: החברות המנפיקות בחו"ל הן חברות איכותיות הנוקקות לאישור איכות ורק הן תסכמנה לשלם עלויות הנפקה גבוהות יותר המתבטאות בתימחור חסר בהנפקה (UNDERPRICING). השוק בארה"ב מתאים יותר להערכה של חברות צמיחה המאופיינות במיעוט נכסים מוחשיים.

חברות ישראליות רבות, בתחום ההיי-טק במיוחד, מצאו את הדרך אל השוק למוצריהן, המציע להם לקוחות גדולים ושווקים רחבים והגיעו עם מוצריהן לשווקים אלה זה מכבר.

רישום ניירות הערך של אותן חברות בבורסות המרכזיות בארה"ב כדוגמת ה-NYSE, NASDAQ, AMEX, מהווה סימן לאיכות טובה של החברה, מכין אותה לניהול פיננסי של עסקים בינלאומיים, ומביא להכרה בהן בשוק ההון המקומי והן בשוק המוצרים שלה, ומעניק לה יחסי ציבור עקיפים המשרתים אותה בעסקיה.

ב. השיקול הפיננסי

הנפקה ורישום למסחר בשוק ההון בארה"ב - הגדול בעולם, יוצר למנפיק זמינות לביקוש עצום של משקיעים ומאפשר גיוס הון בממדים שאינם קיימים בשוק המקומי, והבטחת כושר גיוס הון בהיקף רחב בעתיד.

ג. שיקול ההשקעה בחברות היי-טק

הבורסות בארה"ב הן הראשונות והמובילות בתחום ההשקעה בחברות היי-טק בשלבים המוקדמים של התפתחותן. אף בורסה בעולם אינה מתחרה בהיקפי ההון שהשוק האמריקאי מוכן להשקיע בטכנולוגיה כאמור.

כל השיקולים האמורים על רקע השפל בשוק המקומי, המוניטין החיובי שיצא לחברות היי-טק ישראליות בעקבות רווחי קרנות הון סיכון שהשקיעו בהן, הגאות העצומה בשוק ההון האמריקאי והצמאון להשקעה בשווקים מתפתחים, הפכו את שוק ההון האמריקאי ליעד המועדף הראשון של חברה ישראלית שנמצאה מתאימה להנפקה בארה"ב.

3. איפיון החברות הישראליות הרשומות בבורסות בחו"ל

כתוצאה מההליך המתואר רשומות כיום בבורסות בארה"ב למעלה מ-100 חברות ישראליות. ישראל היא המדינה הזרה הגדולה ביותר ברישום ובמסחר של ניירות ערך בבורסות בארה"ב לאחר קנדה. מתוך סך החברות הישראליות למעלה מ-85 חברות רשומות בבורסת ה-NASDAQ ויתרתן ב-NYSE וב-AMEX. מתוך החברות הרשומות ב-NASDAQ כ-70 חברות - ניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה זו בלבד ואינם נסחרים בארץ. קרוב ל-20 מבין למעלה מ-100 החברות הרשומות למסחר בבורסות בארה"ב נסחרות גם בארץ (והן "המניות הדואליות").

מרבית ההון המגויס על ידי החברות הישראליות הרשומות למסחר בארה"ב מופנה לתהליכי מחקר ופיתוח ולבניית מערך שיווק במקום לפעולות רכישות ציוד, תשלום חובות למלווים או החזר השקעה לבעלי השליטה, המאפיינות חברות בשוק המקומי בישראל.

החברות הישראליות בארה"ב מבצעות מכירה של חלק גדול יחסית מהון המניות שלהן וההחזקות בהן לאחר היציאה לבורסה הינן מגוונות ומפוזרות יותר לעומת הריכוזיות הקיצונית המאפיינת את הבעלות בחברות הנסחרות בשוק המקומי.

ינואר-יוני 1998	1997	1996	1995	1994	
468	1,252	1,249	458	97	סך הכל גיוס הון על ידי חברות ישראליות בבורסות בחו"ל
294	192	489	132	8	מזה הקצאות פרטיות והחלפת מניות
**	998	772	310	87	מזה גיוס הון על ידי חברות תכנה אלקטרוניקה ותקשורת
774	2331	487	661	1802	סך הכל גיוס הון על ידי חברות בארץ
185	88	70	133	174	מזה הקצאות פרטיות והחלפת מניות
47	266	360	115		מזה גיוס הון בחו"ל של חברות הנסחרות גם בבורסה בתל-אביב

** אין נתון

(הנתונים בטבלה - במיליוני דולרים, המספרים ניתנו בקירוב)
המקור לנתונים - בנק ישראל - דיווחי החברות לפיקוח על מטבע חוץ
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ

4. איפיון הבורסות בחו"ל בהן רשומות החברות הישראליות

חברות ישראליות בודדות נרשמו למסחר בבורסות באירופה (שלוש חברות רשומות בבורסות בלונדון) ובקנדה (שתי חברות רשומות בבורסה בוונקובר) וניירות הערך של מספר חברות נסחרים באמצעות "עושי שוק" בבורסות באירופה (בבורסה בפרנקפורט לדוגמא). לעומת זאת כפי שתואר לעיל רשומות למסחר בארה"ב כמאה חברות ישראליות. חברות אלה רשומות למסחר בשלוש הבורסות המרכזיות בארה"ב - ה-NYSE ה-NASDAQ וה-AMEX.

ה-NYSE הינה הבורסה הגדולה בארה"ב ובעולם. החברות הנסחרות בה הן בין החברות הגדולות והמבוססות בעולם ותנאי הרישום בה הינם גבוהים ונוקשים.

ה-AMEX הינה הבורסה השניה בגודלה בארה"ב. דרישות הגילוי והדיווח בה מחמירות על דרישות המינימום של דיני ניירות ערך ודיני החברות הנוהגים בארה"ב אך מקלות בעניינים שונים על אלה של ה-NYSE.

ה-NASDAQ - National Market (NNM), שוק מעבר לדלפק (OTC), הינה כיום המתחרה הרצינית ביותר לשתי הבורסות הגדולות בארה"ב. ברשימת ה-National Market נסחרות המניות של החברות המבוססות יותר בבורסת ה-NASDAQ. הדרישות בבורסה זו עולות על המינימום הנדרש על פי דיני ניירות ערך הפדראליים אך הינן פחות חמורות מהדרישות הנוהגות ב-NYSE.

במהלך שנה זו הודיעו בורסות ה-AMEX וה-NASDAQ על איחודן.

הנפקות של ניירות ערך הרשומים למסחר ב-NYSE וב-AMEX וב-NNM פטורות מביקורת איכות על ידי ה-BLUE SKY COMMISSIONS. ניירות הערך המונפקים טעונים רישום על פי כללי ה-SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.

לתנאי רשום ודרישות דיווח וגילוי בבורסות המרכזיות בארה"ב - ר' נספח ד לדוח הוועדה.

5. ההשלכות על שוק ההון המקומי:

בעקבות החברות הישראליות אשר נדדו לשווקים הזרים גברה היציאה לאותם שווקים גם מצד המשקיעים המקומיים, אשר מבצעים השקעות בהיקפים ניכרים באותן חברות בבורסות בהן הן נסחרות בחו"ל.

המהלכים האחרונים של הליברליזציה במט"ח מחודש מאי 1998 עשויים להגביר מגמה זו. גם השינויים הצפויים ברפורמה במיסוי יאפשרו השקעה בחו"ל ביתר נוחות וכדאיות.

עקב המשבר המתמשך בשוק ההון מאז שנת 1994, לעומת השגשוג בשוקי ההון האירופיים ובעיקר בארה"ב, התמעט מאוד מספר החברות אשר ביצעו גיוסי הון בישראל, וירד משמעותית מספרן של החברות החדשות שנרשמו למסחר בבורסה.

גם חברות בעלות ערך שאינן בתחום ההיי-טק מסיטות את גיוס ההון מהשוק המקומי לשווקים זרים.

נדידת סקטורים שלמים של חברות ההיי טק וחברות רווחיות ומבוססות מתחומים אחרים מהארץ אל הבורסות בחו"ל תוך פסיחה על הבורסה המקומית, הותירה למשקיעים

המקומיים שוק מצומצם מאוד בגודלו, מאופיין בסחירות נמוכה ובמיעוט מניות עתירות סחירות המהוות את עמוד השדרה של בורסה בריאה.

בורסה במצב זה אינה יכולה למלא ביעילות את תפקידה כמכשיר לגיוס הון ומוגבלת מאוד יכולתה להתחרות בתנאי השוק העולמי.

שוק הון כזה אינו אטרקטיבי למשקיעי חוץ והיתרונות העשויים לנבוע מהשקעות זרים נמנעים מהשוק כולו.

מצב דברים זה מהווה הן פגיעה קשה בשוק ההון - מוסד מרכזי במשק מאוזן השואף לצמיחה והן מקור לפגיעה אפשרית בכושר הצמיחה של ישראל לעתיד ובמיוחד במצב של שפל בשוקי הון זרים, מצב בו מקורות ההון הזרים מתמעטים ושוק ההון המקומי לא יהיה מסוגל לתמוך בצרכי ההון של המשק.

בנוסף לאמור נפגעת תדמית המדינה בשל הצטמצמות של שוק ההון המקומי, ואבדן מעמדו כמרכיב מרכזי בכלכלה המשתלבת בכלכלה העולמית. התעשייה הנלווית לשוק ההון כולו - החתמים, נציגי משקיעים מקומיים וזרים ושאר העוסקים בפעולות בשוק ההון - נפגעת מאוד ובסיסה מצטמצם באופן בלתי הפיך.

רישום כפול של ניירות ערך

6. המגמות המאפיינות את שוקי ההון בעולם

מגמות הגלובליזציה והליברליזציה מאפיינות זה מספר שנים את ההתפתחויות בשוקי ההון. מגמות אלה באות לידי ביטוי זה כבר בהתאמת הסדרי פיקוח בין מדינות בתחומי הביטוח, הבנקאות, המטבע, הדיווח החשבונאי לצרכים שונים וגם בנושא הפיקוח על המסחר בניירות ערך בבורסות בעולם.

בשווקים המרכזיים בעולם אומצו זה מכבר הסדרים בדין הנוגעים למסחר בניירות ערך זרים, נוצרו שיתופי פעולה להכרה הדדית בכללי פיקוח והסדרים מדינתיים הנוגעים למסחר בניירות ערך, ובמרבית השווקים אומצה מדיניות הרמוניזציה ואומצו מתכונות המאפשרות רישום של ניירות ערך ופעילות בניירות ערך במספר שווקים בו זמנית (ר' המתכונות להכרה הדדית במסמכי רישום דיווח וגילוי בין ארה"ב וקנדה - נספח ה לדוח הוועדה).

שוקי ההון המרכזיים פותחים את גבולותיהם ומקיימים שיתוף פעולה ברמות שונות על מנת לאפשר את המסחר המקביל בניירות ערך של אותן חברות בשווקים שונים.

המגמות המתוארות הן שאפשרו לחברות הישראליות את הגישה לשווקים שמחוץ לישראל.

המדינות והבורסות בעולם מבקשות כולן להוות גורם ממשי בשווקים הבינלאומיים שנוצרו ומרכז משיכה למשקיעים מן החוץ, ומוצאות דרכים לעידוד חברות מקומיות וזרות לרישום מניותיהן למסחר אצלן.

בבורסות האירופאיות קמו זירות מסחר שונות המאפשרות אף רישום אוטומטי למסחר של ניירות ערך של חברות זרות על סמך הדיווחים בהם חייבות אותן חברות בשווקים המקומיים שלהן - (ראה לדוגמא - האיסדק בלונדון, הבורסה בברלין).

השוק האמריקאי עצמו עבר בעצמו החל מסוף שנות ה-80 וראשית שנות ה-90 את מהלך הפתיחה שלו לחברות זרות. בארה"ב החל מהלך זה כתוצאה מגידול במסחר בניירות ערך זרים בשוקי הון זרים על ידי משקיעים אמריקאים בשיעורים ניכרים בהשוואה להשקעותיהם בשוק האמריקאי.

מאבק ציבורי נרחב שהתנהל בארה"ב ובמרכזו ביקורת ולחץ שהופעלו על רשות ניירות ערך האמריקאית, הביאו בסופו של דבר לאימוץ הסדרים בדין האמריקאי המיוחדים לחברות זרות וכוללים הקלות שונות בדיווח ובגילוי המאפשרות רישום מהיר ופשוט של ניירות ערך זרים בארה"ב.

נראה כי בעולם כולו מצליחה הליבראליזציה בפיקוח על שוקי ההון שנועדה לעודד את הרישום הכפול של ניירות ערך למסחר לשמש בידי הבורסות המקומיות מכשיר להצטרפות לשוק העולמי, להתחרות בשוק זה, ולהישאר אטרקטיביות למשקיעים המקומיים והזרים כאחד.

7. היתרונות לחברה בביצוע רישום נוסף למסחר גם בשוק זר מפותח יותר

התופעה המקובלת בעולם הינה זו של רישום ניירות ערך של חברות במספר שווקים. בדרך כלל רישום ראשוני של ניירות הערך למסחר נעשה על ידי חברה בארץ המוצא שלה ורישום נוסף נעשה במקביל בחו"ל או לרוב בשלב מאוחר יותר.

כאמור ישראל הנה ייחודית בתופעה של חברות מקומיות אשר ביצעו גיוסי הון ורישום למסחר של ניירות ערך שלהם בבורסות בחו"ל בלבד ופסחו על שלב הרישום למסחר בבורסה המקומית בתל-אביב.

ישנן חברות מבין אלה הישראליות הרשומות כיום למסחר בחו"ל בלבד אשר הביעו עניין ורצון ברישום של ניירות הערך שלהן גם בבורסה בתל-אביב בנוסף על הרישום שביצעו כבר בחו"ל, אך העלו עם זאת את הבעיות והמכשולים העומדים בדרכם זו - ונושא זה ידון בדוח.

לרישום הכפול של ניירות ערך למסחר בשני שווקים במקביל מספר יתרונות -
 א. לרישום מניות למסחר במספר שווקי הון בעולם השפעה חיובית בדרך כלל על ערך החברה. מסחר בשני שווקים במקביל עשוי לחשוף את החברה למאגר לקוחות גדול יותר המצוי בשווקים השונים, ולאפשר לה להשיג נגישות קלה יותר למקורות הון במחיר אופטימלי.

ב. רישום בשני שווקים מאפשר לחברה להתגבר על מכשולים ובעיות המיוחדות לשוק מסוים, כגון נושאים של הנפקות לעובדים העשויות להיות רלוונטיות יותר לחברה בשוק אליו קרובים אותם עובדים.
 בדרך כלל נעשה הרישום הנוסף בבורסה יותר מפותחת ויותר מתקדמת ולכן גם יותר מקלה בנושאים מסוימים.

ג. בורסה נוספת מאפשרת זמינות הון רחבה יותר ומשקיעים נוספים. כמו כן ביזור המסחר בניירות הערך של החברה עשוי לעזור לחברה בהתגברות על תנודתיות אזורית, בהעדר קורלציה מלאה בין השווקים.

ד. רישום נוסף של ניירות ערך בשוק זר מהווה בדרך כלל את פריצת מחסום הבילאומיות לגבי החברות הרשומות. ההכרה בשוק הזר וההתמודדות עם הגורמים הזרים הפיננסיים והאחרים במהלך הרישום למסחר ובעקבותיו מכינים את החברה להתמודדות בשוק הבילאומי ולהכרה בה. כמו כן קיימים יתרונות לא ישירים לחברה כתוצאה מהרישום בבורסות נוספות כגון "הכרה" במוצריה.

8. היתרונות האפשריים לחברה ישראלית הרשומה בחו"ל ברישום למסחר גם בארץ

מצב בו נרשמו חברות כה רבות למסחר בחו"ל ונמנעו מהרישום למסחר בארץ אינו מצב רגיל ואינו תקין. עולה השאלה האם ניתן למצוא יתרון לאותן חברות ברישום למסחר גם בארץ.

ניתן למצוא מספר יתרונות כאמור -

א. שוק ההון האמריקאי נמצא כבר למעלה משש שנים בתקופת הגאות החזקה והארוכה בתולדותיו. אפילו שוק זה יגיע לשפל זמני, גם אם יחסי, באחד הימים. קשה לחברה לתאם את ההתפתחות העסקית שלה בהתאם למצבי שוק ההון בו היא נסחרת. חברה

עשויה להידרש להון נוסף בדיוק בתקופה של שפל בשוק האמריקאי. גם השוק המצומצם בארץ יכול לספק צרכי הון בהיקפים משמעותיים לחברות טובות במחיר אטרקטיבי לעין ערוך מהצורך להיעזר בהון זר בתקופת מצוקה פיננסית.

ב. יש לזכור שגם הטובה בחברות הישראליות הרשומות למסחר בחו"ל עדיין הנה חברה קטנה במונחים אמריקאיים בבורסות בארה"ב, ועדיין נחשבות אותן חברות בחלקן הגדול להשקעות ברמת סיכון גבוהה ולהשקעות בשווקים מתפתחים. בתקופת שפל יתכן כי רמת הנאמנות של המשקיעים המוסדיים בארה"ב למניות מסוג זה תרד מאוד והן ייצמדו למניות בחברות מקומיות ערכיות ואפשרות גיוס ההון של החברות הישראליות תפגע משמעותית. לעומת זאת - בשוק הישראלי חלק ניכר מהחברות הנסחרות בחו"ל נחשבות למניות איכותיות ולפאר התעשייה המקומית - עובדה ההופכת אותן לאטרקטיביות למשקיעים מוסדיים מקומיים, למשקיעים זרים המתמחים בשוק ולכלל הציבור. עמדה כזו עשויה להביא לאיזון המסחר בנייר הערך בכל הזמנים ובעיקר בתקופות של שפל בשוקי חו"ל, ולאזן את יכולות גיוס ההון של החברה.

ג. למרות שהחברות הישראליות בחו"ל הינן בעלות מאפייני מסחר בילאומיים עדיין ציבור רחב הקשור לחברות - עובדי החברה ומנהליה, ספקיה וגורמים מעוניינים אחרים בה - פועל בארץ וקל לו ונוח לו יותר להשקיע או לסחור במניות החברה דווקא בבורסה המקומית. אין בידינו נתונים מדויקים בדבר, אך ידוע כי מרבית המשקיעים בחברות הישראליות הנסחרות בחו"ל הינם תושבי ישראל אשר גם מבחינת מיסוי וגם מבחינת זמני תגובה קל להם יותר לסחור באותן מניות בבורסה קרובה בארץ.

ד. לגבי חברה הרשומה בארץ המקור שלה מתקיימים גם "הכרה" ו"אישור" בעיני המשקיעים בחו"ל מעצם עובדת הרישום שלה למסחר במקום בו היא "מוכרת".

כל זאת נכון אם מגבלות וקשיים מסוימים יוסרו מהליכי המסחר בשוק המקומי (ובכך עניינה של הוועדה). דוגמא אחת בלבד, אך בולטת, היא נושא ההנפקה לעובדים המקובלת כל כך בחברות היי-טק וקשה בשוק המקומי.

9. יתרונות ברישום של ניירות ערך של חברות ישראליות הרשומות למסחר בחו"ל לשוק ההון המקומי

קצרה היריעה מלתאר את היתרונות העשויים לנבוע לשוק המקומי מהרישום למסחר של החברות הרשומות בחו"ל גם פה.

אם לא תצליח העצירה של המגמה בשוק ההון המקומי - קיים סיכון המאיים על השוק כולו.

חלק חשוב בעצירת המגמה הנו הבאה לבורסה בארץ של אותן חברות ישראליות הרשומות רק בחו"ל.

הכלכלה הישראלית וגם תעשיית ניירות הערך בישראל זקוקה לשוק בעל היקפי מסחר גדולים המהווה מוקד משיכה גם למשקיעים זרים, וגם לחברות המבקשות לבצע גיוסי הון.

שוק הון מתפתח על ידי גורמי השוק במיוחד. בשוק בו צד ההיצע הינו מעוות החברות הטובות עוזבות ורק אותן חברות שאינן יכולות לעשות כן נותרות בו. הדבר מביא לבריחת משקיעים מקומיים ולדילול שוק ההון כולו. הבאה של מניות בעלות סחירות גבוהה, אפשרות ארביטראז' בשעות השונות משעות המסחר המקומיות תוסיף ערך לשוק תגדיל מחזורי מסחר ותוסיף לשוק יציבות.

החברות הישראליות הרשומות למסחר בבורסות בארה"ב יהוו סחורה אטרקטיבית הן למשקיעים ישראלים, שכבר הוכיחו את העניין בהן על ידי ביצוע השקעות בניירות הערך של אותן חברות בבורסות בחו"ל, והן למשקיעים זרים, במיוחד מאירופה, שימצאו עניין בהשקעה באותן חברות, ובאפשרות לבצע השקעה זו בסמיכות גיאוגרפית ובשעות מסחר שאינן זמינות להם בבורסות אחרות.

הרישום הכפול יגדיל את מספר החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב, והגדלת היקפי המסחר בחברות הנסחרות גם בחו"ל עשויה להביא למשיכת משקיעים נוספים להשקיע גם בניירות הערך של חברות אחרות בשוק המקומי, ולהגדיל את הסחירות והנזילות של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בכלל. בעתיד הרחוק יותר יאפשר הרישום הכפול גם לחברות זרות להרשם למסחר בארץ.

אין מחלוקת למעשה כי הגדלת מספר החברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה בתל אביב בכלל ורישום ניירות הערך של החברות הישראליות הרשומות למסחר בארה"ב בפרט עשויים לתרום להרחבת בסיס המשקיעים בבורסה.

הגדלת היקף המסחר בניירות ערך של אותן חברות שירשמו לראשונה למסחר בבורסה תביא לעניין ולהרחבת היקף המסחר גם במניות החברות האחרות הנסחרות בבורסה בתל אביב, ובכך תתרום לשכלול שוק המניות בבורסה ולקביעת מחירי ניירות ערך הקרובים

יותר לשווי הכלכלי האמיתי שלהם, ותוך כך גם לחיזוק אמונו של ציבור המשקיעים המקומי בשוק ההון והבורסה.

יתרונות אלה עשויים לנבוע לשוק ההון המקומי גם אם בשלב ראשון רק מספר קטן יחסית מהחברות הרשומות למסחר בארה"ב יחליטו לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר גם בישראל.

יתרונות מיוחדים אף עשויים לקבוע לשוק ההון המקומי דווקא כתוצאה מרישום למסחר של ניירות ערך של חברות הרשומות למסחר בבורסות מרכזיות בארה"ב.

שוק ההון האמריקאי על הסדרי המסחר והוראות הפיקוח הנוהגים בו הם מן המתקדמים בעולם, והצליחו להביא לאיזון בין צרכי החברות הנסחרות ועניינם של המשקיעים, תוך יצירת מנגנונים המספקים הגנה נאותה על ציבור המשקיעים. כוחות השוק, באמצעות ריבוי תביעות ייצוגיות, פרסומי אנליסטים העוקבים באופן שוטף על ביצועי החברות הנסחרות, ופיקוח הדוק של הבורסות המרכזיות בארה"ב על התנהגות החברות הנסחרות בהן, פועלים גם על אותן חברות ישראליות הרשומות למסחר שם, ויש לקוות כי השפעת גורמים אלה תובא לארץ יחד עם רישום אותן חברות למסחר בשוק המקומי ותשפיע גם על התנהגות החברות האחרות בבורסה בתל אביב.

משקיעים ישראלים המבצעים כיום את השקעותיהם בחברות הישראליות הנסחרות בארה"ב עושים זאת בבורסות בהן רשומות אותן חברות, למרות עלויות המס הכרוכות בכך ואשר מהן הם יכולים להימנע אם יבצעו את השקעותיהם במניות אותן חברות בארץ.

לא זו בלבד שההגנה על המשקיעים באותן חברות לא תפגע כתוצאה מהרישום הכפול אלא שהיא עשויה לתרום להם מידע כלכלי-ניתוחי, בזמינות ונגישות קלים יותר, ואף הזדמנות להשתמש בכלים שמציע השוק האמריקאי למשקיעים המקומיים באותן חברות (לדוגמא - אפשרות הצטרפות לתביעות ייצוגיות המוגשות בארה"ב).

יוצא איפוא שרישום גם בשוק המקומי של לפחות חלק משמעותי מהחברות הנסחרות בחו"ל ועצירת הגל של רישום למסחר בחו"ל בלבד, הינם צעד חשוב בהתפתחות שוק ההון בישראל.

הגורמים המוסדיים האחראים על שוק ההון ובראשם רשות ניירות ערך ראו לעצמם חובה לוודא כי המכשולים והמגבלות המוסדיות המונעים או עלולים למנוע את הרישום הכפול

של אותן חברות שבחוו"ל יוסר מדרכן של חברות אלה עד לגבול של שמירה על עקרונות הבסיס הנוגעים לענייניו של ציבור המשקיעים.

מעבר לכך יוכלו רק החברות עצמן להחליט אם ירצו להרשם בארץ ולנצל את היתרונות הנובעים מכך. רשות ניירות ערך יכולה רק להבטיח שבעת רצון כאמור לא תהא קיימת מכשלה מטעמה.

10. מינוי הוועדה

על רקע המתואר לעיל מונתה על ידי יושבת ראש רשות ניירות ערך הוועדה לנושא רישום כפול של ניירות ערך.

הוועדה התבקשה לבחון האם יש מקום לתת הקלות ברישום למסחר של ניירות ערך ובדיווחים של חברות אשר ניירות הערך שלהן נרשמו קודם לכן למסחר בבורסה מחוץ לישראל.

לכתב מינוי הוועדה - ר' נספח א לדוח.

פרק ב' - העקרונות בבסיס המלצות הוועדה

עקרונות מרכזיים עמדו בבסיס החלטות הוועדה הנחו אותה בכתיבת מסקנותיה והביאו אותה למסקנה כי נדרשות פעולות דחופות, כאלה העשויות לשפר את מעמדה ומצבה של הבורסה בישראל, ולאפשר לשוק ההון הישראלי להצטרף למגמות העולמיות וזאת בטרם נאחר את השעה.

1. ההצטרפות למגמות העולמיות - הזדמנות וחובה

הוראות הדין המקומי אינן מציעות גישה לחברות זרות לשוק המקומי ואינן מתאימות עוד במתכונתן הנוכחית לחברות אשר פרצו את גבולות הארץ והגיעו כבר לשווקים עולמיים. עמידת הרשויות מן הצד תוך התבצרות בהוראות דין אלה עלולה להותיר את ישראל ושוק ההון שלה מוגנים היטב מפלישות זרות, אך מבודדים הן מחברות והן ממשקיעים מן העולם.

המשק הישראלי המבקש להיות משק מודרני, ליבראלי פתוח לעולם ומבוסס על צמיחת תעשיות מתוחכמות עתירות ידע, חייב שיהיה לצדו שוק הון משוכלל שאחד ממאפייניו הוא יכולת הנפקה ומסחר סדירים של ניירות ערך, לרבות של מנפיקים מתעשיות היי-טק. תלות גדולה מדי בהשקעות ישירות ובהנפקות החברות בשווקי הון זרים, חושפים את המשק לסיכונים רבים - החל בניוון שוק ההון וכלה בבריחת השקעות מקומיות ובריחת ידע וטכנולוגיה.

מצב בו סקטור כה חשוב בכלכלת ישראל, תעשיית ההיי-טק, אינו מוצא את מקומו ויצוגו הראשי במסגרת שוק ההון הישראלי - אינו מצב תקין. יש אמנם יתרונות בגיוס הון על ידי חברות מקומיות בחו"ל, זאת כחלק משלים לפעילות שוק הון בישראל ולא כגורם תחליפי. אין סיבה שלא לאפשר לאותן חברות להנות מיתרונות של נזילות גדולה יותר, וסחירות בשוק נוסף, ותוך כך לאפשר גם למשקיעים מקומיים להנות מביצוע השקעות בניירות הערך של אותן חברות.

מכאן שהוועדה ראתה בהצטרפות למגמה העולמית של פתיחות שוק ההון גם הזדמנות וגם חובה וקיבלה בעקרון את הצורך בהקלות לרישום הכפול עד לגבול המחויב לאיזון בין השגת המטרה של פתיחת השוק לבין שמירת העקרון של הגנה על ציבור המשקיעים.

2. היעד המיידי - חברות ישראליות הרשומות למסחר בבורסות המרכזיות בארה"ב

נושא הרישום הכפול מתייחס באופן תאורטי לבורסה בתל אביב מול כל בורסה אחרת בעולם. הוועדה מצאה לנכון, מטעמי ישימות, להתייחס בדוח זה לבורסות המרכזיות בארה"ב בלבד, תוך התמקדות בחברות הישראליות הנסחרות בהן.

ההנמקות:

- א. כאמור ברקע לדוח זה רובן המכריע של החברות הישראליות הרשומות כיום בבורסות בחו"ל רשומות למסחר בשלוש הבורסות המרכזיות בארה"ב.
- ב. הדין האמריקאי לפיו מדווחות אותן חברות הינו מן המתקדמים בעולם בתחום ניירות ערך ואין מחלוקת בדבר היותו מקיים את ההגנה על המשקיע הסביר אף על פי הסטנדרטים בדין הישראלי.
- ג. הקירבה והשאיפה של הדין הישראלי להתקדם במסלול הדין האמריקאי תוך התאמתו לתנאי ישראל.

בשלב זה מציעה הוועדה להכיר בכך שחברות שניירות הערך שלהם נסחרים באחת מהבורסות המרכזיות בארה"ב - ב-NYSE, ב-AMEX וברשימת ה-NMS, ב-NASDAQ - ושהן כפופות מבחינת כללי הגילוי והדיווח לציבור המחזיקים בניירות הערך שלהם גם לרשות ניירות ערך האמריקאית (ה-SEC) ובכפוף לקיום תנאי סף (שיפורטו בהמשך) - תהיינה חברות הכשירות לרישום למסחר של ניירות הערך שלהן גם בבורסה בתל-אביב, במסלול מיוחד.

לדעת הוועדה יש לבחון בעתיד (בעיקר אם יגדל מספר החברות הישראליות הנרשמות בבורסות אחרות) את הכללים והדינים הנוהגים גם בבורסות מרכזיות באירופה, ולבדוק את האפשרות לביצוע הקלות ו/או שינויים נדרשים נוספים בדינים, וכן שיאפשרו נגישות של חברות הרשומות כיום למסחר באותן בורסות, גם לבורסה בת"א.

3. קבלת הוראות הדין האמריקאי החל על החברות הנסחרות בארה"ב כבסיס נאות להגנה גם על ציבור המשקיעים בישראל.

אין מחלוקת כי הוראות הדין החלות גם על החברות הישראליות הרשומות בבורסות בארה"ב, הדינים הפדראליים והוראות הבורסות המרכזיות שם (NYSE, AMEX, NASDAQ), הנם בסיס ראוי להענקת הגנה נאותה לציבור המשקיעים גם בארץ תוך קיום המטרות המשותפות גם לדיני ניירות ערך הישראליים. יתרה מכך - הדינים האמריקאיים האמורים שימשו זה שנים בסיס לפיתוח הוראות הדין הישראלי בתחום המסחר בניירות הערך. הדמיון הרב בין מערכות הדינים מקל על התאמה והתקרבות הדרושים על מנת לאפשר רישום כפול של ניירות ערך, תוך עריכת שינויים קלים בדין המקומי.

כיון שהכוונה היא למשוך את החברות הישראליות הרשומות למסחר בחו"ל בלבד, יש לאפשר להן גישה נוחה וקלה לרישום למסחר ולפעילות בניירות הערך שלהן גם בארץ.

הוועדה הגיעה למסקנה כי ניתן לקבל את הדין האמריקאי כבסיס להגנה על ציבור המשקיעים בארץ ולאפשר בכך רישום של ניירות הערך של החברות הנסחרות בחו"ל גם בבורסה בתל-אביב.

זאת ניתן לעשות תוך מתן הקלות מסוימות בהוראות הדין המקומי ונקיטת מספר אמצעי זהירות שעיקרן להלן.

ההקלות מסתכמות בשני נושאים מרכזיים וחיוניים. האחד הוא - ויתור על פרסומו של תשקיף בעת הרישום למסחר בארץ של החברות הישראליות הרשומות בחו"ל, וקבלת דיווח שוטף בשפה האנגלית לחברות כאמור אשר תבחרנה להמנע מתרגום דיווחיהן לשפה העברית. אמצעי זהירות נשמרו על ידי הוועדה על ידי ייחוד תחולת ההקלות המוצעות לחברות אשר רשומות למסחר בבורסה מרכזית בארה"ב, פירסומו תשקיף בארה"ב, דיווחו לציבור על פי הוראות הדין בארה"ב דיווח שוטף במהלך שנתיים לפחות והן עומדות בדרישות הגילוי והדיווח החלות על מנפיק מקומי בארה"ב, משמע - אינן מנצלות את ההקלות המיוחדות בדין האמריקאי לחברות זרות בארה"ב. חברות אלה יידרשו להגיש מסמך רישום לרשויות בארץ ויסומנו בסימן מיוחד לחברות שברישום כפול.

4. עקרון אי ההפליה - רמת גילוי ודיווח דומה לכלל החברות הנסחרות בארץ

עקרון אי ההפליה הינו עקרון יסוד בדין הישראלי ובהגיון העסקי ולכן הכוונה לקבוע כללים אחידים, ככל הניתן, לחברות הרשומות גם בבורסות בחו"ל ולחברות מקומיות הנסחרות בבורסה בארץ בלבד. יחד עם זאת, התאמת הדרישות המיוחדות לחברות זרות הנרשמות ברישום כפול מצד אחד ולחברות הישראליות הרשומות בארץ בלבד מצד שני, ללא פגיעה במהות הדרישות, אין בה לדעת הוועדה משום פגיעה בעקרון השוויון.

הוועדה סבורה כי יש לשאוף שהמלצותיה לשינויים בהוראות הדין המקומי יחולו לגבי כלל החברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב, בשינויים המחויבים.

מובן כי הוראות מסוימות הן מיוחדות, כדוגמת הוראה שתאפשר רישום למסחר של ניירות ערך של חברות הנסחרות בבורסה בחו"ל על סמך מסמך רישום שייחוד לעניין זה, בעוד שמנפיק ישראלי נדרש פרסום תשקיף. אין הוועדה רואה בכך משום אפליה שכן מסמך הרישום הנדרש מהחברה הנסחרת בחו"ל מהווה את העדכון לתשקיף שפרסמה כבר בחו"ל.

5. שלבי יישום המלצות הועדה

הועדה התרכזה בשלב ראשון בהמלצות הנוגעות להסדרת הרישום למסחר והדיווח השוטף של החברות הרשומות בחו"ל וזאת לאור הדחיפות שראתה בטיפול בנושא זה. ההמלצות הנוגעות לעניינים אלה ניתנות לאימוץ לאחר עריכת השינויים המתבקשים בחקיקה ובתקנות וזאת תוך חודשים ספורים. בשלב שני התייחסה הועדה ופירטה המלצותיה בנוגע לאפשרות ביצוע גיוסי הון על ידי אותן חברות בבורסה בתל-אביב.

נקיטת פעולות לעידודן של החברות הישראליות הרשומות בחו"ל להרשם למסחר בבורסה בתל אביב, יהא שלב ביניים בדרך לבחינת הדרכים לקרובן של חברות זרות הרשומות בשווקים שונים בעולם, לשוק הישראלי ולרישום של ניירות הערך שלהן למסחר בבורסה בתל אביב.

פרק ג' - עיקרי המלצות הוועדה**מתכונת ההמלצות**

הפרקים הבאים מכילים דיון מפורט בהמלצות הוועדה. מעבר לקביעת העקרונות הכלליים ביקשה הוועדה לוודא שהמלצותיה הן ישימות ואין בהן כדי ליצור מכשולים בדרכן של הרשויות והחברות הנסחרות בהמשך הדרך. אשר על כן מבנה הפרקים - כמבנה עבודת הוועדה - עוקב אחר דרכה של חברה ישראלית הרשומה למסחר באחת הבורסות המרכזיות בארה"ב, בבואה לרשום את ניירות הערך שלה בבורסה בישראל, עמידתה בדרישות לצורך הרישום במסגרת המתכונת המיוחדת, דרך הגשת מסמך הרישום, מסמכי הגילוי והדיווח הנדרשים במהלך השוטף של פעילות החברה וכלה בגיוס הון חדש בהמשך בבורסה בארץ או בחו"ל.

לגבי כל סוגיה בתהליך האמור מכיל הדוח את הגדרת הנושא והבעייתיות העשויה להיות כרוכה בו, דיון בדעות השונות שהועלו בוועדה באותו נושא, ולבסוף המלצת הוועדה הנוגעת לעניין.

עיקרי ההמלצות**1. כללי**

מוצע כי יתקבלו בארץ דיווחי החברות הנסחרות בבורסות בארה"ב בשפה האנגלית בה הם מוגשים בארה"ב. חברה הרשומה ברישום כפול תהא רשאית גם לתרגם את המסמכים אותם הגישה בארה"ב תרגום נוחות לשפה העברית.

2. שלב הרישום למסחר

מוצע כי יאומץ מסלול מיוחד לרישום למסחר בבורסה בתל אביב של ניירות ערך של חברות ישראליות אשר ניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסות בארה"ב. הרישום למסחר יעשה על פי מסמך רישום שיוגש בארץ ויתבסס על הדוח השנתי של החברה הנסחרת בארה"ב במתכונת האמריקאית או על התשקיף האחרון שפרסמה אותה חברה, המאוחר מביניהם.

החברות שיבחרו להירשם למסחר במסלול זה של רישום כפול יסומנו ברשימות הבורסה ויובחנו בדרך זו מן החברות הרשומות למסחר בבורסה בתל-אביב בלבד והמדווחות דיווח רגיל.

3. הדיווח השוטף

מוצע כי החברות הישראליות אשר ניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסות בארה"ב יגישו לרשות ניירות ערך דיווחים שוטפים במתכונת בה הם מפורסמים בארה"ב ויהיו כפופים לביקורת ופיקוח הרשות בארץ כפי שזו תמצא לנכון להפעילה במסגרת סמכותה על פי הדין.

כמו כן מציעה הוועדה כי יאומצו מספר שינויים בהוראות הדיווח השוטף בדין הישראלי והן יתאימו להוראות הדין האמריקאי הנוגעות לאותם עניינים בדיווח השוטף של חברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה. השינויים מוצעים בנושאים הבאים.

א. דיווח מיידני על אירועים מיוחדים העשויים להשפיע על עסקי החברה ועל שערי ניירות הערך של החברה, ביטול הדרישה הקבועה בדין להודעה על משא ומתן שמנהלת החברה והענקת שיקול דעת לחברה לעכב דיווח מיידני בנסיבות מסויימות.

ב. יתאפשר דיווח בארץ על פי כללי חשבונאות אמריקאיים (GAAP) הכולל ביאור התאמה לכללי הדיווח החשבונאי הישראלי.

ג. ביטול הדרישה לכינוס אסיפה כללית לאישור הקצאה פרטית על פי דרישת מחזיק ב-1% ממניות החברה. קביעת סף של 20% מהון החברה להקצאה מהותית אשר תחייב אישורים מיוחדים בחברה.

ד. יתאפשר דיווח בדבר עיקרי תוצאותיהן העסקיות של החברה במסגרת של דוח מיידני.

4. הצעת ניירות ערך לאחר הרישום למסחר

מוצע לאמץ שינויים במתכונת התשקיף הישראלי בהתאמה למתכונת התשקיף האמריקאי כך שתתאפשרנה הנפקות חוזרות והנפקות מקבילות של חברות הרשומות ברישום כפול גם בארץ. מוצע כי הצעת ניירות ערך של חברה לעובדיה לא תהא כרוכה בפרסום תשקיף.

פרק ד' - מסלול הרישום הכפול - המלצות לשלב הרישום למסחר1. דרישות הדיווח והגילוי בשלב הרישום למסחר

השלב המכריע בנושא הרישום הכפול הנו שלב הרישום למסחר. **קיום מסלול של רישום כפול תלוי במידה רבה באופן בו יתאפשר רישום למסחר בארץ של ניירות הערך של החברות הרשומות למסחר בבורסה בחו"ל.** מצד אחד קשיים ומכשולים על דרכן של החברות בשלב זה עלולים לגרום להן לוותר כליל על הבחירה ברישום ניירות הערך שלהן למסחר בשוק נוסף, מצד שני דרישות הרשויות בשלב זה אמורות להוות את כרטיס הכניסה של החברות לשוק המקומי ולספק למשקיעים את מקור המידע הראשון והיחיד בשלב זה (עד לדיווחים שוטפים), להכרת החברה.

הוועדה שמעה דעות שונות בנוגע לדרישות אותן יש להחיל על החברות הנסחרות בבורסות זרות לצורך הרישום למסחר בבורסה בארץ. יש הגורסים כי כל דרישה של רשות נוספת הינה בגדר נטל שאף היתרונות הנובעים מרישום כפול אינם שקולים מולו, ולכן כיוון שרישום למסחר בבורסה בארץ מקים כפיפות לדין נוסף אשר יחייב את החברות הרשומות בחו"ל הן תמנענה מבחירה ברישום כפול.

גישה זו מביאה למסקנה כי רישום כפול מחייב ויתור מוחלט של הרשויות המוסמכות בארץ על הסמכות המוקנית להן בדין לפיקוח לצורך שמירה על ענייניהם של ציבור המשקיעים, כך שיווצר מצב של העדר פיקוח של רשות כלשהי על הגילוי והדיווח של החברות הנסחרות ברישום כפול לגבי ניירות הערך שירשמו בארץ.

אחרים גורסים כי יש לצמצם ככל האפשר, במסגרת הפעלת הסמכות של הרשויות המקומיות ובהתחשב בנתוני החברות ובמידע הקיים לגביהן בציבור, את הדרישות שיחולו על אותן חברות בשלב מקדמי זה של רישום בארץ של ניירות הערך שלהם הנסחרים כבר בשוק מפותח בחו"ל.

בפני הוועדה הובאה גם הצעתה של הבורסה לניירות ערך לרישום כפול. הצעה זו, של רישום כפול אוטומטי, מפרידה לחלוטין בין המסחר בניירות ערך המקומיים לבין המסחר בניירות ערך של אותן חברות ישראליות אם תרשמה למסחר גם בבורסה בתל-אביב.

אין במתכונת המוצעת על ידי הבורסה בסיס ליישום והחלה של הוראות דין אחידות על כלל החברות הפועלות בבורסה או ליצירת קשר בין נורמות הפעילות של החברות המקומיות ושל אלה הרשומות למסחר גם בחו"ל, והיא אינה מקיימת את העקרונות שהנחו את הוועדה.

מתכונת הצעת הבורסה הינה מרחיקת לכת מבחינת הויתור על סמכויות הפיקוח של הרשויות בארץ, ויתור שאינו נדרש לדעת הוועדה לצורך העניין. היתרונות לשוק הישראלי לא ימצאו כתוצאה מאימוץ מתכונת רישום אוטומטי דוקא. במתכונת זו רחוקה האפשרות לכך שהיקפי מסחר גדולים יותר בבורסה כתוצאה מההשקעות הנוספות בניירות הערך של החברות הנסחרות גם בחו"ל, יביאו להגדלת המסחר גם בניירות ערך של חברות אחרות בארץ.

2. מסלול הרישום הכפול - מסמך הרישום

הוועדה מציעה לאפשר לחברות ישראליות הנסחרות באחת מהבורסות המרכזיות בארה"ב לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר על פי מסמך רישום שיפורסם לציבור בארץ. מסמך הרישום יוגש על ידי החברה לרשות ניירות ערך ולבורסה ויחליף לענין זה את התשקיף שבפרסומו חייבת על פי הדין הקיים כל חברה המבקשת לרשום את ניירות הערך שלה למסחר בבורסה בת"א.

3. תוכן מסמך הרישום

הוועדה מציעה כי לצורך הרישום למסחר בלבד של ניירות ערך של חברות הנסחרות בחו"ל וכמקור למידע עדכני, מפורט ונאות לצרכיו של המשקיע, יוגש על ידי החברות הנסחרות בארה"ב מסמך רישום אשר יכלול את הדוח השנתי האחרון (על פי FORM 20-F או FORM 10-K) שהגישה החברה בחו"ל לרשות לניירות ערך בארה"ב, או את התשקיף שפירסמה - האחרון שביניהם, ואת הדוחות הרבעוניים שפרסמה החברה מאז הדוח השנתי (או התשקיף לפי העניין), ועד להגשת הבקשה לרישום למסחר בארץ.

הוועדה מציעה לקבל בארץ את הדיווח על פי המתכונת והדרישות המחייבות חברה אמריקאית הרשומה למסחר בארה"ב ואינה מציעה לקבל דיווח הכולל הקלות מהן נהנית חברה ישראלית בחו"ל מכוח היותה שם חברה זרה. לכן, מסמך הרישום יכלול הצהרה של החברה לפיה לא קיימים הבדלים בין הדיווח שלה לדיווח של חברה אמריקאית בדוח השנתי על פי FORM 10-K או לדיווח הרבעוני של חברה אמריקאית או כל דרישת דיווח ו/או גילוי החלות על-פי הוראות הבורסה בה נסחרת אותה חברה, על חברות אמריקאיות הנסחרות באותה בורסה, וכי אינה נהנית מההקלות הניתנות בדיון בארה"ב לחברות זרות שם.

חברה אשר אינה יכולה להצהיר כאמור והיא מדווחת בארה"ב על פי FORM 20-F תיכלול במסמך הרישום את פירוט הנתונים לגבי אותם עניינים שאינם נדרשים בארה"ב מחברה זרה ואשר היתה מפרסמת בארה"ב לו דיווחה על פי דרישות FORM 10-K.

כמו כן יכלול מסמך הרישום גם כל מידע שפירסמה החברה לציבור בארה"ב בשנתיים האחרונות מבלי שהיתה מוטלת עליה חובה לעשות כן (כגון מסמכי PROXY לאסיפות בעלי מניות וכיוצ"ב).

לנוסח מוצע למסמך הרישום - ר' נספח ו לדוח הוועדה.

4. דין מסמך הרישום

מסמך הרישום יוגש על ידי החברה לרשות ניירות ערך בישראל ולבורסה לניירות ערך בת"א פרסומו יהא כפוף לאישור הרשות, והרישום למסחר של ניירות הערך של החברה יהא כפוף לקבלת אישור הרשות והבורסה, בדומה לקבוע בדין לגבי רישום למסחר של ניירות ערך של חברות הרשומות בבורסה בתל-אביב בלבד.

מקום שהרשות תמצא לנכון לבקש הבהרות ו/או תיקונים כלשהם למסמך, תוכל לעשות כן על ידי הפעלת הסמכות המוקנית לה לעניין זה בחוק לגבי התערבות במסמכי דיווח וגילוי המוגשים לה.

5. האחריות בגין מסמך הרישום

מוצע כי האחריות הפלילית והאזרחית שתחול בכל הנוגע למסמך הרישום תהא זו החלה על-פי הדין בארץ על דוח שוטף המוגש לרשות על ידי חברות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה בתל-אביב בלבד. אין הוועדה רואה לנכון לשנות מרמת האחריות במסגרתה נכתב והוגש הדוח השנתי על ידי החברה מלכתחילה. כך תחול אחריות שווה על כל הדוחות התקופתיים אשר תגיש חברה שברישום כפול במסגרת דיווחיה גם לאחר הרישום למסחר.

6. ניירות הערך שיירשמו למסחר בארץ

ניירות הערך של החברות הרשומות בבורסות בחו"ל הינם מסוגים שונים. על פי הדין האמריקאי אין חובה לרשום למסחר בבורסה את כל כמות או את כל סוגי ניירות הערך של החברה.

על פי הדין בארץ כל כמות ניירות הערך של החברה הרשומה למסחר חייבים להרשם למסחר בבורסה. כמו כן על פי הדין בארץ הון המניות של חברה הנרכשת למסחר לראשונה צריך להיות מורכב מסוג אחד של מניות בעלות זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. החברה רשאית להנפיק מניות בכורה (מניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה) ובלבד שחלפה שנה מיום רישום מניותיה למסחר והנפקת מניות נוספת בחברה רשומה חייבת להעשות במניות העדיפות בזכויות ההצבעה.

על פי מסמך הרישום יירשמו למסחר בארץ ניירות הערך של החברה שבחו"ל מכל סוג הרישום למסחר שם, והחברה תצהיר על כך במסמך הרישום. המטרה היא לאפשר למשקיעים בארץ את הגישה לכל סוגי ניירות הערך הנסחרים בבורסות בארה"ב, ואשר המסחר בהם מפוקח גם על פי הדין הנוהג בארה"ב.

כמו כן חברה כאמור תרשום למסחר בארץ את כל כמות ניירות הערך שבהן המונפק שלה מהסוג אשר רשום למסחר.

7. החברות שניירות הערך שלהן ירשמו למסחר על פי מסמך הרישום

מוצע כי מתכונת זו של רישום כפול תחול על החברות שבחוו"ל, אשר ניירות ערך שלהם נסחרים באחת הבורסות המרכזיות בארה"ב (ה-NYSE ה-NASDAQ וה-AMEX) ואשר עומדות בקריטריונים הבאים:

- פרסמו לציבור בארצות הברית לפחות שני דוחות שנתיים תקופתיים הערוכים על פי F-20 FORM ולפחות שישה דוחות לתקופות הביניים.
- הכונה היא לאפשר את מתכונת הרישום הכפול לחברות בעלות ותק של דיווח ומסחר רצופים לתקופה של שנתיים ימים לפחות.
- לא מתקיימת נגדן או נגד נושאי משרה או בעלי עניין באותן חברות, חקירה של הרשות לניירות ערך האמריקאית (SEC) או של אחת הבורסות בהם רשומים ניירות הערך שלהם למסחר, או של רשות אחרת בארץ או בחו"ל בנוגע לעבירות כלכליות ו/או מסחריות, למיטב ידיעתה של החברה, ושל בעלי שליטה או נושאי משרה בה.
- החברות ובעלי העניין בהן, לא הורשעו בהפרת הוראה מהוראות דיני ניירות ערך בארה"ב, במהלך חמש השנים האחרונות.

חברה אשר ניירות הערך שלה הנסחרים בארץ לא יהיו עוד רשומים למסחר בבורסה בארה"ב - תוכל להסחר בבורסה כחברה ישראלית אחרת ותעבור לדיווח על פי הדין החל על חברה ישראלית שניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה בארץ בלבד.

חברה ישראלית שניירות הערך שלה עברו להסחר ברשימת ה-nasdaq sm cp תוכל להמשיך ולהסחר בארץ ובלבד שתמשיך לקיים את חובות הדיווח והגילוי החלות על חברות הנסחרות ברשימת ה-nasdaq nmkt.

8. הנימוקים להמלצה

כפי שמצאה הוועדה, אין מחלוקת כי ההוראות החלות גם על החברות הישראליות הרשומות בבורסות בארה"ב, הדינים הפדראליים והוראות הבורסות המרכזיות שם (NASDAQ, AMEX), (NYSE), מהווים בסיס ראוי להענקת הגנה נאותה לענינם של ציבור המשקיעים בארץ תוך קיום המטרות המשותפות גם לדיני ניירות ערך הישראלים. יתרה מכך - הדינים האמריקאיים

האמורים שימשו זה שנים בסיס לפיתוח הוראות הדין הישראלי בתחום המסחר בניירות הערך.

הנחה זו לגבי מהותם של דיני ניירות ערך האמריקאים מקובלת גם על רשויות הפיקוח בארץ. סעיף 40 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - חוק ניירות ערך) מעניק סמכות לרשות לפטור תאגיד ישראלי המציע ניירות ערך שלו בחו"ל מהוראות הדין הישראלי אם הנסיבות מצדיקות זאת. סעיף 41 לחוק קובע כי לרשות סמכות לפטור חברה זרה המציעה ניירות בארץ מהוראות החוק, כולן או מקצתן, אם נוכחה שחוקי המדינה בה רשום התאגיד מבטיחים די צרכם את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל.

רשות ניירות ערך משתמשת בסמכותה על פי סעיפים 40 ו-41 לחוק ניירות ערך ומעניקה פטורים מפרסום תשקיף ופטורים מחובות הדיווח השוטף החלות על פי הדין בארץ לחברה ישראלית אשר ניירות הערך שלה מוצעים לציבור בחו"ל בלבד, ולחברה זרה המציעה ניירות ערך לציבור בארץ. בבסיס מתן הפטור עומדת התפיסה אותה אימצה רשות ניירות ערך לפיה מערכות דינים מסוימות בעולם, מקיימות את ההגנות הנדרשות על ענייניו של המשקיע בניירות ערך.

מערכת הדינים הנהוגה בארה"ב הנה הראשונה שהוכרה על ידי הרשות כמקיימת את הנדרש על פי סעיף 40(ג) לחוק לשם מתן פטור לחברות ישראליות (גם אותן חברות הרשומות היום בחו"ל בלבד) כאשר הן מציעות ניירות ערך לציבור בחו"ל.

הוועדה הגיעה למסקנה כי ניתן להשתמש במסמכי הדיווח השוטף המוגש על ידי החברות הנסחרות בארה"ב כמקור המידע למשקיעים בארץ בשלב הרישום למסחר של ניירות הערך של אותן חברות גם בבורסה בארץ.

הוועדה מציעה להסתפק בשלב הרישום למסחר בקבלת מסמך רישום אשר יכלול את הדוח השנתי של החברות הנסחרות בארה"ב.

הדוח השנתי מפורסם על ידי החברות הישראליות בחו"ל על פי הוראות סעיפים 13 ו-15(d) לחוק ניירות הערך האמריקאי משנת 1934. מתכונת הדוח השנתי בדיני ניירות ערך האמריקאיים הינה מתכונת רחבה ביותר המהווה למעשה עדכון לתשקיף שפרסמה החברה. הדוח כולל פרק המתאר את עסקי החברה, את מוצריה ואת השוק בו היא פועלת, הליכים משפטיים בהם היא מעורבת, ההחזקות בחברה, מידע בדבר ניירות הערך של החברה ושערי המניות בתקופה הרלוונטית, נתונים כספיים נבחרים לחמש השנים האחרונות, דוח דירקטוריון על המצב הכספי ותוצאות הפעילות, מידע בדבר דירקטורים ונושאי המשרה בחברה, פירוט עסקאות שעברו אישור מיוחד בחברה, הטבות לנושאי משרה ודירקטורים בחברה. כמו כן כולל הדוח השנתי דוחות מאזנים של החברה לשנת הדיווח ולשנה שקדמה לה, דוחות רווח והפסד

לשנת הדיווח ולשנתיים שקדמו לה, דוח על השינויים בהון לשנת הדיווח ולשנתיים שקדמו לה, דוחות על תזרים המזומנים לשנת הדיווח ולשנתיים שקדמו לה, וביאורים לדוחות הכספיים.

החברות הישראליות שבחוו"ל חייבות בכללי דיווח הדומים ככלל לאלה החלים על חברה אמריקאית שניירות הערך שלה נרשמים למסחר, אך הן רשאיות להנות מהקלות בגילוי בנושאים מסוימים. הוועדה סבורה כי אין לאמץ הקלות אלו בדין בארץ גם לא בדרך עקיפה בקבלת מסמכי דיווח וגילוי שנמסרו ע"י אותן חברות בארה"ב. לכן מציעה הוועדה כי רישום ניירות הערך של אותן חברות למסחר בארץ תחייב אותן בעמידה במלוא דרישות הדיווח והגילוי החלות על כל חברה אמריקאית באותן נסיבות על פי הוראות הדין שם.

להוראות הדין האמריקאי ל- FORM 20-F ו-FORM 10-K ולטבלת הבדלים בין שתי מתכונות דיווח אלה - ר'נספח ז לדוח הוועדה.

אימוץ נורמות גילוי ודיווח הנהוגות בארה"ב דרך קבלת מסמכי רישום הכוללים גילוי במתכונת האמריקאית לא זו בלבד שאין בו כדי לפגוע בנורמות הגילוי הנהוגות בארץ אלא שהוא עשוי לעודד גילוי ברמה שאינה נופלת מזו הנהוגה בארץ.

המתכונת האמורה ל"מסמך רישום" מבטיחה גילוי מידע לציבור על החברה במידה נאותה המתאימה גם על פי אמות הדין הישראלי בשלב הרישום למסחר, לצורך הגנת עניינו של המשקיע בארץ בניירות ערך של אותן חברות הרשומות בחו"ל. הוועדה סבורה שיש להבחין לעניין זה בין רישום למסחר בלבד לבין גיוס הון מהציבור בארץ. החברות בהן מדובר הינן חברות המקיימות תקופת זמן ניכרת את הוראות הדיווח השוטף על פי הדין האמריקאי והמידע השוטף לגביהן המצוי בידי ציבור ואשר יפורסם גם בארץ הינו מידע מקיף המהווה עדכון לכל הנושאים אשר גילויים נדרש גם בתשקיף. לגבי חברות אלה אין התשקיף מהווה עדכון וחידוש מבחינת המידע שבידי הציבור כפי שהוא מהווה במרבית המקרים לגבי החברות המדווחות על פי הדין הישראלי.

לטבלת הבדלים בין דרישות הדיווח על-פי FORM 10-K והפרטים הנדרשים בתשקיף האמריקאי - ר'נספח ח לדוח הוועדה.

לצורך פעולות גיוס הון בארץ תידרש גם חברה שבחוו"ל לפרסם תשקיף על פי הדין הישראלי ככל חברה אחרת המגייסת הון מהציבור בארץ בין אם היא רשומה גם בחו"ל ובין אם לא).

9. השינוי הנדרש בדין הקיים

מתכונת זו של מסמך רישום תחייב שינוי בדין הקיים. סעיף 15(א) בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, קובע את הדרישה לפרסום תשקיף בעת ביצוע הצעה של ניירות ערך לציבור. בפועל, לאור הפרשנות שניתנה למונח "הצעת ניירות ערך לציבור" וכיון שהחל ממועד הרישום של ניירות ערך למסחר ניתנת לציבור הרחב הנגישות אליהם, מיושמת דרישה זו לפרסום תשקיף גם על רישום של ניירות ערך לראשונה למסחר.

יתרה מכך, על פי הצעת רשות ניירות ערך לתיקון סעיף 15 לחוק, תקבע במפורש בחוק הדרישה לפרסום תשקיף עם הרישום למסחר. עם זאת מוצע על ידי הרשות כי עם החלת הדין המקומי על בסיס טריטוריאלי - על כל חברה שתציע ניירות ערך לציבור בארץ - תוענק לרשות גם הסמכות לפטור כל חברה (ולא רק חברה הרשומה בחו"ל) מהוראות הדין הישראלי, כולן או חלקן, מקום שתמצא לנכון לעשות כן.

הוועדה מציעה כי נושא המתכונת המוצעת על ידה לצורך הרישום למסחר של ניירות ערך של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל ישולב במסגרת התיקון המוצע לסעיף 15 לחוק ניירות ערך.

לחלופין מציעה הוועדה כי המתכונת המוצעת למסלול כפול תאומץ על ידי הרשות במסגרת הסמכות שתוענק לה, על-פי התיקון המוצע לסעיף 15, לפטור חברות שניירות הערך שלהן רשומות למסחר בבורסות בחו"ל מהוראות חוק ניירות ערך כולן או מקצתן, בתנאים שתקבע.

פרק ה' - המלצות לדיווח השוטף

1. כללי:

החברות הישראליות הרשומות בארה"ב חייבות בפירסום לציבור, במסגרת הדיווח השוטף, דוחות מסוגים שונים - דוחות מיידיים הנוגעים לארועים המשפיעים על עסקי החברה במהלך ניהולה השוטף ואשר החברה חייבת בגילויים לציבור במתכונות שנקבעו לכך על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית ונהלי הבורסות בהן רשומות אותן חברות למסחר, דוחות תקופתיים הכוללים דיווח כספי ודיווח מילולי בדבר תוצאותיה העסקיות ומצב עסקיה של החברה, ודוחות הנוגעים לעסקאות מיוחדות שמבצעות החברות או שמבצעים גורמים אחרים בניירות הערך של אותן חברות.

משמיעת המומחים שהופיעו בפניה התרשמה הוועדה כי ככלל רמת הדיווח השוטף הנדרשת והנוהגת בארה"ב על ידי חברות אמריקאיות נסחרות ועל ידי החברות הישראליות הנסחרות שם הינה ברמת גילוי גבוהה מזו הנהוגה בארץ.

הוועדה שמעה ממומחים שהופיעו בפניה על ההבדלים שבדרישות הדין הישראלי ובדין האמריקאי הנוגעות לדיווח שוטף של חברות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה, דנה בהם, והיא ממליצה על נקיטת גמישות בהוראות הקיימות ביחס לדיווח השוטף ובהתאמתן להוראות להן כפופות כבר עתה החברות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב.

הוועדה מציעה כי יתקבלו בארץ דיווחי החברות הנסחרות בחו"ל במתכונת בה הם מוגשים בארה"ב ובשפה האנגלית. חברה הנסחרת בבורסה בארה"ב תהא רשאית לתרגם את המסמכים המוגשים לרשויות בארץ ומפורסמים לציבור אך לא תהא חייבת לעשות כן. מקום שהרשות תמצא לנכון לבקש הבהרות ו/או תיקונים כלשהם לדוחות, תוכל לעשות כן על ידי הפעלת הסמכות המוקנית לה לעניין זה בחוק.

בהתאם לעקרונות הבסיס בעבודתה, ממליצה הוועדה על אימוץ שינויים בדין הישראלי הנוגע לדיווחים שוטפים של חברות נסחרות אשר יקרבו את הוראות הדיווח השוטף בארץ לאלה הקבועות בדין האמריקאי, כך שהוראות דומות יחולו על כלל החברות הנסחרות בבורסה.

2. המלצות הוועדה להוראות הנוגעות לדיווח השוטף ונימוקיהן:

המסמכים העיקריים הנוגעים לדיווח השוטף בארץ הינם הדוח השנתי, דוחות רבעוניים, דוח הסברי הדירקטוריון הנלווה לדוחות הכספיים, דוחות מיידיים ודוחות על פי תקנות ניירות ערך (הקצאת ניירות ערך על ידי חברה רשומה) התשנ"ב-1992, ותקנות ניירות ערך (הגבלות על עסקאות של התאגיד עם בעלי שליטה בו), התשנ"ד-1994. הוועדה התמקדה במספר הבדלים הנוגעים למתכונת הגילוי בדוחות אלה בדין האמריקאי ובדין הישראלי והיא מציעה לאמץ שינויים במתכונת הישראלית כמפורט להלן.

א. דרישת הדיווח המיידי בדבר מו"מ

הדין הקיים בארץ:

על פי הדין הקיים בארץ חייבת חברה שניירות ערך שלה מוחזקים בידי הציבור לדווח דיווח מיידי על כל אירוע שאירע שלא בדרך העסקים הרגילה שלה והשפיע (או עשוי להשפיע) מהותית על רווחיה, נכסיה או התחייבויותיה. הדיווח צריך להתבצע מיידי עם ידיעת החברה על הענין. כמו כן חייבת חברה המנהלת משא ומתן שלא בדרך העסקים הרגילה אשר תוצאותיו יהוו, או עשויות להוות, אירוע המשפיע מהותית על החברה, להודיע על כך מיד לרשות, וזו רשאית לדרוש מן החברה דו"ח מיידי על כך, אם היא סבורה שהדבר דרוש להגנת משקיעים.

סעיף 36 (ו) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - החוק) מחייב את החברה למסור לרשות, לפי דרישתה, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים בכל דוח. סעיף 36 לחוק מאפשר מתן פטור מגילוי פרט בדוח שוטף אם התקיימו התנאים האמורים בסעיף 19(א)(1) לחוק. לפי תנאים אלה יש אפשרות למתן פטור לחברה מגילוי פרט אם, לדעת הרשות, שמירה על סוד מסחרי של המציע מצדיקה אי גילוי הפרט, ובלבד שאינו פרט שאילו היה כלול בדוח היה הדבר משפיע על החלטת השקעה של משקיע סביר.

הדין בארה"ב:

בארה"ב מטילים דיני ניירות ערך הפדראליים חובות דיווח מיידי לגבי אירועים מסוימים המפורטים ב-Form 8-k (שינויים בשליטה בתאגיד, רכישה או מכירה של נכסים, פשיטת רגל או פירוק, החלפת רואה חשבון, התפטרות דירקטורים) וכן רשות דיווח לגבי אירועים אחרים אשר לדעת החברה הינם חשובים לבעלי המניות. הדיווח הינו תוך 15-5 יום בד"כ.

הכללים המקבילים לחובה בארץ לענין דיווח מיידי של ממש חלים מכוח הוראות הבורסה בה נסחרים ניירות הערך של החברה.

חברה שניירות ערך שלה נסחרים ב-NASDAQ לדוגמא, חייבת, על פי כללי בורסה זו, לגלות לציבור מיידי דרך אמצעי התקשורת כל מידע מהותי אשר סביר להניח כי ישפיע על שער נייר הערך שלה או על החלטות השקעה של משקיעים. על החברה להודיע לבורסה על כוונתה לפרסם מידע כאמור לפני הפרסום לציבור. במקרים יוצאי דופן רשאית החברה לערב גילוי של מידע כאמור, זאת כאשר ניתן לשמור על חשאיות המידע וגילוי מיידי לציבור יפגע ביכולת החברה להשיג את מטרותיה. עם זאת על החברה לגלות את המידע לבורסה לפי בקשה של נציגי הבורסה.

רשויות הבורסה עוקבות באופן שוטף אחר המסחר בבורסה ופונות לחברה בכל מקרה של פעילות מסחר חריגה בניירות הערך שלה. רישום בבורסה כולל התחייבות של החברה לגלות לרשויות הבורסה גם מידע שלא תגלה לציבור הרחב. מידע כאמור ישמר בסוד על ידי הבורסה וישמש רק למטרות רגולציה.

על-פי כללי ה-nasdaq עם זאת, כאשר מתרחשת פעילות שוק יוצאת דופן בניירות ערך של החברה, תחליט החברה בדבר הצורך בפעולה מתקנת ואף תנקוט בכל פעולה נדרשת. כאשר שמועות או פעילות שוק חריגה מעידים על דליפת מידע לציבור בדבר התפתחויות קרובות צפויות, יהא על החברה לפרסם הודעה פומבית ברורה בדבר מצב משא ומתן או התפתחות תכניות החברה. הודעה כאמור עשויה להדרש אף אם מדובר בענין שטרם הובא לדיון בדירקטוריון החברה. בנסיבות מסוימות תדרש החברה להכחיש פומבית שמועות מוטעות או בלתי מדויקות אשר השפיעו, או עשויות היו להשפיע, על המסחר בניירות ערך שלה, או עשויות להשפיע על החלטות השקעה.

המלצת הוועדה:

הוועדה מציעה כי תבוטל הדרישה למסירת הודעה לרשות ניירות ערך בדבר קיומו של משא ומתן שמנהלת החברה.

מוצע כי החברות תדרשנה בדיווח על כל אירוע או ענין העשויים להשפיע על שער ניירות הערך שלהם בדומה למתכונת הקיימת בדיני ניירות ערך האמריקאים ובכללי הבורסות המרכזיות בארה"ב.

הנימוקים להמלצה:

נושא הדיווח המיידי בשלב המשא ומתן הועלה בישיבות הוועדה על ידי מנהלי חברות הנסחרות בארץ ובחוו"ל שהופיעו בפני הוועדה ועל ידי עורכי דין המטפלים בעניניהן והוצג כנושא המעיק מבין הדרישות בהן מחוייבת חברה שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה בארץ.

דרישת הדיווח המיוחד בדבר משא ומתן שמנהלת החברה מכבידה מאוד על החברות הנסחרות ואלו הרשומות למסחר בחו"ל במיוחד. בארה"ב אין קיימת בדין דרישה מקבילה המחייבת הודעה בדבר משא ומתן, ואין זו נורמה נוהגת ומקובלת שם. בארה"ב גם נתון שיקול הדעת לחברה עצמה לעכב פרסום מידע העלול לפגוע בהשלמת עסקה או בהשגת מטרות החברה. הוועדה שמעה ממנהלי חברות הנסחרות בארה"ב וגם בארץ, על מקרים בהם נמנעה השלמתן של עסקאות או אף הכניסה למשא ומתן של ממש, בשל הדרישה המרתיעה לגילוי עצם קיומו של המשא ומתן, נושא שאינו מתקבל על הדעת בתנאי תחרות בהן פועלות החברות.

המתכונת הקיימת בדין הישראלי לפיה נמסרת לרשות הודעה בדבר המשא ומתן והיא זו שתחליט על גילוי או אי גילוי לציבור, אינה המתכונת הרצויה לכל הדעות. הוועדה מציעה כי שיקול הדעת בדבר גילוי כל עניין או אירוע שארע לחברה יועבר אל החברות עצמן, ובידי הרשות תיוותר סמכות הפיקוח והביקורת על הפעלתו של שיקול דעת זה, כמו גם בכל נושא אחר של הפעלת שיקול דעת על ידי החברה.

השינוי הנדרש בדין:

יישום המלצה זו מחייב תיקון בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970. תיקון כאמור הנו בסמכות שר האוצר, על פי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה, והוא צריך את אישור ועדת הכספים של הכנסת.

ב. כללי החשבונאות:

כללי החשבונאות בדוחות הכספיים של החברות הנסחרות בחו"ל

הוועדה בחנה את ההבדלים הקיימים בין כללי החשבונאות הנוהגים בארץ לבין כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב.

על פי גילוי דעת מס' 26 של לשכת רואה החשבון בישראל קיים סדר קדימות בישום כללי חשבונאות - גילוי דעת ישראלי, כלל חשבון מקובל (פרקטיקה) וגילוי דעת בינלאומי. הלכה למעשה בנושאים רבים אשר אין לגביהם גילוי דעת ישראלי אומצו כללי חשבונאות אמריקאיים כנוהג חשבונאי מקובל.

מעדויות המומחים שהופיעו בפני הוועדה התרשמה הוועדה כי ניתן לאמר שכללי החשבונאות המקובלים בישראל דומים לאלו בארה"ב.

על פי עדויות המומחים שהובאו בפני הוועדה, דוחותיהן הכספיים של מרבית החברות הישראליות הנסחרות בארצות הברית ערוכים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים בישראל ובמקרים רבים כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב אינם שונים. במקרים בהם ישנם

הבדלים מהותיים בכללי החשבונאות ניתן ביאור התאמה (Reconciliation) לכללי חשבונאות מקובלים בארה"ב.

הדין המחייב בארץ

על פי הדין הקיים בארץ - חברה ישראלית אשר נסחרת בארה"ב ומבקשת עתה לרשום את ניירות הערך שלה גם בישראל, חייבת לערוך את דוחותיה הכספיים לפי כללי החשבונאות המקובלים בישראל. חובה זו נקבעה ע"י לשכת רואי חשבון בישראל (כללי חשבונאות וכללים לדיווח כספי) וכן בחוק ניירות הערך.

בשנת 1991, החליטה הרשות (בהתאם לסמכותה על פי סעיף 41 לחוק) על יסוד ההכרה כי כללי החשבונאות ותקני הביקורת האמריקאיים הם מפורטים ומקיפים ביותר והינם מקובלים כבני סמך וככאלה יש בהם כדי להבטיח את עניינו של ציבור המשקיעים, כי תקבל דוחות מנפיקי חוץ הערוכים לפי כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב. על פי החלטה זו נדרש כי הדבר יצויין בביאור לדוחות, במסגרת הביאור יפורטו ההבדלים, אם ישנם, בין הכללים ששימשו בהכנת הדוחות הכספיים לבין הכללים המקובלים בישראל ותפורט השפעתם על הדוחות הכספיים, ומטבע הדיווח בדוחות אלה יהא הדולר של ארה"ב. בשנת 1997 החליטה הרשות להרחיב את החלטתה כך שתחול גם במקרים בהם הדוחות ערוכים בהתאם לתקנים הבינלאומיים לחשבונאות ומבוקרים לפי תקני הביקורת הבינלאומיים.

להבדלים העיקריים בכללי החשבונאות בארץ ובארה"ב - ר' נספח ט לדוח הוועדה.

המלצות הוועדה

הוועדה ממליצה כי חברה ישראלית הנסחרת בארה"ב תוכל לדווח גם בארץ על פי כללי החשבונאות האמריקאים, בתוספת ביאור התאמה לכללי החשבונאות הישראליים.

הנימוקים להמלצה

הדין בארה"ב מאפשר לחברות זרות לכלול בדיווח בו הם חייבים לרשויות ולציבור כספיים הערוכים על-פי כללי חשבונאות הנהוגים במקום מוצאן. כאמור מדוחות חברות ישראליות רבות הנסחרות בארה"ב על-פי כללי חשבונאות מקובלים בישראל. הוועדה רואה לנכון להמליץ את אימוץ הוראה הדדית מקבילה בארץ שתאפשר לחברות הישראליות הנסחרות בחו"ל ומדוחות על-פי כללי חשבונאות המקובלים בארה"ב לדווח במתכונת זו גם בארץ ולאפשר להן להמנע מדיווח שונה בארץ.

ג. דיווח מיידי בדבר התוצאות העסקיות של החברה

בארה"ב מוגש הדוח השנתי על ידי החברות האמריקאיות בתוך 90 יום מתום השנה הפיסקאלית. את דוחות הביניים בארה"ב יש להגיש בתוך 45 יום מתום הרבעון ואין חובה שיהיו סקורים בידי רואה חשבון.

בישראל מוגש הדוח השנתי בתוך שלושה חודשים מתום התקופה המדווחת. ודוחות הביניים בתוך חדשיים מסיום הרבעון והם צריכים להיות סקורים בידי רואה חשבון.

בארה"ב קיים נוהג לפיו מפרסמת החברה את תוצאותיה העסקיות לתקופות ביניים במתכונת מצומצמת הכוללת את עיקרי או תמצית הנתונים הכספיים לתקופה המדווחת.

דוגמא למתכונת דיווח זו מצויה בנספח י לדוח הוועדה.

המלצת הוועדה:

הוועדה ממליצה לאמץ בארץ מתכונת שתאפשר לחברות לפרסם, בנוסף לפרסום הדוחות הכספיים במתכונת הנדרשת על פי הדין הקיים, גם פרסום של עיקרי הדוחות הכספיים.

הוועדה ממליצה להכיר בארץ במתכונת שתהא מבוססת על ה-PRESS RELEASE אותם מפרסמות החברות תחת הדין האמריקאי, כך שיתאפשר לחברות לפרסם את אותם נתונים באותה עת גם בארץ.

הוועדה מעלה ספק לגבי התועלת הנוספת למשקיע הישראלי כתוצאה מקיום הדרישה לסקירת רואה חשבון על דוחות הביניים, והיא אינה סבורה שביטול הדרישה לדוח סקירה של רואה חשבון לדוחות הביניים המתפרסמים על ידי חברה שניירות הערך שלה בידי הציבור תהווה פגיעה כלשהי במשקיע, וזאת כמקובל במדינות העולם המערבי.

הנימוקים להמלצה:

על מנת לעמוד בדרישות השוק בארה"ב, החברות שבחוו"ל מפרסמות את עיקרי תוצאותיהן העסקיות לתקופות הביניים, כנהוג שם, במסגרת PRESS RELEASE עם תום התקופה המדווחת.

האחריות על דיוק ונכונות הנתונים תהא על החברה המפרסמת וההנחה היא כי תפרסמם רק לאחר שתוכל להבטיח את אמינותם.

אימוץ המלצה זו עשוי לחייב שינוי בדין הקיים. פרסום נתונים לגבי המצב הכספי של החברה ולגבי תוצאות הפעולות שלה בדרך של פרסום דוח מיידי לציבור אמנם אינו אסור

מפורשות בדין הקיים, אך על פי הנוהג הקיים והפרשנות המקובלת של רשות ניירות ערך נתונים כספיים יפורסמו רק במלואם במסגרת הדוחות הכספיים במתכונת הקבועה בדין ולאחר שסקר או ביקר אותם רואה חשבון, ואין הרשות מכירה במתכונות מקוצרות או חלקיות לפרסום נתונים כספיים. לאור האמור על מנת לאפשר קיומה של מתכונת מקובלת ואחידה לפרסום הנתונים הכספיים ברוח הנוהג בארה"ב תדרש הבהרה מפורשת בדין הקיים.

ד. הקצאות פרטיות:²

הדין החל בארץ מול דרישות הדין בארה"ב:

על פי הדין הקיים בארץ חברה המבקשת לבצע הקצאה פרטית חייבת למלא אחר דרישות תקנות ניירות ערך (הקצאת ניירות ערך בחברה רשומה שהוצעו שלא לציבור), התשנ"ב-1992. החברה חייבת בפרסום מודעה בעיתון, שליחת הודעה בדואר רשום לבעלי מניותיה הרשומים ובהגשת דוח מיידי.

בארה"ב חובות ההודעה האמורות אינן קיימות, אלא אם יש חובה לכנוס אסיפה כללית, ואין חובה בדיווח מיידי אלא אם מדובר באירוע מהותי לחברה.

בארץ צריכה המודעה בעיתון לכלול, בין היתר, מידע לגבי הניצע, מידע לגבי ניירות הערך המוצעים, התמורה בעד ניירות הערך, זכות לעיין בחוות דעת כלכלית אם ניתנה כבסיס לקביעת התמורה, נימוקי הדירקטוריון להעדפת ההקצאה הפרטית על הצעה לציבור, מועד הקצאת ניירות הערך, ופרטים בדבר האסיפה הכללית שתכנס אם תהא כזו.

ההודעה לבעלי המניות צריכה לכלול בנוסף לאמור לעיל, פרטים לגבי הון המניות של החברה והחזקות הניצע בו, הדרך בה נקבע שווי ניירות הערך בהקצאה, יעוד התמורה, פירוט הסכמים בין המחזיקים או ניצעים אחרים לגבי ניירות הערך של החברה.

בארה"ב אין פירוט בדין של הנדרש בדיווח המיידי במידה שקיימת חובה להגישו. אם מתקיימת אסיפה כללית חלים עליה דיני ה-PROXY הרגילים (בהם אין חברה זרה חייבת).

בארץ חייבת החברה בכינוס אסיפה כללית לאישור ההקצאה אם ביקש כך המחזיק ב-1% לפחות מהון המניות בחברה וכן אם הניצע הוא בעל עניין או יהפוך לבעל עניין כתוצאה מההקצאה, או במקרה בו יש לבעל עניין בחברה עניין אישי בהקצאה.

² הוועדה בחנה את הדרישות השונות על פי הדין הישראלי והדין האמריקאי הנוגעות לדיווח וגילוי פרטים הנוגעים להקצאה פרטית. אין הוועדה דנה בהבדלים בין הדינים בנוגע לשאלה באילו מקרים חלה חובת פרסום תשקיף או חלות הוראות הנוגעות להקצאה פרטית בלבד.

בארה"ב אין דרישה בחוק ניירות ערך לכינוס אסיפה לאישור ההקצאה אך הבורסות המרכזיות הנהיגו תקנות לפיהן חייבת חברה באישור האסיפה כאמור במקרים הבאים: בתכנית הכוללת הענקת אופציות או מניות לנושאי משרה ולא לרוב העובדים. כאשר ההקצאה עשויה להביא לשינוי בשליטה בחברה. כאשר לבעל ענין בחברה המקצה יש אינטרס מהותי בחברה המקבלת מניירות הערך של החברה המקצה. אם ההקצאה הפרטית מהווה הצעה של יותר מ-20% מכח ההצבעה כפי שהוא בחברה לפני ההקצאה. בארה"ב אין דרישה לרוב מיוחד בהצבעה באסיפה.

סמכויות רשות ניירות ערך מופעלות, אם יש בכך צורך, בשלב שבו הדירקטוריון וועדת הביקורת החליטו על ההקצאה הפרטית ופרסמו דוח מידי על כך, נשלחה הודעה למחזיקי המניות ופורסמה מודעה בעיתונים. ברוב המקרים נקבעת אסיפה כללית לעוד 21 יום. לרשות נתונים 21 יום מיום פרסום הדוח לבקש הבהרות ופרטים על הדוח ולהורות על תיקון הדוח בהתאם. המטרה היא שבידי הציבור, עובר לכינוס האסיפה יהא מלוא המידע על מנת שיוכל להחליט על דרך הצבעתו. אין התערבות בנושאי הכמות או המחיר.

המלצת הוועדה:

מוצע לאמץ בדין הישראלי מתכונת המבחינה בין מקרה בו ההקצאה הינה מהותית לעסקי החברה ומקרה בו אינה כזו. רק במקרה בו מדובר בהקצאה שהינה מהותית יש מקום לדרישה של אישור האסיפה הכללית להקצאת ניירות הערך של החברה. הקצאה מהותית לעניין זה הינה, לדעת הוועדה, הקצאה של למעלה מ-20% מהון החברה.

כמו כן, לדעת הוועדה יש לחייב קיומה של אסיפה כללית של בעלי המניות בחברה רק כאשר מדובר בהקצאה למי שהינו בעל עניין בחברה באותה עת³.

הנימוקים להמלצה:

כאשר מדובר בהקצאה למי שאינו בעל ענין בחברה וכאשר היקף ההקצאה אינו מהותי לעסקיה של החברה, אין עניין בדרישה לקיום אסיפה כללית על כל העלויות הכרוכות בכך מצד החברה, לצורך אישור ההקצאה, בודאי לא על פי דרישה של מחזיק בשיעור כה

3 נושא הקצאות פרטיות יוסדר במסגרת חוק החברות החדש. הוועדה מציעה כי במסגרת הערות הרשות להצעת חוק החברות תובא המלצת הוועדה על פי דוח זה.

מצומצם במניות החברה. כמו כן מי שהינו צד ג' לחברה קודם להקצאה ואין מדובר בהקצאה שהינה מהותית ממש לעסקי החברה (כלומר - מהווה פחות מ-20% מעסקיה) אין מקום לדעת הוועדה לדרישה לאישור האסיפה הכללית. הוועדה סבורה כי ניתן ללמוד לעניין זה מההוראות כללי הבורסות המרכזיות בארה"ב ולאמץ את הדרישות על פיהן בדין הישראלי.

ה. תקנות ניגודי עניינים

הדין הקיים בארץ מול הדין בארה"ב:

על פי הדין הקיים בארץ כאשר מבצעת חברה רשומה עסקה כלשהי עם בעל שליטה בה היא חייבת בדיווח מיידי על פי הוראות תקנות ניירות ערך (הגבלות בעניין ניגוד עניינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה), התשנ"ד-1994. על פי אותן תקנות חייבת החברה בהליכי אישור העסקה במוסדותיה - בוועדת הביקורת ובדירקטוריון ובאסיפה הכללית, שם נדרש רוב מיוחד לצורך אישור העסקה.

בדוח המידי שמפרסמת החברה היא מחוייבת במתן פרטים מלאים בדבר מהות העסקה והתמורה הכרוכה בה. כאשר מדובר בעסקה שאינה תמורת מזומן, נדרש תיאור מלא של הנכס המהווה את התמורה.

הסדר זה שבתקנות ניירות ערך לעניין עסקאות עם בעלי שליטה בחברה הינו השלמה להסדר דומה מבחינת האישורים הנדרשים ואשר קיים בפקודת החברות לגבי עסקאות עם נושאי משרה בחברה.

בארה"ב אין הוראות בדיני ניירות ערך הפדראליים המתייחסות לעסקאות עם בעלי עניין או בעלי שליטה בחברה ודרך אישורן של עסקאות אלה.

בדיני החברות בארה"ב שמקורם בדיני המדינות בהן רשומות החברות האמריקאיות, נקבע לרוב כי עסקה הכרוכה בנגוד עניינים בין חברה לדירקטורים או בעלי שליטה בה, תהא בטלה אלא אם התקיים אחד התנאים הבאים:

- עובדות העסקה היו ידועות לדירקטוריון והיא אושרה ברוב של דירקטורים שאין להם עניין בה.

- עובדות העסקה הובאו לידיעת בעלי המניות בחברה והם אישרו את העסקה בתום לב, ברוב רגיל.

- העסקה היתה הוגנת (FAIR) לחברה בעת שנכרתה.

על פי כללי הבורסות המרכזיות בארה"ב נדרש כינוסה של אסיפה כללית לאישור עסקאות עם בעלי עניין. מנגנון האישור נקבע על פי הוראות דיני החברות החלים על כל חברה על פי מקום רישומה.

הליכי האישור מוסדרים במסגרת התקנות הנוגעות לכללי ה-PROXY שהותקנו על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית.

המלצת הוועדה:

הוועדה סבורה כי אין לשנות מהוראות הדין הישראלי החל על עסקאות הכרוכות בניגוד עניינים.

הנימוקים להמלצה:

הוועדה מצאה כי בשוק ההון האמריקאי ובחברות הנסחרות בבורסות המרכזיות שם, עסקאות הכרוכות בניגוד עניינים הינן ספורות וכי קיימים מנגנון שוק ונורמות ציבוריות מפותחות המגיבים במהירות לעסקאות כאלה. לכן אם בכל זאת נעשות בחברות שבח"ל עסקאות מסוג זה מן הראוי שיחולו עליהן הכללים הנוהגים בארץ כשם שהם חלים על חברות מקומיות אשר מקיימות עסקאות עם בעלי שליטה בהן לעתים מזומנות יותר.

פרק ו' - הצעת ניירות ערך לאחר הרישום למסחר

מתכונת התשקיף

חברה אשר ניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה בחו"ל ואשר תבקש לבצע הליך של גיוס הון - ולא של רישום למסחר בלבד - גם בארץ, תגיש לרשות ניירות ערך בישראל תשקיף במתכונת הישראלית.

משמיעת המומחים שהופיעו בפניה התרשמה הוועדה כי ככלל דומות דרישות הדיווח והגילוי החלות על חברה המגישה תשקיף לאישור הרשויות בארה"ב ובישראל⁴. הוועדה מצאה כי ההבדלים העיקריים קיימים במתכונות השונות של המסמכים ובהליך בירוקרטי שהינו פשוט יותר בארה"ב.

הוועדה רואה חשיבות רבה בקידום האפשרות לקיום הליך של הנפקות בארץ ובחו"ל בו זמנית. האפשרות לביצוע גיוסי הון במקביל בשני שווקים משמשת אלמנט שיווקי לחברה בכל אחד מהשווקים והאפשרות לגיוס הון בכמות גדולה יותר מתקיימת בעלויות שלפחות בחלקן הינן עלויות משותפות לתהליך בשני השווקים. בדין הקיים חברה הרשומה למסחר בארה"ב ומבקשת לבצע הנפקה בו זמנית בארץ ובחו"ל לא יכולה באופן מעשי לבצע את ההנפקה. ההבדלים בין הליכי האישור של התשקיפים בארץ ובחו"ל ולוחות הזמנים השונים הכרוכים בביצוע כל הנפקה מונעים למעשה את ביצוע ההליך בו זמנית.

לדעת הוועדה אימוץ מתכונת תשקיפית הקרובה לזו האמריקאית, אשר גם כיום אין הבדלים מהותיים בינה לבין המתכונת הישראלית, עשוי לתרום רבות לביצוע הנפקות מקבילות בשני השווקים ולאפשר גם למשקיעים בישראל להנות מרכישת ניירות ערך בהנפקות של אותן חברות הרשומות בשני השווקים.

⁴ להבדלים בין הדרישות על פי הדין האמריקאי לדרישות על פי הדין הישראלי לגבי פירוטים בתשקיף - ראה נספח י"א לדוח הוועדה.

הצעת ניירות ערך של החברה לעובדיה

על פי הדין בישראל הצעה ליותר מ-35 פרטים מחייבת פרסומו של תשקיף גם אם הניצעים הנם כולם עובדי החברה המציעה.

על פי הדין בארה"ב הנפקה לעובדים מחייבת מסמך רישום בלבד המוגש לרשויות וכולל פרטים בדבר ההנפקה. לעיון חברי הוועדה הובא נוסח הצעת רשות ניירות ערך לתיקון סעיף 15 בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. סעיף 15 לחוק ניירות ערך בנוסחו הקיים מחייב פרסומו של תשקיף גם בהצעה לעובדי החברה כאשר מדובר בציבור (על פי הפרשנות המקובלת - למעלה מ-35 עובדים). הצעת הרשות מתייחסת גם להצעה לעובדים הנעשית על ידי חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בחו"ל והיא מבקשת להציע בישראל ניירות ערך לציבור העובדים שלה בישראל בלבד, מבלי לרשום למסחר בישראל. על פי ההצעה תוכל החברה במקרה זה לפרסם מסמך ובו פרטי ההצעה ולכלול את דוחותיה שפורסמו במדינה בה רשומים ניירות הערך למסחר בדרך של הפניה, וכן לתרגם ולהעמידם לעיון העובדים בארץ. הדוחות יכללו דוח תקופתי אחרון שקדם להצעה דוחות ביניים ודוחות מיידיים שפורסמו אחריהם עד למועד ההצעה.

לגבי חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה בארץ, מוצע לאפשר לה לפרסם מסמך ובו פרטי ההצעה לעובדים וכן מידע נוסף על החברה בדרך של הפניה לדוחות השוטפים שבציבור.

המלצת הוועדה:

הוועדה ממליצה לפטור את כלל החברות מחובת פרסום תשקיף בגין הצעת ניירות ערך של החברה לעובדיה.

הוועדה מציעה כי חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בחו"ל תוכל להציע ניירות ערך שלה בארץ, בין אם היא רשומה כבר למסחר בארץ ובין אם לאו, על פי מסמך הצעה הדומה למסמך הנדרש לעניין זה בארה"ב.

הוועדה סבורה כי התיקון המוצע לעניין זה בסעיף 15 בחוק ניירות ערך, הינו נכון ולהערכתה עשוי להוות מתכונת דיווח נאותה בנושא זה.

נספחים

- נספח א - כתב מינוי הוועדה
- נספח ב - רשימות החברות הישראליות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ג - תשובות שאלון למנהלי חברות ישראליות הנסחרות בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ד - תנאי הרישום ודרישות דיווח בבורסות המרכזיות בארה"ב
- נספח ה - מתכונת הדיווח והגילוי המשותפת - ארה"ב - קנדה
- נספח ו - נוסח מוצע למסמך בקשה לרישום כפול
- נספח ז - השוואה בין דרישות FORM 10-K לדרישות FORM 20-F על פי חוק ניירות ערך
האמריקאי משנת 1934
- נספח ח - השוואה בין דרישות הגילוי על פי FORM 10-K בהתאם לחוק האמריקאי
משנת 1934 לבין דרישות הגילוי בתשקיף הישראלי
- נספח ט - הבדלים בין כללי החשבונאות מקובלים בארה"ב לבין כללי חשבונאות מקובלים
בישראל
- נספח י - פרסום עיקרי הנתונים הכספיים של חברות בארה"ב
- נספח י"א - הוראות הדין האמריקאי והוראות הדין הישראלי לגבי מתכונת התשקיף
- נספח י"ב - רשימת המופיעים בפני הוועדה