



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

החלטת מליאה

9 בספטמבר 2013¹

החלטת מליאה בתחום תאגידים מספר 1-2013: שינוי במודל הטיפול
ומתן פטור לחברות ברישום כפול שמנפיקות אג"ח רק בישראל

ביום 27 ביוני 2017 עודכנה החלטת המליאה.
השינויים שבוצעו – תוקן סעיף 14 ונוסף סעיף 19.

רקע - הנפקת אגרות חוב בישראל במסגרת הסדר הרישום הכפול

1. הסדר הרישום הכפול נכנס לתוקפו בישראל עם חקיקתו של פרק ה'3 לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (להלן – "החוק") בשנת 2000. בבסיסו מאפשר ההסדר רישום למסחר בישראל של ניירות ערך הנסחרים בבורסות זרות ספציפיות (נאסד"ק, NYSE, בורסת לונדון (רשימה ראשית)). הסדר זה החרג במקרים אלו את החברות שנרשמו למסחר בישראל מחובות הדיווח על פי חוק ניירות ערך הישראלי ואיפשר להן להמשיך ולדווח אך ורק בהתאם לדין הזר החל עליהן (דיני ניירות ערך האמריקאים או האנגליים לרבות הוראות הבורסות הרלוונטיות) תוך הסתמכות על הפיקוח של הרגולטור הזר (ה-SEC וה-FSA) באותן מדינות.
2. בבסיס הולדתו של פרק ה'3 לחוק עמדה הקביעה כי הדין הזר מגן היטב על המשקיעים וכי לתוצאה זו אחראים מספר "מעגלים" כשהעיקריים שבהם הם איכות דרישות הגילוי, איכות המפקח הזר ומשמעת השוק².
3. המחוקק ראה לנגד עיניו רישום כפול של נייר ערך ולא רישום כפול של חברה. כלומר, הכוונה הייתה כי חברה תהנה מהסדר הרישום הכפול לגבי ניירות ערך שלה רק מקום שאותם ניירות

¹ ההחלטה ניתנה ביום 28 באוגוסט 2013

² באשר ל"מעגל" איכות הדרישות יש לציין כי מספר שנים אחרי אימוץ הסדר הרישום הכפול נוספה גם הבורסה הראשית בלונדון להסדר זה אף כי דרישות הגילוי שם פחותות בהשוואה לישראל וארה"ב אך ההנחה הייתה כי יש פיצוי לכך בדמות מנגנוני שוק חזקים.

ערך רשומים למסחר בשתי הבורסות (המדינות) בו זמנית. במועד חקיקת הסדר הרישום הכפול, הוא נועד לחול על מניות הרשומות למסחר בשתי בורסות.

4. כמו-כן, ההסדר נועד לטפל בעיקרו ברישום למסחר בבורסה בתל-אביב של ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה זרה, להבדיל מהנפקת ניירות ערך לציבור בישראל. כלומר, ההסדר מבחין בין רישום למסחר ובין גיוס כספים באמצעות הנפקת ניירות ערך בישראל. לעניין אפשרות ההנפקה בישראל נקבע סעיף 35כט לחוק, המעניק סמכות פטור כללית לרשות ניירות (להלן – "הרשות") ערך כדלקמן:

"(א) הרשות רשאית לפטור מהוראות הנוגעות לפרטים בתשקיף, מבנהו וצורתו, כולן או מקצתן, תאגיד שהואגד בישראל המציע ניירות ערך לציבור בישראל אם ניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל או יירשמו בה למסחר מיד לאחר פרסום התשקיף, אם ראתה כי נכון לעשות כן בנסיבות העניין והיא רשאית להתנות מתן הפטור בתנאים, לרבות לעניין האמור בסעיף קטן (ב).

(ב) תאגיד שפרסם תשקיף לפי סעיף קטן (א) וערב פרסום התשקיף לא חלו עליו חובות דיווח לפי חוק זה, ידווח, כל עוד ניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, לפי הוראות פרק זה או לפי הוראות פרק ו'.

(ג) בסעיף זה, "הצעה לציבור" – למעט רישום ניירות ערך למסחר בבורסה לפי פרק זה."

5. יישום הוראות סעיף 35כט נעשה לראשונה אגב הנפקה שביצעה חברת טאואר סמיקונדוקטור בע"מ. טאואר הייתה החברה הדואלית הראשונה אשר ביקשה להנפיק ניירות ערך לציבור רק בישראל, בשנת 2001. רשות ניירות ערך קיבלה את בקשת טאואר להנפיק לציבור בישראל מבלי שתחויב בדרישות הגילוי החלות על תשקיפים בישראל, בכפוף למספר תנאים ובהם חיוב החברה לפרסם תשקיף ודיווחים מיידיים במתכונת זהה לחברה אמריקאית ולא לחברה זרה,³ וכן חיוב החברה להשלים פרטים שנדרשו על ידי ועדת ברנע ואינם דרושים על פי הדין האמריקאי. הדרישות שהוצבו בעניין טאואר הכבידו על התאגיד, ואף הקשו על החתמים לקבל אישור לכך שהתשקיף עומד בדרישות הגילוי מכיוון שלא נמצא עו"ד שיאשר זאת בהיעדר כללים ברורים בעניין.

6. בשנת 2004 שקלה הרשות עמדתה בשנית בעניין חברת סאפיינס. במקרה זה הוחלט שאין זה רצוי להכביד על חברות ברישום כפול רק משום שבחרו להנפיק לציבור בישראל ולא בחו"ל. צוין כי ההכבדה פוגעת בתכלית לשמה תוקן חוק ניירות ערך בתחילה, והיא למשוך תאגידיים נוספים לשוק ההון הישראלי. זאת משום שהחברות אינן מוכנות להנפיק ניירות ערך בישראל אם הדבר כרוך בדיווח בהתאם לשני משטרי רגולציה שונים.

7. התשקיף של חברת סאפיינס כלל לראשונה הצעה לציבור של אגרות חוב בישראל בלבד על ידי חברת רישום כפול. עד למועד זה חברות רישום כפול הנפיקו בישראל מניות בלבד.

³ דרישות הגילוי החלות בארה"ב על מנפיקים מקומיים (אמריקאיים) מחמירות יותר מדרישות הגילוי החלות על מנפיקים זרים.

8. דינה של הנפקת אגרות חוב בלבד בישראל על-ידי חברת רישום כפול, אינו זהה לדינה של הנפקת מניות הנסחרות בישראל ובבורסה הזרה. אגרות החוב אינן נסחרות בארצות הברית, ולפיכך אין גם פיקוח בעניינן על ידי ה-SEC או על ידי השוק. יצוין כי בדיון שנערך בוועדת התשקיפים בבקשת סאפיינס עובדה זו לא קיבלה ביטוי מיוחד שכן כאשר דנה הוועדה בתשקיף של סאפיינס הגישה המקובלת גם בעניינן של חברות מקומיות שאינן ברישום כפול הייתה שהגילוי הנדרש בעת הנפקות אג"ח זהה לגילוי הנדרש בעת הנפקת מניות.

9. מאז ביצעו חברות רישום כפול כמה עשרות הצעות לציבור של אגרות חוב, רובן ככולן התאפיינו בכך שהונפקו בישראל בלבד. היקפי הנפקות אלו גם הפכו להיות משמעותיים יותר ויותר. נכון למועד זה ישנן 11 חברות רישום כפול עם אגרות חוב במחזור.

10. ואולם שתי התפתחויות מהותיות קרו מאז ניתן פטור להנפקות אגרות חוב של תאגידי הרישום הכפול, שלהן לדעת הרשות השפעה משמעותית ביותר על מודל זה. ראשית, שוק ההון הישראלי הפך להיות זירה זמינה ונוחה להנפקות אגרות חוב תאגידיות. לפיכך השימוש של חברות הרישום הכפול באפשרות להנפקת אגרות חוב בישראל בלבד הלך וגדל כאמור אף הוא.

במקביל פקד בשנים האחרונות את העולם משבר כלכלי חמור ביותר. משבר זה העלה בין היתר שאלות באשר לאיכות הגילוי בשווקים הזרים ועוד יותר מזה פגע ביכולת הפירעון של מספר לא מבוטל של תאגידיים לרבות כאלו הרשומים ברישום כפול.

11. נקודה אחרונה זו הביאה את הרשות לקביעת דרישות גילוי ייעודיות לתאגידיים שהנפיקו אגרות חוב ושמתן הפניית זרקור לשאלות שעיקרן בתחום המימון והנזילות.

בנוסף הגבירה הרשות את הפיקוח הכללי על איכות הגילוי של תאגידיים שזוהו בקבוצות סיכון ובהם לא מעטים שהנפיקו אגרות חוב לציבור.

הרשות גם היתה מעורבת רבות בבירור שאלות של חוסר גילוי ובמתן הוראות לגילוי נוסף שלא ניתן אף כי היה מחויב על פי החוק, בעיקר סביב הסדרים לאי פירעון או לפירעון חלקי.

הצורך בגילוי הנוסף בענייני מימון ונזילות ופרטים חשובים למחזיקי אגרות החוב בבואם לאשר הסדרים מתעורר גם באשר לתאגידי רישום כפול, ואולם במקרה של תאגידיים אלו סמכות הרשות לדרוש גילוי היתה מוגבלת בהתאם לאמור בפרק ה'3 לחוק, והפטור שניתן להם מהוראות הדין החל על חברות רגילות.

12. נשוב ונזכיר כי תאגידי הרישום הכפול הנפיקו את סדרות האג"ח בישראל בלבד. לו היו מנפיקים תאגידיים אלו את סדרות האג"ח גם לציבור בארה"ב ואלו היו נסחרות בבורסות המרכזיות שם, רמת הפיקוח ומשמעת השוק היו גבוהות יותר.

מודל הגילוי שהוצג להערות ציבור בעניין הנפקת אגרות חוב בישראל על-ידי חברות ברישום כפול

13. ביום 2 באפריל 2012 פרסמה רשות ניירות ערך טיוטה להערות הציבור בעניין שינוי במודל הטיפול ומתן הפטור לחברות רישום כפול המנפיקות אגרות חוב רק בישראל. הטיטה הציגה מודל לפיו חברות רישום כפול המבקשות להנפיק אגרות חוב בישראל לא יהיו פטורות

מהוראות פרק ו', כך שיחולו עליהן חובות גילוי מלאות על פי הדין הישראלי בנוסף לחובות הגילוי על פי הדין האמריקאי. בתקופת ביניים של שנתיים הוצע להחריג מכך חברות רישום כפול אשר הנפיקו בעבר אגרות חוב הנסחרות בבורסה, עליהן יחולו חובות גילוי מוגבלות יותר הכוללות מספר הוראות שיש בהן חשיבות רבה יותר למחזיקי אגרות החוב. המודל שהוצג לא היה רטרואקטיבי אלא נועד לעסוק רק בהנפקות מכאן ואילך. לאחר שמיעת הערות הציבור סברה רשות ניירות ערך שנכון לאזן בין המודל המקורי שהוצע על ידה שבו הושם דגש רק על צד המידע הניתן למשקיעים לבין המאפיינים הייחודיים להסדר הרישום הכפול, ובעיקרם הכפיפות של חברות הרישום הכפול לדין ולרגולטור זר, וכן החשיבות הכלכלית הרבה בהסדר הרישום הכפול והצורך שיש לשוק ההון ולציבור המשקיעים בישראל במגוון ובהיקפי המסחר שמודל זה הביא לשוק. (הערות הציבור והתייחסות סגל הרשות אליהן מצורפות **כנספת א'**).

לאור האמור ולאחר דיונים שנעשו ברשות בעניין המליץ סגל הרשות לשנות את המצב הקיים מתוך איזון אינטרסים בין ההגנה על ציבור המשקיעים באגרות חוב במתכונת המקובלת מכוח הדין הישראלי ובין שיקולי הפיקוח הקיים על החברות (להבדיל מאגרות החוב המונפקות) מכוח הדין האמריקאי ומתכונת יישום הסדר הרישום הכפול עד כה בקשר עם הנפקת אגרות חוב בישראל. מודל זה, המפורט בסעיף 16 להלן (להלן - "**מודל הגילוי ההיברידי**"), אשר יחול מהחלטה זו ואילך, לגבי הנפקות עתידיות של אגרות חוב, יכלול הוראות גילוי נוספות המקנות מידע מהותי לצורך שמירה על עניינם של מחזיקי אגרות החוב. עם זאת, על מנת לשמור על האיזון האמור, הוחלט כי הוראות אלו יחולו רק בהתקיים סימני אזהרה על פי הדוחות הכספיים (או על פי פרסום נתונים כספיים רבעוניים). ממועד זה יש למידע הנוסף הנדרש חשיבות יתרה, בין היתר לנוכח התעצמות ניגודי העניינים הפוטנציאליים בין בעלי המניות ובין מחזיקי אגרות החוב, ולכן השוני בין המידע הדרוש לבעלי המניות ולמחזיקי אגרות החוב גדל.

החלטת הרשות

14. הוחלט כי כל עוד לא יתמלאו התנאים הבאים:

- א. החברה הנפיקה אגרות חוב באמצעות תשקיף הצעה לציבור במדינה בה פועלת הבורסה הזרה ואגרות החוב רשומות למסחר בבורסה הזרה, וכן –
- ב. לא קיים הבדל משמעותי בין תקופת ההלוואה של אגרות החוב שיירשמו למסחר בישראל ליתרת תקופת ההלוואה של אגרות החוב הרשומות למסחר בבורסה הזרה, וכן –
- ג. תנאי אגרות החוב שיירשמו למסחר בישראל אינם נחותים באופן מהותי בהשוואה לתנאי אגרות החוב שרשומים למסחר בבורסה הזרה.⁴

יחולו הכללים הבאים:

⁴ יובהר לעניין זה כי נחיתות תנאי האג"ח לא תיבחן ביחס לתנאים המסחריים של האג"ח, כדוגמת קיומו של שעבוד או שיעור הריבית שנושאת האג"ח, אלא תיבחן, בין היתר, ביחס לזכויות המשפטיות הנלוות לסדרת האג"ח, דרגת הנשייה של האג"ח והעילות להעמדת האג"ח לפירעון מיידי.

15. חברות דואליות יוכלו להנפיק גם בעתיד אגרות חוב חדשות במסגרת הפטור שניתן בהתאם להוראות סעיף 35כט ואולם פטור זה יותנה בדרישות מודל הגילוי ההיברידי.
16. הוראות הגילוי המפורטות להלן יהיו את מודל הגילוי ההיברידי, והוא יוחל על החברות כתנאי למתן פטור מכוח סעיף 35כט לחוק:
- א. תקנה 10(ב)(14) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן – "תקנות הדוחות") הדוחות - גילוי אודות סימני האזהרה בתאגיד וצירוף דוח תזרים מזומנים חזוי במקרים הנדרשים בתקנה; בחינת סימני האזהרה תיעשה על פי הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה (או על פי פרסום נתונים הכספיים הרבעוניים);
- ב. תקנה 10(ב)(1)(ד) לתקנות הדוחות - גילוי אודות הבחינה שנעשתה על ידי הדירקטוריון לגבי מצב הנזילות של החברה מקום שקיים אחד מסימני האזהרה והנימוקים להחלטה;
- ג. תקנה 35א לתקנות הדוחות - דיווחים מיידיים לטובת המחזיקים בתעודות התחייבות שבמחזור;
- ד. תקנה 37(א)(1) לתקנות הדוחות - פרטים על חלוקת דיבידנד;
- ה. תקנה 37(א)(5) לתקנות הדוחות – פדיון מוקדם של אגרות חוב;
- ו. תקנה 31ח לתקנות הדוחות - פשרה או הסדר;
- ז. תקנה 37כ-37כח לתקנות הדוחות - גילוי אגב הסדרי חוב.
17. רשות ניירות ערך תוכל להפעיל את סמכויותיה בקשר עם דרישה לקבלת מידע, פרטים ומסמכים הקשורים למידע המתבקש במסגרת מודל הגילוי ההיברידי; וכן סמכויות הרשות לעניין דרישה לפרסום דיווח מידי ו/או דיווח מתקן ו/או דיווח משלים וכן סמכויות הרשות לעניין דרישה להוספת גילוי או מידע כאמור, בדיווחי החברה, ככל שהדבר נחוץ לצורך הגנת ציבור המשקיעים באגרות החוב בהתאם למודל ההיברידי.
18. הוראות הגילוי בהתאם למודל הגילוי היברידי יחולו רק על חברות רישום כפול שינפיקו אגרות חוב, החל מהמועד בו יתקיימו סימני אזהרה כפי שהם מוגדרים בסעיף 10(ב)(14) לתקנות הדוחות, וכל עוד סימני האזהרה מתקיימים⁵. יודגש כי סימני האזהרה הרלבנטיים ייבחנו בהסתמך על הדוחות המאוחדים (או על פי פרסום של הנתונים הכספיים הרבעוניים).
19. במקרה של התקיימות סימני אזהרה כאמור, תדווח החברה דוח מידי שכותרתו "תחילת דיווחים בהתאם למודל הגילוי ההיברידי", ואשר עניינו הודעה על שינוי משטר הדיווח באופן שמעתה כפופה החברה להוראות הגילוי המפורטות לעיל.
20. מודל הגילוי ההיברידי משלב בתוכו פיקוח על ידי שני רגולטורים - רשות ניירות ערך וה- SEC. עם זאת, המודל יוחל רק מן המועד בו יתקיימו לגבי החברה סימני אזהרה. גם אז אין בכוונת הרשות להחיל פיקוח מלא על התאגידים הכפופים למודל הגילוי ההיברידי, אלא לעשות שימוש בסמכויות הפיקוח שלה במשורה. הרשות תפעל רק במקרים בהם מתעורר חשש

⁵ המועד בו סימני האזהרה אשר מבוססים על דוחות כספיים או על חוות דעתו או סקירתו של רואה החשבון המבקר, יחדלו להתקיים יהיה המועד הראשון בו יפורסמו דוחות כספיים, חוות דעת או סקירה בהתאמה ללא סימני אזהרה.

מוחשי לעניינם של מחזיקי אגרות החוב (להבדיל מבעלי מניות החברה), אשר אינו מטופל על-ידי הרשות או הדין הזרים.

21. במסגרת סעיף 35כט לחוק נתונה לרשות הסמכות לפטור מהוראות הנוגעות לפרטים בתשקיף, מבנהו וצורתו, וכן, היא רשאית להתנות את הפטור בתנאים. החל ממועד זה, הפטור אשר יינתן לחברות ברישום כפול אשר יבקשו להנפיק אגרות חוב בישראל, יותנה בכך שעל חברה, אשר הנפיקה אגרות חוב לציבור לאחר מועד זה, יחולו חובות הדיווח בהתאם למודל הגילוי ההיברידי, וזאת החל מהמועד בו מתקיימים סימני אזהרה בחברה בהתאם לאמור בסעיף 18 לעיל. הפטור האמור יתואר בתשקיף של החברה. החברה תוכל להמשיך ולמסור את הגילוי בשפה האנגלית ובמועדים הקבועים בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000.