

טיוטה להערות ציבור
סגל הרשות מזמין את הציבור ליתן את התייחסותו להחלטת
מליאת רשות ניירות ערך
הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 10 למאי 2012
אנשי קשר: עו"ד אמיר הלמר, רו"ח רון עמיחי, עו"ד ניר שורצברג
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

שינוי במודל הטיפול ומתן פטור לחברות ברישום כפול שמנפיקות אג"ח

רק בישראל

בקליפת אגוז

ביום 28.03.12 החליטה מליאת הרשות לאשר שינוי במדיניות הרשות כפי שזו באה לידי ביטוי במסגרת SLB 9-103 בקשר עם מתן פטור מדרישות הגילוי בתשקיף של חברות רישום כפול (להלן – "חברות רישום כפול" או "חברות דואליות") המבקשות להנפיק אג"ח רק בישראל וכן בקשר עם דרישות הגילוי השוטף שיחולו במקרים אלו, וזאת בשים לב לשינויים בסביבה העסקית והמשפטית מאז כניסת הסדר הרישום הכפול לתוקף.

רקע - הנפקת אגרות חוב בישראל במסגרת הסדר הרישום הכפול

1. הסדר הרישום הכפול נכנס לתוקפו עם חקיקתו של פרק ה3 לחוק ניירות ערך (בשנת 2000). בבסיסו מאפשר ההסדר רישום למסחר בישראל של ניירות ערך הנסחרים בבורסות זרות ספציפיות (נאסד"ק, NYSE, בורסת לונדון (רשימה ראשית)). הסדר זה אפשר לחברות ברישום כפול לדווח על פי חוק ניירות ערך אך ורק את הדיווחים הנדרשים 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 ה3 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 השוק¹.
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 ערך רשומים למסחר בשתי הבורסות (המדינות) בו זמנית. במועד חקיקת הסדר הרישום הכפול, הוא נועד לחול על מניות הרשומות למסחר בשתי בורסות.

¹ 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.

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 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 לתשקיף ולדיווחים שוטפים במתכונת זהה לחברה אמריקאית ולא לחברה זרה², 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 סאפינס. 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 תאגידי נוספים לשוק ההון הישראלי. זאת משום שהחברות אינן מוכנות להנפיק ניירות ערך בישראל אם הדבר כרוך בדיווח בהתאם לשני משטרי רגולציה שונים.

7. חברת סאפינס הייתה חברת הרישום הכפול הראשונה שזכתה לפטור לפי סעיף 35כ"ט שאיפשר לבסס את התשקיף על פרטי תשקיף בהתאם לדין בארה"ב חלף פרטי התשקיף המקומיים בהצעה לציבור של אג"ח בישראל בלבד. עד למועד זה חברות רישום כפול הנפיקו בישראל מניות בלבד.

8. מקרה הנפקת אג"ח בישראל בלבד על-ידי חברת רישום כפול, ומקרה הנפקת מניות הנסחרות בישראל ובבורסה הזרה אינם זהים. אגרות החוב אינן נסחרות בארצות הברית, ולפיכך אין גם

² דרישות הגילוי החלות בארה"ב על מנפיקים מקומיים (אמריקאיים) מחמירות יותר מדרישות הגילוי החלות על מנפיקים זרים.

פיקוח בעניינן על ידי ה- SEC. יצוין כי בדיון שנערך בוועדת התשקיפים בבקשת סאפיינס עובדה זו לא קיבלה ביטוי מיוחד שכן **כאשר זנה הוועדה בתשקיף של סאפיינס הגישה המקובלת הייתה שהגילוי הנדרש בעת הנפקות אג"ח זהה לגילוי הנדרש בעת הנפקת מניות.**

9. מאז ביצעו תאגידי רישום כפול לפחות כמה עשרות הצעות לציבור של אג"ח על פי תשקיף המבוסס על דרישות הגילוי בארה"ב, רובן ככולן התאפיינו בכך שהונפקו בישראל בלבד. היקפי הנפקות אלו גם הפכו להיות משמעותיים יותר ויותר.

10. ואולם שתי התפתחויות מהותיות קרו מאז ניתן פטור לתשקיפי הנפקות אגרות חוב של תאגידי הרישום הכפול, שלהן לדעת הסגל השפעה משמעותית ביותר על מודל זה. ראשית, שוק ההון הישראלי הפך להיות זירה זמינה ונוחה להנפקות אג"ח תאגידיות. לפיכך השימוש של תאגידי הרישום הכפול באפשרות להנפקת אג"ח בישראל בלבד הלך ותפח 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 עבור המחזיקים באגרות חוב שעיקרן בתחום המימון והנזילות.

בנוסף הגביר הסגל את הפיקוח הכללי על איכות הגילוי של תאגידיים שזוהו בקבוצות סיכון ובהם לא מעטים שהנפיקו אג"ח לציבור.

סגל הרשות גם מצא עצמו מעורב רבות בבירור שאלות של חוסר גילוי ובמתן הוראות לגילוי נוסף שלא ניתן אף כי היה מחויב על פי החוק, בעיקר סביב הסדרים לאי פירעון אג"ח או לפירעון חלקי שלהן.

הצורך בגילוי הנוסף בין היתר לענייני מימון ונזילות ולפרטים חשובים לבעלי האג"ח בבואם לאשר הסדרים מתעורר גם באשר לתאגידי רישום כפול, ואולם במקרה של תאגידיים אלו סמכות הרשות לדרוש גילוי הייתה מוגבלת בהתאם לאמור בפרק 3 לחוק, ולפטור שניתן להם מהוראות הגילוי על פי חוק ניירות ערך החלות 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 שבארה"ב ואלו היו נסחרות בבורסות המרכזיות שם ייתכן שהבעיה הייתה פחות חמורה. גם ללא דרישות גילוי ייעודיות למחזיקי אגרות חוב, יש להניח כי אילו אגרות החוב היו נסחרות בחו"ל, רמת הפיקוח ומשמעת השוק הייתה גבוהה יותר.

מודל הגילוי החדש לחברות ברישום כפול

13. לאור האמור ולאחר דיונים בעניין סבור סגל הרשות כי יש לשנות את המצב הקיים באופן מדורג ומתוך איזון אינטרסים בין ההגנה על ציבור המשקיעים באגרות חוב מחד לבין עקרון ההסתמכות של חברות הרישום הכפול על הדרך בה יושם ההסדר עד כה בקשר עם הנפקת אג"ח רק בישראל.

14. לפיכך סגל הרשות בדעה כי יש לפעול בדרך הבאה לפיה כל עוד **לא** יתמלאו שני התנאים הבאים:

- א. החברה תנפיק אגרות חוב זהות לאלו שמונפקות בישראל, באמצעות תשקיף הצעה לציבור במדינה בה פועלת הבורסה הזרה, וכן –
- ב. האג"ח שהונפקו יירשמו למסחר בבורסה הזרה.

יחולו הכללים הבאים:

- א. חברות דואליות שיש להן אג"ח במחזור או תשקיף מדף פתוח הכולל סדרות של אג"ח ("החברות המורשות") יוכלו להנפיק גם בעתיד אגרות חוב חדשות במסגרת הפטור שניתן בהתאם להוראות סעיף 35כט ואולם פטור זה יותנה בדרישות המפורטות בסעיף 15 להלן ("הגילוי ההיברידי").
- ב. הסדר זה של מודל הגילוי ההיברידי יחול רק לגבי הנפקות חוב של החברות המורשות וזאת לתקופה שעד ליום 31.12.2013 בכדי לאפשר מחזור לתקופה מסוימת של החוב הקיים.
- ג. בהתאם, החברות המורשות שיש להן תשקיף מדף יוכלו לקבל היתר לתשקיף מדף חדש המאפשר הנפקה על בסיס הגילוי ההיברידי, אלא שתקופת תשקיף המדף תהיה מוגבלת בהתאם לתקופה האמורה. הסדר זה יחול בכל עת שיידרש היתר (קרי תשקיף או תיקון לתשקיף) לחברות מורשות. מכאן שהרחבת סדרות קיימות על פי תשקיף מדף לא תהא כפופה להסדר האמור. נכון למועד כתיבת הנייר קיימות 12 חברות דואליות שהנפיקו אג"ח לציבור ו/או שיש להן תשקיף מדף, קרי – 12 חברות מורשות.
- ד. חברות דואליות שלא הנפיקו עד כה איגרות חוב ויבקשו להנפיק אג"ח לציבור בישראל בלבד לא ייהנו מפטור על פי סעיף 35כט. לפיכך אם תבקשנה חברות אלו להנפיק איגרות חוב רק בישראל סבור סגל הרשות כי יש לדרוש מהן תשקיף ישראלי מלא בהתאם להוראות פרק ו' של חוק ניירות ערך לרבות כל הוראות הגילוי השוטף על פי החוק והתקנות. מוצע כי כלל זה יחול גם על החברות המורשות החל מיום 1.1.2014.
- ה. על אף האמור לעיל, שוקל סגל הרשות האם לאפשר לחברה דואלית שאינה מורשית, או לדואלית מורשית בחלוף תקופת ההסתגלות, הקלה מסוימת לעומת תאגיד מדווח, וזאת בכל הנוגע למתכונת הדוחות הכספיים. בהתאם, נבחנת האפשרות לאשר לחברה דואלית אשר דוחותיה ערוכים בהתאם לכללי החשבונאות האמריקאים, לדווח בהתאם לכללי חשבונאות אלה גם אם היא מגייסת אג"ח מהציבור בישראל בלבד, בדומה להוראות החלות על מנפיק חוץ בתקנה 3א לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים) התשנ"ג-1993.
15. לאחר בחינת כלל הוראות הגילוי הקיימות היום במסגרת פטור שניתן לחברה מורשית שביקשה לגייס לאחרונה, נמצאו ההוראות הבאות כהוראות המהוות לדעת סגל הרשות את תוספת הגילוי הדרושה בעת הנפקת אג"ח לציבור בישראל בלבד (להלן - "מודל הגילוי ההיברידי"), והוא יחול על החברות המורשות כתנאי למתן פטור מכוח סעיף 35כט לחוק:
- א. תקנות 9 ד ו-38 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן "תקנות הדוחות") - תיאור מצבת ההתחייבויות (על בסיס שנתי ורבעוני);
- ב. תקנה 10 (ב)13 לתקנות הדוחות – פרטים אודות תעודות ההתחייבות שבמחזור;
- ג. תקנה 10 (ב)14 לתקנות הדוחות - גילוי אודות התקיימות סימני אזהרה בתאגיד וצירוף דוח תזרים מזומנים חזוי במקרים הנדרשים בתקנה, וכן דיווח מקביל בדוח הרבעוני;

- ד. 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
- ה. תקנה 35א לתקנות הדוחות - דיווחים מידיים לטובת המחזיקים בתעודות התחייבות שבמחזור ;
- ו. תקנה 30א לתקנות הדוחות –בשינויים המחויבים ככל שפרטים אלו חשובים למחזיקי אגרות החוב.
- ז. תקנה 37 (א)(1) לתקנות הדוחות - פרטים על חלוקת דיבידנד ;
- ח. תקנה 37(א)(5) לתקנות הדוחות – פדיון מוקדם של אגרות חוב ;
- ט. תקנה 31ח לתקנות הדוחות - פשרה והסדר ;
- י. תקנה 37כ-37כח לתקנות הדוחות - גילוי אגב הסדרי חוב ;
- יא. עמדת סגל משפטית 104-15 אירוע אשראי בר דיווח ;
- יב. סעיף 36ב לחוק ניירות ערך – גילוי תשקיפי על תאגיד ערב להתחייבויות מחזיקי אגרות החוב ;
- יג. פרסום דוחות רבעוניים בהתאם להוראות החלות בדין האמריקאי לתאגידים שאינם זרים (לרבות הגילויים הייחודיים למחזיקי אגרות החוב כמפורט לעיל) וזאת במועדים הקבועים בתקנות הדוחות לצורך פרסומם ;
- יד. קיום אסיפות של מחזיקי אגרות חוב בישראל ;
- טו. לעניין גילוי בדיווח השוטף העשוי לכלול פרט חשוב למחזיק בתעודות ההתחייבות, לרבות גילוי בהתאם להוראות שצוינו בסעיף 2 לעיל יחולו סעיפי האחריות על פי חוק ניירות ערך ;
- טז. סמכויות רשות ניירות ערך בקשר עם דרישה לקבלת מידע, פרטים ומסמכים 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 בדיווחי החברה והכל ככל שהדבר נחוץ לשמירת ענייניו של ציבור המחזיקים באגרות חוב של החברה ;
- יז. על הפרת הוראות הדין ובכללן האמור בסעיף טז יחולו סמכויות האכיפה הקיימות לרשות במסגרת החוק ובכללן הוראות פרק ח3 ופרק ח4 לחוק ;
16. מודל הגילוי ההיברידי משלב בתוכו פיקוח על ידי שני רגולטורים, רשות ניירות ערך וה- SEC. מודל זה הינו מודל ביניים אשר מאפשר לרשות להתערב בהיקף הגילוי הייעודי הנמסר לבעלי אגרות החוב ולהגן עליהם במקרים בהם נפל פגם בגילוי. עם זאת, מאחר שכללי הגילוי בבסיס מודל זה הנם בהתאם לדיני ניירות ערך האמריקאיים, שאינם במומחיות הרשות, אין בכוונתה להחיל פיקוח מלא על התאגידים הכפופים למודל הגילוי ההיברידי, אלא לעשות שימוש בסמכויות הפיקוח שלה במשורה. לפיכך הרשות תפעל במקרים בהם מתעורר חשש מוחשי לעניינם של מחזיקי אגרות החוב (להבדיל מבעלי מניות החברה), אשר אינו מטופל על-ידי הרשות או הדין הזרים.
17. במסגרת הפטור תותנה ההנפקה בכך שהחברה תמסור בתשקיף את כל פרטי המידע הרלוונטיים לגילוי הייעודי וכן תמשיך ותספק את המידע האמור גם במסגרת דיווחיה השוטפים. בתשקיף של החברה או בתיקון תשקיף על פי המקרה, יתוארו הוראות הדין שיחולו על החברה בעקבות מסגרת הפטור החדשה המוצעת. הוראות הגילוי יחולו עליה ממועד בו תנפיק אגרות חוב

באמצעות דוח הצעת מדף על פי התשקיף המתוקן. את המידע החברה תוכל להמשיך ולתת בשפה האנגלית ובמועדים הקבועים בדין הזר.

18. המודל ההיברידי המוצג בנייר זה הינו המודל שהוחל כבר על חברה אחת כאמור ואולם סגל הרשות סבור כי מן הראוי לפרסם לציבור את החלטתו זו לשינוי המדיניות וכן את מודל הגילוי החדש על מנת לקבל את הערותיו. למותר לציין כי יתכנו שינויים במודל האמור עקב הערות ציבור.

19. לאור האמור לעיל, מפורסם לציבור נייר זה המסכם את המתווה המוצע לשינוי המדיניות בקשר עם ביצוע הנפקות אג"ח של חברות דואליות רק בישראל, על מנת לקבל את הערותיו. כמו כן, עד אשר יושלם הליך השימוע מול הציבור לרבות החברות הדואליות והבורסה, חברות מורשות ינפיקו בהתאם למודל ההיברידי כפי שהוא מתואר לעיל, בעוד שבעניין שאר החברות ברישום כפול או כאלו שירשמו ברישום כפול בעתיד ושמעוניינות להנפיק אג"ח בישראל בלבד, ייבחן כל מקרה לגופו וזאת עד למועד בו תפרסם הרשות את עמדתה הסופית בעניין.