

החלטת מליאה בתחום תאגידיים מספר 1-2015: המלצה להכללת
בורסת ה-London stock Exchange's Main Market, High
Growth Segment בתוספת השלישית לחוק ניירות ערך

רישום כפול של תאגידיים הנסחרים ברשימת ה-London Stock High Growth Segment ב-
Exchange והחלפת רשימת ה-Primary ברשימת ה-Premium בתוספת השלישית

הצעת החלטה:

1. להמליץ בפני שר האוצר על קביעת London stock Exchange's Main Market, High Growth Segment (להלן – "בורסת לונדון" וה-"HGS") כבורסה בחו"ל בתוספת השלישית לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן – "חוק ניירות ערך" או "החוק").
2. להמליץ בפני שר האוצר כי ההוראות החלות על תאגידיים ברישום כפול הנסחרים כיום ב-London Stock Exchange, ובהם דרישת הגילוי, כללי החשבונות, לוחות הזמנים להגשת דיווחים מיידיים, שפת הדיווח, תוכן מסמך הרישום וכן אופי הפיקוח של רשות ניירות ערך, יחולו גם על תאגידיים אשר נסחרים ב-High Growth Segment.
3. להמליץ בפני שר האוצר לשנות את האמור בתוספת השלישית לחוק וחלף ההכללה של ה-London Stock Exchange, Main Markets, Primary Listing לכלול את ה-London Stock Exchange, Main Market, Premium Listing.

¹ ההחלטה ניתנה ביום 25 במרץ 2015

I. קביעת HGS כבורסה נוספת בתוספת השלישית (רישום כפול של

HGS)

רקע וכתוביות

הסדר הרישום הכפול נכנס לתוקפו בישראל עם חקיקתו של פרק ה'3 לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (להלן – "החוק" או "חוק ניירות ערך") בשנת 2000. פרק זה קובע כי תנאי לכניסה לתחולתו הנו שניירות הערך שמבקש התאגיד לרשום בבורסה בתל אביב רשומים גם למסחר בבורסה זרה המצויה בתוספת השנייה לחוק ניירות ערך או בתוספת השלישית לחוק (להלן – "התוספת השלישית"). הסדר זה מאפשר לחברות שנרשמו למסחר בישראל לדווח בהתאם לדין הזר החל עליהן חלף פרטי הדיווח הנדרשים על פי דיני ניירות ערך הישראליים.

עוד קובעים החוק והתקנות כי ככל שהתאגיד יבקש לרשום את ניירות הערך בישראל בטרם חלפה שנה מהמועד בו החל להיסחר בבורסה הזרה עליו להיות בעל שווי החזקות ציבור של מעל ל-150 מיליון דולר.

חברה אשר פרק ה'3 לחוק חל עליה, אשר מעוניינת לרשום את מניותיה למסחר בישראל יכולה לעשות כן לאחר הגשת מסמך רישום². חברה אשר נסחרת בבורסה בתל אביב יכולה לעבור להסדר המיוחד של פרק ה'3 אם ניירות הערך שלה נרשמו בבורסות הרלוונטיות בחו"ל ולאחר אישור אסיפה כללית לכך ברוב מיוחד.

בשנת 2004 חלה התפתחות נוספת עת התירה הרשות לראשונה לחברה ברישום כפול הנפקת אגרות חוב בישראל בלבד בלא שהחברה תאבד את זכותה ליהנות מההסדר שהתיר לה לדווח על פי הדין הזר. החלטת הרשות נשענה על כך שבאותו מועד לא היה פער בדרישות הגילוי בין חברות שהנפיקו מניות לבין אלו שהנפיקו אג"ח. מאז ביצעו חברות רישום כפול כמה עשרות הצעות לציבור של אגרות חוב, רובן ככולן התאפיינו בכך שהונפקו בישראל בלבד.

באותה שנה המליצה רשות ניירות ערך להוסיף את רשימת ה- London stock Exchange's Main Market, Primary Listing (להלן – "בורסת לונדון" ו- "רשימת הפריימרי", בהתאמה), ואת רשימת ה- NASDAQ Small Cap לרשימת הבורסות בחו"ל הכלולה בתוספת השלישית.

בספטמבר 2013 ובשים לב להתפתחויות בדרישות הגילוי מחברות שהנפיקו אג"ח, שונתה המדיניות באשר לגילוי שיידרש מחברה ברישום כפול אשר תנפיק אג"ח בישראל בלבד. בהתאם נדרשו חברות כאמור להוסיף את אותם פרטי גילוי אשר נמצאו כרלוונטיים למחזיקי האג"ח.

בשנת 2010 שונה משטר הרגולציה בבריטניה ורשימת ה- London stock Exchange's Main Market, Premium Listing (להלן – "רשימת הפרמיום") הוקמה חלף רשימת הפריימרי, כך

² מסמך זה הנו בעל מעמד של דוח מידי ושלא כתשקיף אין הרשות נותנת היתר לפרסומו.

שכל החברות שנסחרו טרם השינוי ברשימת הפריימרי עברו להיסחר ברשימת הפרמיום. לאחר השינוי הרגולטורי, פירש סגל רשות ניירות ערך את האמור בתוספת השלישית ככולל את רשימת הפרימיום, וזאת מן הטעם שרשימת הפרימיום הינה ממשיכתה הטבעית של רשימת הפריימרי (ראה לעניין זה גם את הערת עורכי הדין מטעם חברת Matomy Media Group LTD (להלן – "מטומי") במכתבם הנושא את הכותרת :

לאחרונה פנתה אלינו חברת מטומי בבקשה כי הרשות תמליץ לשר האוצר להוסיף את רשימת ה-High Growth Segment (להלן – "HGS"), כרשימה נוספת לאלו הקיימות בתוספת השלישית. בפברואר 2013 ייסדה הבורסה בלונדון מסלול חדש, ה-HGS, אשר מהווה חלק מהשוק העיקרי, אבל לא חלק מהרשימה הרשמית³. המשמעות של כך הינה שחברות הנסחרות תחת ה-HGS כפופות לדירקטיבה האירופית, קרי להוראות הנוגעות לתשקיפים ולגילוי השוטף, ומפוקחות בהקשר זה על ידי ה-Financial Conduct Authority (הגוף המקביל לרשות ניירות ערך באנגליה. להלן – "FCA"). אולם בניגוד לחברות אשר נסחרות ברשימה הרשמית, הבורסה בלונדון הינה המפקחת העיקרית של החברות.

הרשימות אשר נכללות נכון למועד זה במסגרת התוספת השנייה והתוספת השלישית בחוק ניירות ערך מתאפיינות בשלושה אדנים המבססים את שקיפות פעילותן כלפי משקיעים – דיני גילוי נרחבים, רשות פיקוחית בעלת מוניטין רב ומשמעת שוק. ה-HGS לעומתן הינה רשימה צעירה אשר נכון למועד זה נסחרת בה רק חברה אחת – מטומי. הכללתה המסגרת הסדר הרישום הכפול מהווה שינוי של המדיניות הקיימת של רשות ניירות ערך, לאור היעדר ההיסטוריה של הרשימה וכמות החברות הנסחרות בה, אשר מקשה על אמידת האפקטיביות של הפיקוח אשר מוטלת על הרשימה, כמו גם את ההשפעה של משמעת השוק עליה. מנגד ובשל העובדה כי רק חברה אחת רשומה בה, גם הסיכון הנובע מהוספה שלה מצומצם יותר. דבר זה נכון לכל הפחות כל עוד מספר החברות הרשומות בה ושיבקשו להירשם ברישום כפול כמו גם היקף המסחר היחסי שלהן מהשוק בארץ יישאר מצומצם.

בנוסף, רוב דרישות הגילוי זהות לחברות הנסחרות ברשימת הפרמיום וב-HGS.

מסגרת נורמטיבית

סעיף 35 לחוק ניירות ערך מאפשר לשר האוצר להוסיף בורסה זרה חדשה לתוספת השלישית, כך שתאגידים אשר רשומים בה יוכלו להיכלל במסגרת הסדר הרישום הכפול, כדלקמן :

"שר האוצר רשאי, על פי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, לקבוע בתוספת השלישית בורסה בחו"ל שאינה מנויה בתוספת השנייה, אם מצא

³ הרשימה הרשמית כוללת את רשימת הפריימרי ואת ה-Standard listing בבורסת לונדון

שכלליה והדין החל על תאגידים שהואגדו בישראל, שניירות ערך שלהם רשומים למסחר בה, בתוספת פרטים נוספים שייכללו במסמך הרישום כפי שייקבעו בהתאם להוראות סעיף 335כ(א)(2), מבטיחים די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל."

בנוסף, סעיף 35(ב) לחוק ניירות ערך מאפשר לשר האוצר לשנות את שמה של בורסה זרה, כדלקמן:

"בלי לגרוע מהוראות סעיף קטן (א), רשאי שר האוצר, על פי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה, לשנות, בצו, את התוספות השניה והשלישית, ובלבד שמדובר בשינוי שם שנקבע על ידי בורסה, בורסה בחו"ל, רשימת מסחר או שוק מוסדר או פיצול או מיזוג של רשימות מסחר שבורסה, בורסה בחו"ל או שוק מוסדר הודיעו עליהם".

מודל הפיקוח על חברות ברישום כפול

מדיניות הפיקוח על החברות ברישום כפול הנה מדיניות של הסתמכות על המפקח הזר, דהיינו, הרשות לא בודקת כלל את החברות ברישום כפול בבדיקותיה השוטפות. יחד עם זאת במקרה שהובא לידיעת הרשות כי קיימת בעיה בדיווחי חברה ברישום כפול או כי יש חשש כזה המידע יועבר לרגולטור הזר לצורך טיפול.

מדיניות הפיקוח של הרשות נקבעה בהתבסס על שיקולי עלות-תועלת: מחד הבורסות שנבחרו להיכלל במסגרת הרישום הכפול נבחרו בין היתר בשל המוניטין הרב של המפקחים ומשמעת השוק בבורסות הרלוונטיות ומאידך פיקוח על ידי הרשות היה דורש השקעה אדירה בלימוד דינים זרים ואף אז ספק אם היה יכול סגל הרשות לבחון שאלות פרשניות בדינים הזרים שהרי הגוף המוסמך לפרשנות זו הנו המפקח הזר. זאת ועוד, סביר להניח כי לו היו מוצאות את עצמן החברות ברישום כפול מפוקחות על ידי שני מפקחים לעניין אותו קוד דיווח הן היו נמנעות מלבוא ולהירשם.

מוצע כי מאותם שיקולים מדיניות פיקוח מסתמכת זו תחול גם על חברות מרשימת ה-HGS שיירשמו ברישום כפול.

סקירת הבדלים בין הדין החל תאגידים הרשומים ב-HGS לבין זה החל על תאגידים הרשומים ברשימת הפרמיום.

חברות הנסחרות בפרמיום כפופות לקוד הממשל התאגידי הבריטי ולכללי אישור עסקאות מהותיות. המפקח על יישום כללים אלה הוא ה-FCA. לעומת זאת, על חברות הכלולות ברשימת ה-HGS לא חלים כללי ממשל תאגידי נוספים, על אלו הנובעים מהדין במקום ההתאגדות של החברה.

כללי הדירקטיבה האירופאית חלים כאמור על שתי הרשימות. בהתאם לאפשרות להרחיב ולהוסיף דרישות מעבר להם קיימות הרחבות מסוימות באשר לדיווחים מידיים בשתי הרשימות

ואולם באשר לעצם קיומן כמו גם באשר לפיקוח על הציות להן נבדלות הרשימות – בעוד שבפרימיום יהיה זה ה-FCA אזי ב-HGS תהיה זו הבורסה הלונדונית. יצוין כי אין דרישות גילוי נוספות לגבי דיווחים שנתיים וחצי שנתיים ולפיכך באשר לדיווחים אלה לא קיים הבדל בין הרשימות.

חברות הנסחרות בפרימיום חייבות במינוי ספונסור (Sponsor). הספונסור הנו שומר סף של קבע אשר תפקידו לבצע בדיקות בקשר לעניינים שונים במקרה של הצעה לציבור, עסקאות מהותיות (Class 1 transaction) או מיזוג במהופך (reverse takeover), בדרכי בדרך של הכנסת פעילות ל"שלד" בורסאי. העניינים שעל הספונסור לבדוק קשורים הן לגילוי הניתן לבעלי המניות על ידי החברה והן לדירקטוריון לרבות בדיקת ההבנה של הדירקטוריון באשר לעסקאות ובדיקה כי מוסדו תהליכים לבדיקת נאותות התקיימות דרישות שונות בשוטף.

באשר לחברות הנסחרות ב-HGS קיימת חובה למנות יועץ מרכזי (Key Adviser). תפקידי היועץ המרכזי דומים לאלו של הספונסור אך המפקח על פעולותיו הנו הבורסה של לונדון בשונה מהספונסור אשר מפוקח על ידי ה-FCA.

סמכויות הפיקוח של ה-FCA ושל ה-LSE דומות, אך בין שני הגופים קיים שוני מהותי. בורסת לונדון בניגוד ל-FCA הינה גוף עסקי פרטי אשר לו אינטרסים כלכליים, ולפיכך הפיקוח שלו עשוי להיות מוטה לטובת החברות וזאת על מנת להגדיל את מספר החברות שבו קרי, בורסת לונדון עשויה להקטין את המשקל הניתן להגנה על ציבור המשקיעים כדי להגשים את מטרותיה העסקיות. מאידך ודווקא בשל העובדה כי מדובר ברשימה בה רשומה נכון להיום חברה אחת בלבד יתכן שבמכלול שיקולי הבורסה דווקא שיקול הפגיעה בשמה הטוב יגבר על שיקול ה"סכנה" שבמחיקת חברה אחת.

התנאים להיכלל ברשימת ה-HGS מקלים יותר מאשר התנאים להיכלל ברשימת הפרימיום, ובכלל זה ניתן למנות הבדלים בתנאים הבאים:

- א. שיעור החזקות ציבור מינימלי של 10% ברשימת ה-HGS לעומת שיעור החזקות מינימלי של 25% ברשימת הפרימיום.
- ב. שווי שוק מינימלי של 30 מיליון פאונד ברשימת ה-HGS לעומת שווי שוק מינימלי של 700 מיליון פאונד ברשימת הפרימיום.
- ג. היעדר חובה (הקיימת לצורך רשימת הפרימיום) כי לפחות 75% מפעילות התאגיד במועד ההנפקה היתה בבעלותו בשלוש השנים שקדמו להנפקה.
- ד. היעדר חובה (הקיימת לצורך רשימת הפרימיום) כי לפחות מחצית מנכסי התאגיד נשלטו על-ידו בשלוש השנים שקדמו להנפקה.
- ה. היעדר חובת אישור בעלי מניות לשם יציאה מרשימת ה-HGS, בניגוד לאישור ברוב של 75% הנדרש ברשימת הפרימיום.

1. היעדר חובה (הקיימת ברשימת הפרימיום) לבצע הנפקת מניות נוספת תוך מתן זכות קדימה לבעלי מניות קיימים.

סיכום

מאחר שברוב העניינים המהותיים חלים כללי גילוי זהים על רשימת הפרימיום ועל רשימת ה-HGS, מאחר שהמפקח על גילויים אלו הנו ה-FCA ומאחר שהרשות שמה לה למטרה לקדם ולעודד את המסחר בבורסה מוצע להוסיף את רשימת ה-HGS לרישום הכפול וזאת חרף ההבדלים הקיימים בין רשימת הפרימיום לבין רשימת ה-HGS כמתואר לעיל. עם זאת, לאור ההבדלים בין הרשימות, מוצע לקבוע כי באשר לתאגידים הנסחרים ב-HGS כי רק אלו אשר שווים עולה על 650 מיליון ₪ יהיו זכאים להירשם למסחר במסגרת הסדר הרישום הכפול, כך שגם הסיכון העודף הנובע מתאגידים אשר נסחרים ברשימת ה-HGS יפחת וגם בצד "התועלת" יזכה שוק ההון בדרך זו בתאגידים שיתרמו לשוק המקומי.

II. החלפת רשימת הפרימיום ברשימת הפרימיום בתוספת השלישית

כאמור לעיל, בעקבות השינויים הרגולטוריים שנעשו בבריטניה, רשימת הפרימיום חדלה מלהתקיים, ובמקומה קמה רשימת הפרמיום. במועד המעבר כל החברות שהיו רשומות למסחר ברשימת הפרימיום עברו באופן אוטומטי לרשימת הפרמיום. רשימת הפרמיום מהווה את רשימת העילית בבורסה בלונדון. לפיכך מוצע לשנות את האמור בתוספת השלישית כך שחלף רשימת הפרימיום תיכלל רשימת הפרמיום.

שינוי חובות הדיווח על חברות ברישום כפול המנפיקות אגרות חוב בישראל

ריכוז הערות ציבור

מס'	שם הפונה	מהות/נושא התיקון	ההערה	התייחסות מוצעת
1.	הבורסה לניירות ערך	שווי שוק מינימלי של חברות הנסחרות ב-HGS תרצה לקבוע סכום כלשהו, מומלץ להתאים את הסכום לסכום הקבוע בהנחיות הבורסה לגבי חברות דואליות, אשר קובעות כי חברה שנסחרת בנאסדק ברשימת ה-CAPITAL MARKET שווי השוק שלה לא יפחת מ-135 מיליון ₪.	לא צריך כלל להגביל את השווי המינימלי של חברות הנסחרות ב-HGS. אך ככל שהרשות תרצה לקבוע סכום כלשהו, מומלץ להתאים את הסכום לסכום הקבוע בהנחיות הבורסה לגבי חברות דואליות, אשר קובעות כי חברה שנסחרת בנאסדק ברשימת ה-CAPITAL MARKET שווי השוק שלה לא יפחת מ-135 מיליון ₪.	ההערה מתקבלת באופן חלקי —סגל רשות ניירות ערך סבור לאחר בחינה מחודשת כי נכון לקבוע סכום מינימאלי שאינו משתנה, אך חלף הצעת הבורסה לקבוע את השווי על 135 מיליון ש"ח מוצע שלא לסטות מההצעה המקורית באשר לסך השווי המינימאלי 650 מיליון ₪ (השווי בקירוב בגינו ניתן להיכנס למדד לתל אביב 100). מאידך מוצע לקבוע שווי זה כקבוע ולא כמשתנה בהתאם לשווי חברה במדד תל אביב 100.