

החגיגה בול סטריט עלולה להיגמר – ה-SEC בוחן שינוי המשטר הרגולטורי ביחס לחברות לא אמריקאיות שנסחרות בארה"ב

עדכוני לקוחות

מבוא

רוב החברות הישראליות שנסחרות בארה"ב מסווגות כ-Foreign Private Issuer או בקיצור FPI ובהתאם נהנות ממשטר דיווח משמעותית פחות הדוק מהמשטר שחל על תאגידים שהתאגדו בארצות הברית (או שאינם מסווגים כ-FPI) ונסחרים שם מחד, וחברות ישראליות שנסחרות בבורסה בתל אביב מאידך. לענייננו, FPI הינה חברה ציבורית המאוגדת מחוץ לארצות הברית שניירות הערך שלה נסחרים בארה"ב, ורוב בעלי המניות שלה לא אמריקאים או שאין לה זיקה משמעותית לארה"ב¹.

בתחילת חודש יוני ה-SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית) פרסם קול קורא שמבקש מהציבור הצעות לתיקון ההגדרה של FPI כך שההגדרה תהיה צרה יותר וכתוצאה מכך סביר להניח שהרבה פחות חברות יהנו ממשטר הדיווח המקל שחל על FPI. הקול הקורא יצר דיון ער בתקשורת הישראלית ביחס להשלכות האפשריות, וגם הח"מ כתב על כך בכלכליסט - https://www.calcalist.co.il/local_news/article/by7uyajhel והתראיין לערוץ 10 - <https://youtu.be/8yuQSvQrowk?si=oQc8xbiBXu-y04b>. מטרת מזכר זה הינה להעניק רקע רחב יותר לאירוע ולהשלכותיו האפשריות, בעיקר לחברות הישראליות אבל גם לרשות ניירות ערך הישראלית, הבורסה בישראל והכלכלה הישראלית בכלל ולהתייחס לצעדים הבאים בנושא.

מה הרקע ליוזמת ה-SEC?

בקול הקורא שפרסם ה-SEC טוען שהציפיה במתן הקלות לחברות שמסווגות כ-FPI היתה, בין השאר, שחברות אלו יהיו כפופות לדרישות גילוי ורגולציה נוספת משמעותית במדינות בהן התאגדו, כך שהסיווג כ-FPI ימנע נטל רגולטורי כפול. כמו כן, היתה ל-SEC ציפיה שניירות הערך של אותן חברות יסחרו גם בשווקים זרים. אולם, בניגוד לעבר, חברות רבות שמסווגות כ-FPI ונהנות מההקלות שסיווג זה מעניק אינן כפופות לרגולציה מקומית משמעותית. זאת בין אם לא קיימת רגולציה כזו (כמו, למשל, באיי קיימן, BVI או ברמודה) ובין אם חברות שמסווגות כ-FPI פטורות מהרגולציה במדינת ההתאגדות (כמו בארץ). בנוסף, כיום, בשונה מבעבר, הבורסות האמריקאיות מהוות שוק המסחר הכמעט בלעדי לרוב החברות שמסווגות כ-FPI.

תפקיד ה-SEC הינו, בין השאר, הגנה על משקיעים מקומיים, שמירה על אטרקטיביות שוקי ההון האמריקאים לחברות זרות והבטחת תנאי תחרות הוגנים בין חברות אמריקאיות וזרות. לאור השינויים במאפייני החברות שמסווגות כ-FPI ה-SEC ראה לנכון לבדוק האם נכון לתקן את ההגדרה של FPI.

אילו משטרי דיווח חלים על חברה ישראלית?

בקליפת אגוז, קיימים שלושה משטרי דיווח ביחס לחברות ישראליות שמניותיהן נסחרות בישראל או בבורסות בארה"ב:

- חברה ישראלית שמניותיה נסחרות רק בארץ כפופה למשטר הדיווח תחת חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 והתקנות מכוחו (חוק ניירות ערך).
- חברה ישראלית שמניותיה נסחרות בבורסה בחו"ל ולא הוצעו לציבור בישראל אינה כפופה לכללי הדיווח תחת חוק ניירות ערך וכפופה לכללי הדיווח במקום בו היא נסחרת. כמו כן, חוק ניירות ערך קובע שחברה ישראלית שמניותיה נסחרות בישראל ובמקביל גם בבורסות נבחרות בחו"ל (כמו הנאסדק ו-NYSE) יכולה לעבור לדיווח לפי משטר הדיווח החל בבורסה בה היא נסחרת בחו"ל. רוב מבין החברות הללו שנסחרות בלעדית בארה"ב או בארה"ב וגם בבורסה בתל אביב מסווגות כ-FPI. נכון לסוף 2023 נסחרו בארה"ב 97 חברות ישראליות שסווגו כ-FPI בשווי שוק כולל של כ- 116 מליארד דולר.
- חברה ישראלית שנסחרת בבורסה בארה"ב ושאינה מסווגת כ-FPI מדווחת לפי משטר הדיווח החל על "חברות מקומיות" (domestic issuer). דוגמא לכך הינה חברת טבע, שלאחר רכישת אקטיוויס איבדה את סיווג ה-FPI בראשית 2018.

מה הן ההקלות במשטר הדיווח כ-FPI לעומת משטר הדיווח שחל על חברה ציבורית שמאוגדת בארה"ב?

חברה ציבורית שנסחרת בארה"ב ומסווגת כ-FPI נהנית ממספר רב של הקלות, לעומת חברה שנסחרת בארה"ב שאינה מסווגת כ-FPI. הקלות אלו כוללות, בין השאר את הנקודות הבאות:

- ככלל, אין חובה להגיש דוח רבעוני מורחב, אלא רק דוח שנתי;
- המועד להגשת דוח שנתי הוא 4 חודשים מתום שנת דיווח, ולא תוך 90-60 יום לחברות מקומיות;
- זכות להכין את הדוחות החשבונאיים לפי כללי ה-IFRS בלי התאמה ל U.S. GAAP;
- פטור לחברה ולנושאי משרה מדיווח מידי על הקצאות ופעולות בניירות ערך של החברה (ידוע כפטור 16 Section);
- פטור מכללי זימון וניהול אסיפת בעלי מניות (proxy rules);
- פטור מהחובה להעלות תנאי תגמול של נושאי משרה בכירים להצבעה לא מחייבת של בעלי מניות (say on pay);
- חובת דיווח עתית על טופס K-6 במספר אירועים מוגבל ושמשאיר מקום לשיקול דעת לחברה, בניגוד לחברה שאינה FPI שחייבת לדיווח בפירוט על מגוון רחב של אירועים ספציפיים תוך ארבעה ימי עסקים על גבי טופס K-8;
- בנוסף, הבורסות בארה"ב מעניקות פטורים לחברות שמסווגות כ-FPI בקשר עם מספר כללים של משטר תאגידי שחלים על חברות מקומיות. לדוגמא, ביחס לחברה ישראלית שמסווגת כ-FPI, בורסת הנאסדק לא דורשת קיומו של מניין חוקי של שליש מהמניות באסיפת בעלי מניות וגם לא דורשת אישור בעלי מניות לסוגים מסויימים של עסקאות.

דוגמאות להשפעה של השינויים על חברות ישראליות שמוגדרות כיום כ-FPI

להלן מספר דוגמאות פרקטיות לחברה ישראלית שנסחרת בארה"ב במידה ותאבד את הסיווג שלה כ-FPI:

- לפי כללי הדיווח שחלים על חברה מקומית, יש לפרסם את תוצאות האסיפות של בעלי המניות בחברה עם פירוט מספר המניות שהצביעו על כל נושא. זה לא המצב ביחס לחברות שמסווגות כ-FPI ובפועל רוב החברות הישראליות שמסווגות כ-FPI מסתפקות בדיווח חלקי בלבד שמעדיכן האם ההצבעה עברה או לא - כך בעלי מניות בחברה כזו לא יודעים עד כמה נושא שעלה להצבעה שנוי במחלוקת או מעורר התנגדות של בעלי מניות אחרים.
- לפי Section 16, דירקטורים, מנהלים בכירים בתאגיד ובעלי 10% ממניות החברה צריכים לדווח תוך שני ימי עסקים על מגוון רחב מאוד של פעולות בניירות ערך של החברה, לרבות, הקצאה, מימוש אופציות ומכירת מניות. כיום פעולות אלו קורות בחברות שמסווגות כ-FPI כמעט ללא דיווח.
- חובות דיווח רחבות ומפורטות יותר ביחס לתגמול בכירים, לרבות חובת דיווח המתודולוגיה של וועדת התגמול בקביעת התגמול.
- הגשת דוח רבעוני מורחב וחובה להתייחס בו לשורה ארוכה של נושאים.

ככלל, בארבעת הדוגמאות לעיל משטר הדיווח של חברה מקומית דומה למשטר הדיווח ביחס לחברה ישראלית שנסחרת בבורסה בתל אביב בלבד המדווחת לפי חוק ניירות ערך והתקנות על פיו². בהתאם, דוגמאות אלו מצביעות על כך שמשטר הדיווח ביחס ל-FPI מקל הן ביחס לכללים שחלים על חברות שמאוגדות בארה"ב והן ביחס לחברות ישראליות שנסחרות אך ורק בבורסה בתל אביב.

בנוסף, בעוד שחברה ישראלית שמסווגת כ-FPI פטורה מחובות דיווח לפי חוק ניירות ערך, היא כפופה לרוב חובות המשטר התאגידי של חוק החברות הישראלי - חובות המשטר התאגידי של חוק החברות הישראלי כוללות, למשל, כללים בדבר אישור עסקאות עם בעלי עניין, חובה לאמץ מדיניות תגמול וזכויות בעלי מניות להעלות נושא לדיון באסיפת בעלי מניות ואף לכנס אסיפה כזו. בהתאם, אם חברה כזו תאבד את הסיווג כ-FPI היא תהיה כפופה גם לכללי משטר תאגידי של חוק החברות וגם לכללי המשטר התאגידי של הבורסה בה היא נסחרת.

במה מתמקד ה-SEC ואיזה סוג של שינויים בהגדרת FPI הוא קורא לבחון?

בקול הקורא ה-SEC מנתח לעומק מספר מגמות בקבוצת החברות שמסווגות כ-FPI:

- בהתייחסות ספציפית למשטר הגילוי הישראלי ביחס ל-FPI, ה-SEC קובע שאף על פי שאין בו דבר רע לכשעצמו התוצאה היא שאותה חברה אינה כפופה לדרישות גילוי משמעותיות, וזה מצדיק שקילת תיקון הגדרת FPI. ה-SEC מבקש מהציבור התייחסות לשאלה האם חברות מקומיות נמצאות בעמדת נחיתות מול חברות שמסווגות כ-FPI שהשוק הבלעדי שלהן הוא ארה"ב ושמואגדות במקומות שלא דורשים משטר דיווח משמעותי.
- העלייה המשמעותית במספר החברות שמאוגדות באיי קיימן או BVI ושמונהלות מסין. לדברי ה-SEC מדובר בלמעלה מ-250 חברות נכון לסוף 2023. כמו כן, מדובר במקומות התאגדות שבהם דרישות הגילוי לציבור מוגבלות בצורה משמעותית.
- נכון לסוף 2023, רוב החברות שמסווגות כ-FPI נסחרות כמעט בלעדית בארה"ב (במילים אחרות, 99% ומעלה מהמסחר הכלל עולמי של רוב החברות שמסווגות כ-FPI מתבצע בארה"ב בלבד), ומספר החברות שמסווגות כ-FPI שהיקף המסחר במניותיהן בארה"ב לא עולה על 50% מנפח המסחר הכלל עולמי שלהן הינו פחות מרבע מכלל החברות שמסווגות כ-FPI. לדעת ה-SEC טרנד זה מעלה שאלה עד כמה חברות שנסחרות

כמעט בלעדית בארה"ב כפופות לחובות גילוי משמעותיות מכוח חקיקה במקום התאגדותן.

בקול הקורא שבו ה-SEC מבקש את התייחסות הציבור לשאלה האם ואם כן אז איך לשנות את הגדרת FPI, הוא מעלה את הנקודות הבאות כבסיס לשינויים פוטנציאליים:

- **עדכון קריטריונים לזכאות:** האם יש לעדכן את הקריטריונים הקיימים לסיווג כ-FPI, למשל על ידי הפחתת רף האחזקה של מחזיקים אמריקאים (כיום למעלה מ-50%) או הוספת קריטריונים חדשים לבחינת זיקות עסקיות לארה"ב.
- **דרישת היקף מסחר מחוץ לארה"ב:** האם יש להחיל מבחן היקף מסחר מחוץ לארה"ב, שיחייב FPI לבחון מדי שנה את נפח המסחר במניותיה בשווקים זרים לעומת שוקי ארה"ב, ולקבוע רף מינימלי של מסחר מחוץ לארה"ב כתנאי לשמירה על מעמד FPI.
- **דרישת רישום בבורסה זרה:** האם יש לדרוש מ-FPI להיות רשומה למסחר בבורסה זרה מרכזית, ואם כן – כיצד להגדיר מהי בורסה כזו.
- **דרישות רגולציה זרה:** האם יש לדרוש מ-FPI להיות מאוגדת או בעלת מטה במדינה שבה קיימת רגולציה ופיקוח משמעותיים על חברות ציבוריות, וכן להיות כפופה לרגולציה זו ללא הקלות או פטורים.
- **שיתוף פעולה בינלאומי:** האם יש להקים מנגנוני הכרה הדדית חדשים בין ה-SEC לרשויות ניירות ערך זרות, בדומה למערכת ההכרה ההדדית הקיימת עם קנדה. בנוסף, האם יש לדרוש מ-FPI לאשר כי היא מאוגדת או בעלת מטה במדינה שרשות ניירות הערך שלה חתומה על מזכר ההבנות הרב-צדדי של (IOSCO (MMoU). מזכר זה, שישראל חתומה עליו, קובע התחייבות לסטנדרטים הבינלאומיים של שיתוף פעולה ואכיפה בתחום ניירות הערך, אולם הוא לא מחייב סטנדרט של רגולציה או פיקוח, ולכן ככל הנראה ישמש רק כרכיב משלים בהסדר כולל ביחס להגדרת FPI, אם בכלל.

מה הצעד הבא?

לאחר פרסום הקול הקורא ה-SEC ירכז תגובות מהציבור למשך 90 ימים ולאחר שקילת התגובות ה-SEC צפוי לפרסם טיוטת תקנות מוצעות. אותה טיוטת תקנות תוצג להערות הציבור, ולאחר מכן ייתכן שה-SEC יאמץ תקנות חדשות. נכון לעכשיו, לא ברור מה יהיו השינויים הסופיים ומתי ייכנסו לתוקף, אך כל שינוי כזה עשוי להשפיע באופן משמעותי על יכולתן של חברות זרות להיסחר בשוקי ההון האמריקאיים ועל התחרות בין חברות אמריקאיות לזרות.

השלכות גילוי הדעת על חברות ישראליות שמסווגות כ-FPI

תפקיד ה-SEC הינו, בין השאר, הגנה על משקיעים מקומיים מחד ושמירה על אטרקטיביות שוקי ההון האמריקאים לחברות זרות והבטחת תנאי תחרות הוגנים בין חברות אמריקאיות וזרות מאידך. ה-SEC מזהה מספר טרנדים שמצדיקים בחינה של הגדרת ה-FPI ורוב הטרנדים האמורים חלים גם ביחס לחברות ישראליות:

- פטורים מחובות דיווח לפי רגולציה במדינת ההתאגדות של חברות שמסווגות כ-FPI (כמו בישראל) או היעדר רגולציה מקומית (כמו, למשל, באיי קיימן, BVI או ברמודה)
- הבורסות האמריקאיות מהוות שוק המסחר הכמעט בלעדי לרוב החברות שמסווגות כ-FPI. בקול הקורא ה-SEC טוען שהיקף המסחר מחוץ לארה"ב של למעלה מ-60% מכלל החברות הישראליות שהינן FPI נמוך מאחוז

אחד מכלל המסחר במניותיהן.

בהתאם, יש סיכון שחברות ישראליות לא מעטות יאבדו בסופו של דבר את הסיווג שלהן כ-FPI וכתוצאה מזה יהיו חייבות בחובות גילוי רחבות משמעותית והרחבת השקיפות מול בעלי מניות. הדבר יצריך הקדשת משאבי ניהול משמעותיים לטיפול בנושא, ועלייה בהוצאות, בעיקר על ביטוח דירקטורים ונושאי משרה והוצאות לעורכי דין. הוצאות אלו יעיקו בעיקר על חברות קטנות ובינוניות. אולם כל החברות הישראליות שעלויות לאבד את הסיווג כ-FPI ישאו בעלות רגולטורית של עמידה בשתי מערכות של משטר תאגידי שאינן מסונכרנות ביניהן – חוק החברות הישראלי מחד ומאידך עמידה בחוקי ה-SEC וכללי הבורסה הרלוונטית. כך, בניגוד לחברה מקומית, חברה ישראלית תצטרך, בין השאר, להמשיך להביא מדיניות תגמול, את תגמול הדירקטורים והמנכ"ל לאישור בעלי המניות ולהיות חשופה לאפשרות שבעל מניות יגרום לכינוס אסיפת בעלי מניות.

השלכות נוספות של הקול הקורא

ישנם גופים נוספים בשוקי ההון שעשויים להיות מושפעים משינויים באם האמור בקול הקורא יבשיל לדבר חקיקה בארה"ב.

- **משקיעים.** יתכן ומשקיעים בחברות ישראליות שנסחרות בארה"ב יברכו על הרחבת חובת הגילוי ויראו בזה בסיס ליצירת אמון רב יותר עם החברה.
- **רשות ניירות הערך הישראלית.** רשות ניירות הערך הישראלית עשויה לפעול בכדי למצוא פתרון לחברות ישראליות שמסווגות כ-FPI, בין בפעולה ישירה מול ה-SEC תוך שיתוף פעולה עימו, בין אם על ידי יצירת חובות דיווח רחבות יותר לחברות ישראליות כאלו או בדרכים אחרות.
- **הבורסה הישראלית.** הבורסה הישראלית עשויה למצוא את עצמה בעמדה הרבה יותר אטרקטיבית לחברות ישראליות שנסחרות בארה"ב או כאלו ששוקלות לרשום את מניותיהן למסחר שם.
- **הכלכלה הישראלית.** צמצום או ביטול סיווג FPI לחברות ישראליות עלול ליצור תמריץ ליזמים שלא לאגד את המיזמים שלהם בישראל אלא דווקא בארצות הברית (או מקומות אחרים).

¹ FPI היא חברה המאוגדת מחוץ לארה"ב העומדת באחד משני התנאים הבאים:

1. 50% או פחות ממניותיה מוחזקות במישרין או בעקיפין על ידי תושבי ארה"ב, או,

2. מתמלאים כל התנאים הבאים:

■ א. 50% או פחות ממנהלי החברה הם אזרחי או תושבי ארה"ב (בעלי גרין קארד);

■ ב. 50% או פחות מחברי דירקטוריון החברה שלה הם אזרחי או תושבי ארה"ב;

■ ג. 50% או פחות מנכסי החברה נמצאים בארה"ב; ו-

■ ד. עסקי החברה מנוהלים בעיקר מחוץ לארה"ב.

² בקצרה, קיימים מספר הבדלים בדוגמאות לעיל. כך, למשל, חברה ישראלית שנסחרת בישראל בלבד לא מדווחת במפורט על תוצאות כל ההצבעות באסיפת בעלי מניות, ולא כל החברות הללו נדרשות להגיש דוחות, רבעוניים.

אנשי קשר



שי ברנוב
שותף