

חומר רקע למפגש נובמבר 2025

הצעת ה SEC - להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI) :
השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל

רקע

בחודש יוני 2025 פרסמה רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) מזכר מדיניות מסוג **Concept Release**¹, בנושא זכאות למעמד של **Foreign Private Issuer (FPI)**. מטרת ההליך שהוגדר כ- **Request for Comments** היא לבחון אם הקריטריונים הקיימים למעמד זה תואמים את המציאות המשתנה של שוק ההון הגלובלי ואת עקרונות ההגנה על המשקיעים.

הרקע לפרסום הוא שינוי מהותי בעשורים האחרונים של הרכב החברות המדווחות כ-FPI בארה"ב: רבות מהחברות הזרות הנסחרות בארה"ב מבצעות כיום את המסחר שלהן בארה"ב בלבד כך שנוצר מצב שאינן כפופות בפועל למלוא היקף משטרי הגילוי והפיקוח המקומיים. לנוכח מגמה זו, מבקשת ה SEC לבחון אפשרויות שונות לעדכון ההגדרה, ובהן דרישה לנפח מסחר משמעותי מחוץ לארה"ב, רישום בבורסה זרה מרכזית או הערכת רמת הפיקוח הרגולטורי במדינת ההתאגדות.

במסגרת המזכר, מתייחסת ה SEC במפורש להסדר הרישום הכפול הישראלי. חוק ניירות ערך הישראלי (והסדר הרישום הכפול בגדרו) מאפשר לחברות מסוימות הרשומות למסחר בארה"ב להירשם למסחר גם בישראל ("Dual-Listed Companies") אך להסתמך על משטר הדיווח האמריקאי בלבד. לטענת ה- SEC הסדר זה מביא לכך שחברות ישראליות מסוימות אינן נדרשות לעמוד במלוא חובות הגילוי בישראל, מאחר שהרגולציה המקומית מכירה בתקפות הדיווחים המוגשים לפי דיני ארצות הברית. ה- SEC **מציינת זאת כדוגמה למדינה שבחרה להסתמך על מסגרת הפיקוח הזר, ללא תוספת של כללי דיווח מקומיים, באופן שעלול להקטין את רמת השקיפות הכוללת כלפי ציבור המשקיעים האמריקאים.**

בכדי לקבל מושג על ההיקפים, יש לציין כי קיימות כיום 97 חברות ישראליות המדווחות כ-FPI, אשר מהוות כ-10% ממספר החברות הרשומות כ FPI בארצות הברית. במדידה על פי שווי השוק, ישראל מהווה 1.3% מהחברות במעמד ה FPI. מבין 97 החברות, כ-60% מבצעות פחות מ-1% ממחזור המסחר שלהן מחוץ לארה"ב, וכ-66% פחות מ-10%. בהתאם, כל שינוי בהגדרה המבוסס על הוספה של דרישת נפח מסחר זר מינימלי עשוי להשפיע ישירות על עשרות חברות ישראליות. מתוך 97 החברות הישראליות המדווחות במעמד FPI, **48 חברות מוגדרות כדואליות**, כלומר מניותיהן נסחרות הן בבורסה בתל אביב והן בארה"ב. מאפייני המסחר מלמדים כי החברות הדואליות, הפועלות תחת פיקוח כפול בישראל ובארה"ב, צפויות להיות מושפעות פחות משינוי אפשרי בהגדרה, בעוד חברות שאינן דואליות, שפעילותן מתמקדת בארצות הברית בלבד, עשויות להימצא בטווח ההשפעה הישירה של שינויי רגולציה פוטנציאליים. נציין כי קיימות חברות ישראליות הנסחרות בארה"ב ואינן רשומות כ-FPI.

¹ המזכר - Concept Release

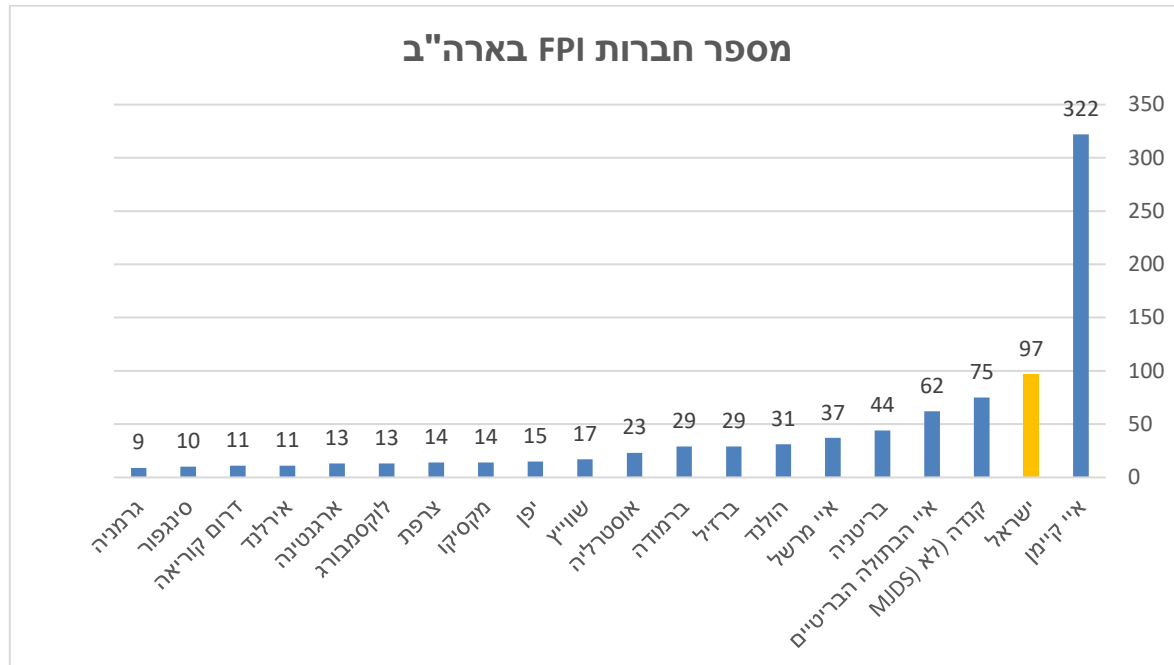


Table 1. Top 20 Jurisdictions of Incorporation of 20-F FPI - מספר החברות במעמד FPI, מתוך נתוני הSEC *
(FPIs in FY 2023).

בהתאם למזכר, החמרת הקריטריונים תביא לכך שחברות אשר אינן עומדות עוד בהגדרה ייחשבו כעת ל- **Domestic Issuers**, כלומר חברה אמריקאית לכל דבר ועניין ויחולו עליהן כללי הדיווח המלאים של חברות אמריקאיות. המשמעויות בין היתר הינן חובת הגשת **דוחות רבעוניים**, קיצור מועדי הגשת הדוח השנתי ודוחות רבעוניים, דיווחים מיידיים בתדירות גבוהה, עמידה בהכרח בתקני **US GAAP** במקום האפשרות ל- **IFRS**, וחובת דיווחי בעלי עניין ונושאי משרה וגילויים נרחבים יותר בנוגע לתגמולי בכירים בהתאם לחוקי ניירות הערך האמריקאי ועוד.

שינוי המעמד כרוך בהיערכות תפעולית וכלכלית נרחבת מצד החברות, לרבות עדכון מערכות דיווח ובקרה פנימית, עמידה בתקני ממשל תאגידי מחמירים יותר, ועמידה בדרישות גילוי מפורטות בנושאי תגמול מנהלים ותוכניות אופציות. שינוי זה צפוי להגדיל את העלויות הרגולטוריות, המשפטיות והחשבונאיות הכרוכות בהתאמה. בהיבט מערכת הפיקוח, אם תאומץ גישה לפיה רק מדינות בעלות משטר פיקוח "מספק" יוכרו כבסיס למעמד FPI, החברות הישראליות, יחד עם הרשות לניירות ערך, ידרשו להוכיח את הרמה ה"מספקת".

הגדרת FPI ומגמות בהרכב החברות הנ"ל

בהתאם לדיני ניירות הערך בארצות הברית, תאגיד זר שמניותיו רשומות למסחר בבורסות האמריקאיות (כגון NASDAQ או NYSE) עשוי להיות מוגדר כ-FPI (**Foreign Private Issuer**), אם הוא עומד בתנאים שנקבעו בתקנות לחוק ניירות הערך האמריקאי. הגדרה זו למעשה נשענת על שני מבחנים מרכזיים:

1. **מבחן האחזקות (Shareholder Test)** - מבחן כמותי, תאגיד בו 50% או יותר ממניות ההצבעה מוחזקות, במישרין או בעקיפין, בידי מי שאינם תושבי ארצות הברית, נחשב ל-FPI.

כלומר, כל עוד השליטה אינה מצויה בידי הציבור האמריקאי, החברה תיחשב תאגיד זר לצורכי דיני ניירות ערך.

2. **מבחן הזיקות העסקיות (Business Contacts Test)** - מבחן איכותי במהותו, ואף אם למעלה מ-50% ממניותיו מוחזקות בידי תושבי ארה"ב, התאגיד עשוי להיחשב FPI אם עיקר זיקותיו מחוץ לארה"ב; זאת בהתאם למספר מבחני משנה, ובהם מיקום הדירקטוריון וההנהלה הבכירה, מקום מושב הניהול בפועל, סך הנכסים מחוץ לארצות הברית וזהות התושבות של נושאי המשרה.

יש לשים לב שלא מדובר במבחנים מצטברים, כך שאם לא עומדים במבחן הבעלות, עוברים למבחן הזיקות העסקיות.

חברות העומדות בהגדרה זו נהנות ממספר הקלות רגולטוריות בהשוואה לחברות אמריקאיות מקומיות ביניהן: אפשרות לערוך את הדוחות הכספיים בהתאם לתקני IFRS מבלי לבצע התאמות אל US GAAP, פטור מהגשת דוחות רבעוניים תוך הסתפקות בדו"ח שנתי. בנוסף, חברות FPI פטורות מחובת הדיווח החלה בארה"ב על בעלי עניין ונושאי משרה וגילויים נרחבים יותר בנוגע לתגמולי בכירים בהתאם לחוקי ניירות הערך האמריקאי, ומקבלות הקלות גם בכללי ההצבעה באמצעות ייפוי כוח (Proxy Rules), כמו כן, במקום לפרסם דיווחים מיידיים לפי המודל האמריקאי המחמיר, הן נדרשות לפרסם עדכונים מהותיים רק באמצעות טופס Form 6-K, המשמש להעברת דיווחים מיידיים והינו משמעותית מקל יותר מדרישות הדיווחים המיידיים החלים על חברות מקומיות.

מבנה זה נועד מלכתחילה לאפשר לחברות זרות לפעול בשוק ההון האמריקאי תוך התחשבות בנטל הרגולטורי החל עליהן במדינת המקור שלהן, מבלי לפגוע בעקרונות הגילוי וההגנה על המשקיעים. עם זאת, כיום מבקשת רשות ניירות הערך האמריקאית לבחון מחדש את האיזון העדין שבין ההקלות שניתנות לחברות הזרות לבין הצורך להבטיח רמת שקיפות נאותה ומשטר גילוי אפקטיבי.

בעשורים האחרונים חל שינוי מהותי בהרכב אוכלוסיית החברות הזרות המדווחות כ-FPI, בעוד שמעמד זה נועד במקור לעודד רישום למסחר של חברות זרות "אותנטיות", כיום חלק ניכר מהחברות המחזיקות במעמד זה הן למעשה תאגידים שניצלו את ההגדרה ושרק המסחר במניותיהם מתרכז בארצות הברית. לפי נתוני ה-SEC, למעלה ממחצית מהחברות המדווחות כ-FPI מבצעות את עיקר המסחר במניותיהן בארה"ב בלבד, ומדינות ההתאגדות הבולטות בקרבן הן קיימן, ישראל והונג-קונג. מגמה זו מעלה חשש

כי ההקלות הרגולטוריות הניתנות למעמד זה עשויות להקיף גם חברות שהקשר ביניהן לבין שווקים זרים הוא מצומצם, ועל כן נדרש עדכון של ההגדרה כך שתטיב לתאום את המציאות הנוכחית.

חוק הרישום הכפול בישראל

הסדר הרישום הכפול בישראל (חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (תיקון מס' 21) ותקנות ניירות ערך (רישום כפול של ניירות ערך), התש"ס-2000), מאפשר לחברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסות זרות מרכזיות, כמו ארה"ב, להיסחר במקביל גם בבורסה בתל אביב, תוך הכרה בדיווחיהן לפי הדין הזר. לאור זאת, החברה הדואלית פטורה מהגשת דיווחים נפרדים לפי הדין הישראלי ויכולה להסתמך על הדיווחים שהיא מגישה ל־SEC, ובלבד שהיא עומדת בתנאי החוק הישראלי לרישום כפול.

מטרת החוק היא להקל על שילוב חברות בינלאומיות בשוק ההון המקומי ולהימנע מכפל רגולציה, מתוך הנחה כי משטרי הפיקוח במדינות אלו מבטיחים רמת גילוי נאותה. עם זאת, מנגנון זה יוצר הסתמכות רגולטורית על הדין הזר, שעשויה במקרים מסוימים להגביל את יכולת הפיקוח הישירה של הרשות המקומית על חברות הרשומות למסחר כפול.

בהקשר חוק הרישום הכפול, להלן מספר דוגמאות משפטיות:

בפסק דין מחוזי 44775-02-16 כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ ואח' ביהמ"ש פסק כי הדין הקל על חברה דואלית בעניין כללי האחריות האזרחיים בקשר להפרת חובות הדיווח השוטף המוטלות עליה הוא הדין הזר. מכאן הוסק על פי חוק ניירות ערך קביעה כי כללי האחריות בחוק ניירות ערך לעניין דיווח שוטף לא יחולו על הדיווח השוטף של חברות דואליות.

במקרה השני, בשנת 2012 הוגשה תובענה ייצוגית נגד חברת **טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ**, לאחר שחדלה לחשוף את פרטי חמשת מקבלי השכר הגבוה בחברה בעקבות הפיכתה לחברה דואלית בסמוך לוקח הרישום הכפול. ההליך הסתיים בפשרה, והאירוע הדגיש את הפער הרגולטורי שנוצר כאשר חברות דואליות פטורות מהוראות הדיווח המקומיות. בעקבות המקרה, בשנת 2014, תוקנו **תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים)** ונקבעו בהן הוראות חדשות המחייבות גילוי תגמולי בכירים גם בחברות הרשומות למסחר מחוץ לישראל.

בשני מקרים נוספים, פסק דין ת"צ 51914-12-18 **רבקה טכנולוגיות בע"מ נ' כימיקלים לישראל בע"מ ואח'**, ובפסק דין ת"א 16214-09-21 **סרגון נטוורקס בע"מ ואח' נ' חזן**, בית המשפט דן באחריות של חברה דואלית בגין דיווחיה, וקבע כי בהתאם לתכלית הסדר הרישום הכפול – **הדין הזר הוא הדין המהותי החל גם לעניין האחריות האזרחית**. אנו רואים בפס"ד סרגון, כי אומצה עמדת היועץ המשפטי לממשלה, אשר הדגישה כי הסדר הרישום הכפול נועד לצמצם את החיכוך עם הדין הישראלי, ולכן כללי האחריות "עוקבים" אחרי כללי הדיווח.

בשניהם נקבע כי כפל תחולתו של הדין הישראלי ייצור סתירות ויקשה על פעילות החברות, וזו **בניגוד למטרת ההסדר** לעודד רישום כפול ולמנוע כפילויות רגולטוריות.

בעקבות פס"ד סרגון, ומקרים נוספים, הבהירה רשות ניירות ערך הישראלית במסמך המדיניות שפרסמה בנושא חברות רישום כפול², כי האחריות האזרחית של חברה דואלית בגין דיווחיה תיקבע לפי **הדין הזר שעל פיו היא מדווחת**, ולא לפי הדין הישראלי. גישה זו נשענת על תכלית הסדר הרישום הכפול - שמירה על אחידות בין כללי הדיווח לבין כללי האחריות - ומבטאת את מדיניות הרשות לצמצום כפילויות רגולטוריות. יחד עם זאת, הרשות מציינת כי במקרים חריגים שבהם חלה על החברה **חובת גילוי ספציפית לפי הדין הישראלי**, כגון הנפקת אגרות חוב בישראל, תחול האחריות לפי הדין המקומי.

עמדת רשות ניירות ערך בישראל (ראו נספח)

בהתאם לעמדתה הרשמית של **רשות ניירות ערך בישראל (ISA)** שהוגשה ל-SEC אין הצדקה להקשחת תנאי ההגדרה של מעמד FPI בנוגע לחברות הישראליות וזאת, בין היתר, כיוון שאופיין של חברות ה-FPI הישראליות לא השתנה לאורך השנים; חלות עליהן הוראות ממשל תאגידי הדוקות; החברות הישראליות כפופות לפיקוח מהותי ואכיפה אפקטיבית; בין ישראל ולארה"ב יש שיתוף פעולה איכותי בנושאי אכיפה; ועוד.

הרשות הדגישה כי ישראל פועלת במסגרת רגולטורית מתקדמת ויעילה, הכוללת פיקוח הדוק, ממשל תאגידי מפותח ושיתוף פעולה שוטף עם רשויות זרות, בראשן ה-SEC במסגרת **מזכרי הבנות דו-צדדיים (Memoranda of Understanding)** המאפשרים חילופי מידע, פיקוח הדדי וסיוע באכיפה.

כמו כן, ישראל חברה ב-IOSCO, הארגון הבינלאומי של רשויות ניירות ערך, המהווה פלטפורמה לשיתוף פעולה גלובלי ואימוץ סטנדרטים אחידים בשווקים הפיננסיים.

בנוסף, הרשות מציעה לבחון **חלופות שיתופיות**, כגון הרחבת מנגנוני שיתוף הפעולה הקיימים והחלת **מודל של הכרה הדדית** בין ישראל לארצות הברית, בדומה להסדר הקיים עם קנדה, אשר יאפשר תהליך פשוט יותר לתהליכי הרישום והשמירה על שקיפות ויעילות רגולטורית הדדית.

² מסמך מדיניות רשות ני"ע בנושא חברות רישום כפול

שאלות לדיון

1. האם חוק הרישום הכפול נותר רלוונטי במציאות של שינויי רגולציה בינלאומיים, או שנדרש עדכון חקיקתי שיתאים למודלים החדשים שמציע ה-SEC? בהקשר זה, האם נכון שמדינה תסמוך על רגולטור זר כבסיס בלעדי להגנה על משקיעים מקומיים, או שיש לחזק את הפיקוח המקומי גם על חברות דואליות?
2. כיצד ישפיעו השינויים המוצעים על חברות ישראליות שכבר נסחרות בארצות הברית, לעומת חברות שעתידות להנפיק בעתיד - בישראל או בחו"ל? מה תהיה ההשפעה על הבורסה לניירות ערך בתל אביב? ביחס לחברות ישראליות שנסחרות רק בארצות הברית (ולא בתל אביב) - האם שינוי ההגדרה עלול להביא לשינוי מעמדן, ולדרוש מהן עמידה בדרישות של מנפיק מקומי (Domestic Issuer)?
3. כיצד ישפיעו השינויים המוצעים על חברות דואליות? האם נפחי המסחר של החברות הדואליות בבורסה בת"א כיום צפויות לעמוד בקריטריונים של מסחר בשוק הבית ולאפשר להן להמשיך להחזיק במעמד ה-FPI? האם ניתן לראות את החברות הדואליות ככאלו שיש עליהן פיקוח מקומי מינימלי שיענה על הדרישות של ה-SEC בעניין זה?
4. האם שינוי הקריטריונים למעמד FPI עשוי להשפיע גם על מדינות אחרות בעלות שווקים מפותחים, כמו בריטניה או סינגפור, וליצור שינוי נרחב במערכת הפיקוח הבינלאומית?
5. כיצד ניתן **להבטיח מנגנון תיאום רגולטורי** קבוע בין ה-SEC לרשות ניירות ערך הישראלית, כך שהחברות לא יידרשו לעמוד במערכת כפולה של חובות גילוי?
6. האם מודל של הכרה הדדית (Mutual Recognition), כפי שהציעה רשות ניירות ערך הישראלית בנוסף, יכול להוות חלופה מעשית להגדרת ה-FPI במתכונתה הנוכחית?
7. במידה וה-SEC יחליט להקשיח את ההגדרה – כיצד יכולה ישראל לפעול כדי להבטיח שחברותיה לא יאבדו את מעמד ה-FPI? האם נדרש מנגנון הסדרה חדש או מזכר הבנות נוסף בין הרשויות?
8. האם מעמד ה-FPI מוצדק לחברה שמחקה את פעילותה בישראל?
9. היכן נמצאים האינטרסים של השוק הישראלי בנושא? תחולתה של הרפורמה המוצעת על כלל החברות שאינן דואליות עשויה לפגוע בחברות ישראליות שנסחרות רק בחו"ל מחד, אבל לתמוך בשוק ההון הישראלי מאידך. כיצד הרגולטור רואה את המתח הזה?
10. כיצד עשוי שינוי כזה להשפיע על המשקיעים האמריקאים עצמם - האם הקשחת הפיקוח תעודד השקעה בחברות זרות או תצמצם את מגוון האפשרויות בשוק ההון האמריקאי?
11. כיצד ניתן **למדוד בצורה אובייקטיבית "איכות רגולציה" של מדינות**, כדי ליישם מודל דירוגי או מבוסס אמון כפי שהציע פורום חברות הצמיחה?
12. האם שינוי גורף בהגדרת ה-FPI עלול לפגוע שלא לצורך במדינות קטנות אך מפותחות ומתקדמות רגולטורית כמו ישראל, ויש צורך במקום להחיל קריטריונים אחידים על כלל השווקים, לשקול מודל דיפרנציאלי או מדורג שיבחן כל מדינה לפי רמת הרגולציה והפיקוח הקיימת בה?