

# טיוטה להערות ציבור

## תיקון תקנות בנושא צמצום השחקנים היכולים להשתתף במסגרת ההתחייבויות המוקדמות

הערות ותגובות לתקבלנה עד יום 8 בנובמבר 2011

אנשי קשר להערות: רו"ח רון עמיחי, עו"ד דניאל רימון, עו"ד צפנת מזר,  
רו"ח דוד אדר, עו"ד חנוך הגר

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

## רשות ניירות ערך

### תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), (תיקון), התשע"א – 2011

#### הצעת החלטה:

1. להמליץ לשר האוצר לתקן את תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז - 2007 (להלן – תקנות אופן הצעה לציבור) לאחר שיועלו לאתר הרשות למשך 30 ימים לשם קבלת הערות הציבור, בנוסח המצ"ב ובתיקונים והתאמות שיבוצעו בו נוכח הערות הציבור שיתקבלו.
2. כפי שיוצג להלן, מנגנון ההתחייבויות המוקדמות אשר עוגן בחקיקה בישראל לפני למעלה מעשור, איבד את הצדקתו המרכזית. מעבר לזאת, וכפי שיתואר בהמשך, התפתחויות שאירעו בשוק המקומי, כמו גם התפתחויות חקיקתיות, הביאו למצב בו ההתחייבויות המוקדמות נותרו כמנגנון שאינו אלא כלי שמאפשר אפליה בין משקיעים שונים וזאת ללא הצדקה.
3. תיקון חקיקה שנקבע לאחרונה שנועד להרחיב את רשימת הגורמים שיוכלו לרכוש ניירות ערך בהצעה ללא תשקיף הרחיב טכנית בעקיפין, את מעגל המשתמשים בהתחייבויות המוקדמות והוסיף גורמים שלא הייתה כל כוונה להפלותם לטובה במחיר. הפלייתם לטובה אינה נדרשת גם לשם השגת המטרה שלטובתה נוצר מנגנון ההתחייבויות המוקדמות.
4. מוצע, לתקן את תקנות אופן הצעה לציבור כך שמשקיעים אשר יהיו זכאים לרכוש ניירות ערך בהתחייבות מוקדמת, יהיו רק אלו אשר מנהלים כספים בעבור אחרים. כתוצר נלווה לתיקון זה, מוצע לערוך תיקון טכני במספר מקומות בתקנות ניירות ערך, על מנת להתאים את המונחים לשינוי שהוצע.

מצ"ב דבר הסבר מפורטים ונוסח התיקון המוצע.

דניאל רימון  
רוני עמיחי  
צפנת מזר  
דוד אדר  
חנוך הגר

**א. כללי - מנגנון ההתחייבויות המוקדמות**

סעיף 17ב לחוק ניירות ערך, תשכ"ח – 1968 (להלן – החוק), קובע כי התחייבות מוקדמת לרכישת ניירות ערך, שאינה התחייבות חיתומית, דרך כלל בטילה. עם זאת, הסעיף מאפשר מתן התחייבות מוקדמת למשקיעים מתוחכמים ובכפוף להסדר שיקבע בתקנות.

ההסדר החקיקתי נקבע במסגרת תקנות אופן הצעה לציבור. כיום, ישנה אפשרות לקבלת התחייבויות מוקדמות על ידי משקיעים מתוחכמים מסוג המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק (המכונים בתקנות אופן הצעה לציבור - משקיעים מסווגים) בתמורה לעמלת התחייבות מוקדמת (להלן - התחייבויות מוקדמות).

היקפן המרבי של ההתחייבויות המוקדמות המותר על פי הדין, עומד על שיעורים ניכרים מהיקף ההנפקה, החל משיעור מרבי של 80% מהיקף ההנפקה של מעל 25 מיליון ₪ ועד לשיעורים העולים על כך בהנפקות בהיקפים גדולים.

מנגנון ההתחייבויות המוקדמות עוגן במחצית השנייה של שנות התשעים, עת החלו משקיעים מתוחכמים זרים לגלות עניין בשוק הראשוני בישראל. מאחר ששיטת המכרז הייתה שיטת ההקצאה היחידה המותרת בהנפקות בישראל באותה עת, נותרו הם לא פעם ללא "סחורה" שכן כאשר המכרז התבצע ללא מחיר מרבי, המחיר שנקבע היה פעמים לא מעטות גבוה מבקשתם, ואילו בהנפקות עם מחיר מרבי נוצרו ביקושי יתר בהיקפי ענק, שהותירו את כלל המבקשים ובהם המוסדיים הזרים, עם שברירי אחוז בהנפקה. במהרה, הגיעו המוסדיים הזרים למסקנה כי בהינתן שלרשותם משאבי אנליזה מוגבלים, אין טעם להשקיעם בהנפקות בישראל, שכן כמות ניירות הערך המתקבלת אפסית ביחס להשקעת הזמן וביחס לתיק ההשקעות שלהם.

התבוננות בשוק מלמדת, כי בפועל אכן נעשה שימוש נרחב במנגנון ההתחייבויות המוקדמות. יתר על כן, במספר הנפקות לא מבוטל ניתנות התחייבויות מוקדמות בהיקף המרבי המותר על פי התקנות.

**ב. אובדן ההצדקה**

במסגרת תיקון 24 לחוק, עוגנה האפשרות להציע בהצעה לא אחידה. במסגרת הצעה זו, בהתאם לתנאים הקבועים בתקנות, המציע והחתם רשאים להחליט למי למכור את ניירות הערך המוצעים וכמה להקצות לכל אחד מאלו. שיטה זו למעשה פתחה את "דרך המלך" לפתרון הבעיה המתוארת לעיל שכן לאחר אימוצה יכולים המציע והחתם להחליט להקצות מספיק ניירות ערך כך שכדאיות המשקיעים בכלל והמשקיעים הזרים בפרט בהשקעת זמן האנליזה תתקיים.

**ג. ההשפעות השליליות**

הסדר תשקיפי המדף שאומץ ב-2005 כמו גם הסדר ההודעה המשלימה מ-2007 אפשרו לקיים את המכרז המוסדי בסמוך לקיומו של המכרז לציבור. בתוך כך בוטל רובו ככולו של הסיכון הכרוך בנטילת ההתחייבות המוקדמת. עמלת ההתחייבות המוקדמת הפכה לפיכך ל"קופון" אשר מפלה בין המחיר בו רוכשים אלו שהתחייבו בהתחייבות המוקדמת לבין הרוכשים האחרים. אפליה זו עלולה לגרום נזק לציבור שרכש בהנפקה שלא דרך מנגנון ההתחייבות המוקדמת שאינו פתוח

בפניו שכן למקבלי עמלת ההתחייבות המוקדמת קיים מניע כלכלי לממש את ניירות הערך בהקדם וליהנות מהעמלה. מניע זה יתקיים כל עוד מחירי ניירות הערך לא ירדו אל מתחת למחיר ההנפקה בתוספת הפרש זעום. במחיר זה עדין ירוויחו נותני ההתחייבות המוקדמת את ההפרש הזעום ואולם בה בעת מחיר זה משקף הפסד למי שלא קיבל את אותה עמלה.

#### **ד. הרחבת מעגל המשתתפים**

בעקבות תיקון חקיקה שנערך לאחרונה הורחב מעגל הרשאים להתחייב בהתחייבויות מוקדמות. ביולי 2011 פורסם צו לתיקון התוספת הראשונה לחוק. התיקון קבע, כי הצעה ליחיד בעל מאפיינים מיוחדים המעידים על כשירותו או מומחיותו, לא תחויב בפרסום תשקיף. במסגרת זו הוסף לרשימת המשקיעים המסווגים המנויים בתוספת הראשונה לחוק גם יחיד הרוכש בעבור עצמו, בתנאי שיעמוד בתנאים המפורטים בתוספת. מעבר לזאת הורחב המעגל האמור, באמצעות הפחתת משמעותית של סכום ההון העצמי הנדרש מתאגיד לשם היכללות בתוספת האמורה (מ-250 מיליון ₪ ל-50 מיליון ₪).

תוצאת לוואי של התיקון האמור, מתבטאת בעובדה שמשקיעים רבים יותר נכנסו תחת כנפי ההגדרה של "משקיע מסווג", לעניין תקנות אופן הצעה לציבור, ומשכך יוכלו אף הם, להתחייב בהתחייבות מוקדמת.

הרחבת המעגל האמורה מגדילה את מעגל המופלים בין המשקיעים כפי שתוארה לעיל, ובתוך כך מגבירה את הפגיעה ביתר המשקיעים.

**בהתאם לזאת, מוצע לתקן את נוסח תקנות אופן הצעה לציבור באופן שיקבע, כי המשקיעים אשר יהיו זכאים לרכוש ניירות ערך בהתחייבות מוקדמת כאמור, יהיו כאלו אשר מנהלים כספים בעבור אחרים ("other people's money")- והם בלבד (קרנות הנאמנות, קופות הגמל והמבטחים).**

## תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), (תיקון), התשע"א – 2011

בתוקף סמכותי לפי סעיפים 17א ו-17 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968<sup>1</sup>, לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

תיקון תקנה 1 .1 בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז - 2007<sup>2</sup> (להלן - התקנות העיקריות) -

(1) בהגדרה "משקיע מוסדי" במקום "מוסדי" יבוא "כשיר";

(2) ההגדרה "משקיע מסווג" תימחק ובמקומה יבוא -

"משקיע מוסדי" – כל אחד מאלה:

(1) מנהל קרן הרוכש עבור קרנות שבניהולו, כמשמעות מונחים אלה בחוק להשקעות משותפות;

(2) חברה מנהלת כהגדרתה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה, לגבי השקעות המבוצעות עבור קופות גמל שבניהולו;

(3) מבטח כמשמעותו בחוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א-1981, לגבי השקעות העומדות כנגד התחייבויות תלויות תשואה;

(4) תאגיד הפועל מחוץ לישראל שמאפייניו דומים לאלה של המנויים בפריטים (1) עד (3), ובלבד שניתן אישור לכך מגוף פיקוח זר במדינה בה הוא פועל, וניתן אישור עורך דין בדבר היות האישור בתוקף במועד ההתחייבות.

תיקון תקנה 4 .2 בתקנה 4 לתקנות העיקריות -

(1) הרישה תסומן ב "א" ובה, במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(2) בפסקה (1), במקום "המסווג" יבוא "המוסדי";

(3) בפסקה (2), במקום "המסווג" יבוא "המשקיע המוסדי";

(4) בפסקה (3), במקום "המסווגים" יבוא "המוסדיים";

<sup>1</sup> ס"ח התשכ"ח, עמ' 234.

<sup>2</sup> ק"ת 6574 עמ' 656, ק"ת 6674 עמ' 910

(5) בפסקה (4) במקום "המסווגים" יבוא "המוסדיים";

(6) פסקה (6) תימחק.

(7) אחרי תקנת משנה (א) יבוא –

"(ב) חתם לא יזמין בעבור עצמו ניירות ערך במסגרת ההצעה לציבור, אלא בהצעה לציבור אשר הוא משמש לה חתם, ובלבד שיובאו בתשקיף פרטים בנוגע לכמות שהזמין ולמחיר ההזמנה".

תיקון תקנה 5 3. בתקנה 5 לתקנות העיקריות -

(א) בכותרת, במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ב) ברישה, במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ג) בפסקה (1) במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ד) בפסקה (2) במקום "מסווגים" יבוא "מוסדיים".

תיקון תקנה 8 4. בתקנה 8 לתקנות העיקריות -

(א) בכותרת, במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ב) ברישה, במקום "המסווגים" יבוא "המוסדיים";

(ג) בפסקה (2) -

(1) בפסקת משנה (א), במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(2) בפסקת משנה (ב), בכל מקום במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(3) בפסקת משנה (ג), במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ד) בפסקה (5) במקום "מסווג" יבוא "מוסדי";

(ה) בפסקה (6) במקום "מסווג" יבוא "מוסדי" ובמקום "המסווגים" יבוא "המוסדיים".

תיקון תקנה 11 5. בתקנה 11 לתקנות העיקריות, בתקנת משנה (א), בפסקה (1), בפסקת משנה (ב), במקום "מוסדיים" יבוא "כשירים", במקום "מוסדי" יבוא "כשיר" ובמקום "המוסדיים" יבוא "הכשירים".

תיקון תקנה 12 6. בתקנה 12 לתקנות העיקריות, במקום "מוסדיים" יבוא "כשירים".

תיקון תקנה 13 .7 בתקנה 13 לתקנות העיקריות -

(א) בכותרת, במקום "מוסדיים" יבוא "כשירים";

(ב) במקום "המוסדיים" יבוא "הכשירים".

תחולה .8 תקנות אלה יחולו על התחייבויות שינתנו לאחר תחילתן של תקנות אלה.

תחילה .9 תחילתן של תקנות אלה 30 יום מיום פרסומן.

\_\_\_\_\_, התשע"א

(\_\_\_\_\_) (2011)

(חמ\_\_\_\_)

\_\_\_\_\_  
יובל שטייניץ

שר האוצר

## תקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), (תיקון), התשע"א - 2011

בתוקף סמכותי לפי סעיף 17ד(א) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

- תיקון תקנה 1 .1 בתקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), התשס"ז – 2007 בתקנה 1, בפסקה (5), בפסקת משנה (ו) במקום "המסווגים" יבוא "המוסדיים" ולפני "הכמות והמחיר" יבוא "שם החתם שהזמין לפי תקנה 4(ב) תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז – 2007".
- תחילה .2 תחילתן של תקנות אלה ביום תחילתן של תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), (תיקון), התשע"א - 2011<sup>3</sup>

\_\_\_\_\_, התשע"א

(\_\_\_\_\_) (2011)

(\_\_\_\_) (חמ)

\_\_\_\_\_  
יובל שטייניץ

שר האוצר

<sup>3</sup> ק"ת יוסף כשיפורסם

תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף),

(תיקון), התשע"א - 2011

בתוקף סמכותי לפי סעיף 24(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

- תיקון תקנה 1א2. בתקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), התשס"ו – 2005, בתקנה 2א בתקנת משנה (ב), ובתקנה 2ב בפסקה (2), במקום "מוסדיים" יבוא "כשירים".
- תחילה 2. תחילתן של תקנות אלה ביום תחילתן של תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), (תיקון), התשע"א - 2011<sup>4</sup>

\_\_\_\_\_, התשע"א

(\_\_\_\_\_) (2011)

(חמ \_\_\_\_\_)

\_\_\_\_\_  
יובל שטייניץ

שר האוצר

<sup>4</sup> ק"ת יוסף כשיפורסם



## תקנות ניירות ערך (חיתום), (תיקון), התשע"א - 2011

בתוקף סמכותי לפי סעיפים 55 א ו-56(ג) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח -1968 לפי הצעת הרשות בהתייעצות עם שר המשפטים, לפי סעיף 30 לחוק יסודות התקציב, התשמ"ה-1985, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

1. תיקון תקנה 15 בתקנות ניירות ערך (חיתום), התשס"ז – 2007, בתקנה 15, בתקנת משנה (א) בפסקה (14), במקום "מוסדיים" יבוא "כשירים".
2. תחילתן של תקנות אלה ביום תחילתן של תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), (תיקון), התשע"א - 2011<sup>5</sup>

התשע"א, \_\_\_\_\_

(\_\_\_\_\_ 2011)

(חמ\_\_\_\_)

יובל שטייניץ

שר האוצר

<sup>5</sup> ק"ת יוסף כשיפורסם