

טיוטה להערות ציבור

סגל רשות ניירות ערך מזמין את הציבור ליתן את התייחסותו להצעת מתווה חקיקה זו.

הערות ותגובות תתקבלנה עד יום 18 באפריל 2012.

אנשי קשר: רו"ח רון עמיחי, עו"ד צפנת מזר

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

רשות ניירות ערך

הצעה לתיקון חוק ותקנות ניירות ערך –

מניעת אפשרות מכירת ניירות ערך על ידי התאגיד במהלך המסחר בבורסה שלא על פי

תשקיף ועיגון מנגנון At the Market Offering

על מנת שניתן יהיה על פי מודל ה-ATM גם להרחיב סדרות של ניירות ערך שניתן להציעם על פי תכנית ATM (להבדיל ממכירה חוזרת של ניירות ערך שנרשמו למסחר ומצויים בבעלותה של החברה או חברה בשליטתה), יש צורך בעיגון כללים בדבר סליקת ניירות הערך. לשם ייעול הליכי אימוצו של מודל ה-ATM, מפורסם נייר זה לשם קבלת הערות ציבור טרם גיבושם של כללים כאמור, כאשר אלו יבחנו במקביל על ידי סגל הרשות והבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.

מבוא

בשנים האחרונות בוצעו מספר שינויים מרחיקי לכת באשר לדרכי ההצעה לציבור. בשנת 2005 עוגן בישראל הסדר תשקיף המדף, אשר באמצעותו באפשרות תאגיד לבצע הנפקה בתוך ימים ואף שעות ספורות ממועד החלטתו על ביצועה (קיצור ה- time to market). בשנת 2007 אומץ בדין המקומי אופן הצעה של ניירות ערך לציבור אשר מאפשר לחתם שיקול דעת בבואו להקצות את ניירות הערך המוצעים. מטרת תיקון זה הייתה להוסיף דרך הצעה המקובלת ברוב שווקי העולם והמכונה "הצעה בדרך של בניית ספר" או בלשון התקנות "הצעה לא אחידה". בכך איפשר התיקון לחתמים בישראל לפעול באופן דומה לזה בו פועלים עמיתיהם בעולם וגם לאפשר לחתמים זרים לבוא ולפעול בשוק ההון המקומי על פי שיטה המוכרת להם. בנוסף בוצעו תיקונים נוספים גם באשר להצעה שלא בתשקיף מדף - שמטרתם העיקרית הייתה מזעור הסיכונים לאי הצלחת ההנפקה.

מכלול פעולות זה נועד להגדיל את מגוון האפשרויות לביצוע הגיוס לצורך שכלול שוק ההון המקומי תוך התוויית כללים שישמרו על ההגינות בשוק הראשוני.

במהלך השנים ממועד אימוצו הפך הסדר תשקיף המדף לכלי שאין בלתו. השימוש בו התעצם בשנים אלו באופן שהצעת ניירות ערך על פי תשקיף מדף ודוח הצעת מדף הוא כיום מכשיר אפקטיבי ושכיח.

על אף האמור, גם לאחר עיגון המנגנונים המפורטים לעיל, מצא סגל הרשות כי תאגידים עודם מבצעים, הלכה למעשה, הנפקות לציבור, תוך הימנעות מפרסום תשקיף, ובכך עוקפים את אבן היסוד של החוק. לאור זאת, ראשית דבר מציע סגל הרשות לתקן את החוק באופן שימנע מתאגידים את האפשרות לפעול באופן האמור. שנית, וככל שיתוקן החוק בהתאם למוצע, מציע סגל הרשות לפעול לשם עיגון מודל נוסף של הצעת ניירות ערך לציבור, אשר יאפשר התמודדות עם צרכים עסקיים שכלי גיוס ההון הקיימים אינם נותנים להם מענה.

תיקון סעיפים 15ב. ו- 15ג. לחוק

כאמור לעיל, סגל הרשות מצא כי בשוק המקומי נעשה שימוש של תאגידים בחריג הקיים בסעיף 15ב(3) לחוק הקובע כי הצעת ניירות ערך תוך כדי מסחר בבורסה אינה מהווה הצעה לציבור ("החריג"). הרציונאל בבסיסו של החריג ברור, שכן מסחר בבורסה לא יכול היה להתקיים אילו כל פקודת מכירה היתה נחשבת הצעה לציבור. דא עקא, החריג אינו מחריג מתחולתו הצעה של התאגיד או תאגיד בשליטתו. לפיכך תאגידים אשר רכשו מניות או אגרות חוב שהונפקו על ידם עושים שימוש בחריג זה ומוכרים את ניירות הערך שבבעלותם חזרה לשוק המשני.¹ בכך מבצעים התאגידים הלכה למעשה, כלכלית כמו גם חשבונאית, גיוס הון או חוב חדש.

זאת ועוד, בחודשים האחרונים נוכח סגל הרשות לראות שימוש יצירתי פסול מעיקרו של תאגידים בחריג. במסגרת זו הנפיקו תאגידים כתבי אופציה בעלי מועדי פקיעה קצרים ומחירי מימוש גבוהים ממחיר השוק של נכסי הבסיס ולפיכך נסחרו אלו בשוק במחירים אפסיים. בשלב הבא רכשו תאגידים בשליטתם את כתבי האופציה במחיר האפסי כאמור ומימשו אותם. באופן זה נוצרה בידי התאגיד "מחסנית" של ניירות ערך, באמצעותה יכול הוא לכאורה למכרם במועדים ובכמויות שימצא לנכון ומבלי להזדקק לתשקיף. הצעה מסוג זה של ניירות ערך על ידי תאגידים מביאה לידי קיצוניות את השקילות החשבונאית והכלכלית להנפקת ניירות ערך חדשים. כאשר תאגיד מוכר ניירות ערך שהונפקו על ידו ונרכשו בחזרה על ידו במהלך המסחר בבורסה מתקיים אמנם גיוס כספים ללא תשקיף אך במהלך הרכישה שילם התאגיד תמורה 'אמיתית' עבור ניירות הערך. לעומת זאת, במקרה המתואר לעיל, אף לא שולמה התמורה כאמור. לאור המלאכותיות שאפפה את הנפקת כתבי האופציה כאמור סבר סגל הרשות כי ביצוע הנפקה מסוג זה מהווה שימוש פסול בהוראות הדין ומנוגד לתכלית הוראות החוק.²

¹ החריג האמור אינו חל כאשר מדובר בעסקה מתואמת בבורסה, השקולה להצעה פרטית.

² עד שנת 2005 נהגה בשוק פרקטיקה אחרת ששימשה תאגידים לעקיפת הוראות החסימה וחובת פרסום תשקיף. על פי פרקטיקה זו, הקצה התאגיד כמות גדולה של ניירות ערך לחברה בת ללא תמורה או בתמורה נמוכה, ולאחר מכן פרסם תשקיף "רישום למסחר" לצורך שחרור מחסימה. בשנת 2005 פורסמו החלטות סגל הרשות במסגרת פרסום 15-103 "רכישתם של ניירות ערך על ידי חברה בת של המנפיק ותשקיפי רישום למסחר", אשר מנעו את הפרקטיקה האמורה. בהחלטות נקבע, כי יצירת מאגר של ניירות ערך בידי חברת בת אשר לא נרכשו בשוק במחיר הוגן, ולאחר מכן מכירתם על ידי חברת הבת בבורסה או מחוצה לה שלא על פי תשקיף מהווה עקיפה של הוראות החסימה. עוד נקבע שם, כי האכסניה המתאימה לגיוס מהיר מסוג זה הינה הסדר תשקיף המדף שנכנס לתוקף במקביל לפרסום החלטות. לפיכך, נקבע בהחלטות, כי החל ממועד כניסתן לתוקף של התקנות המסדירות את פרסומו של תשקיף המדף בחודש דצמבר 2005 לא יתאפשר עוד רישום למסחר כאמור. יצוין, כי החלטות אלו הוחלפו בשנת 2007 בהחלטת סגל 3 – 106 – "מכירה חוזרת של ניירות ערך לאור תיקון 24". לפרטים בדבר החלטות אלו ר' באתר רשות ניירות ערך בכתובת <http://www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=TAAGIDIM&ID=2036>

תיקון החוק נועד למנוע עקיפתו. ככלל, היעדר הסדרה למצב בו תאגיד מדווח או תאגיד בשליטתו מוכרים ניירות ערך של התאגיד המדווח, אינו רצוי ממספר סיבות. מעורבות של תאגיד מדווח (או תאגיד בשליטתו) במסחר בניירות הערך שלו מעוררת חששות לאסימטריה במידע, שימוש במידע פנים והשפעה על שערי ניירות הערך. אי הסדרה של הנושא עלולה אם כן לפגוע בציבור המשקיעים ולחשוף את התאגידים המדווחים עצמם. לפיכך, מוצע לקבוע כי הסייג לחובת פרסום התשקיף הקבוע בסעיף 15ב(3) לחוק לא יחול על הצעה תוך כדי המסחר בבורסה של ניירות ערך הרשומים בה למסחר, אשר יימכרו על ידי תאגיד או תאגיד בשליטתו³. אף על פי-כן, מוצע לקבוע כי הסייג ימשיך לחול על גופים המחזיקים כספי ציבור ("other people's money" – OPM). עוד מוצע לבטל את כללי החסימה הקבועים בסעיף 15ג(א)(2) בקשר עם תאגיד בשליטת תאגיד נסחר. כללים אלו קבעו חסימה בת חצי שנה על ניירות ערך שהקצה תאגיד לתאגיד בשליטתו. מאחר שמוצע לבטל את האפשרות של הקבוצה למכור בבורסה ניירות ערך של התאגיד הנסחר לא יהיה עוד מקום להוראת החסימה.

לאור הסתמכותם של תאגידים במועד רכישת ניירות הערך על ידם עד עתה על נוסח החוק הנוכחי, וכדי לאפשר להם למכור את ניירות הערך באופן הדרגתי, בהתאם לביקוש הקיים בשוק, מוצע לקבוע תקופת מעבר בת שנה במהלכה יתאפשר לתאגידים למכור ניירות ערך כאמור המוחזקים על ידם. בכדי למנוע הצטיידות במלאי ניירות ערך לשם ניצולו בתקופת הוראות המעבר, מוצע כי המלאי לגביו תתייחס הוראת המעבר כאמור יהיה זה שבידי התאגידים ביום פרסום נייר זה להערות ציבור.

נוסף על כך, בקשר עם תקופת הביניים עד עיגון מנגנון ה-ATM ולגבי לדוגמה, ניירות ערך שנרכשו בשוק המשני ואשר לגביהם לא ניתן לפיכך לקבוע כי מכירתם שלא על פי תשקיף מנוגדת לדין הקיים, שוקל סגל הרשות לעגן הנחיית גילוי שתחייב תאגידים לדווח בדבר תוכניות למכירת ניירות ערך. זאת, בדומה לגילוי הנדרש במצב המקביל בו תאגיד מתכנן לבצע רכישות עצמיות של ניירות הערך שלו, בהתאם להוראות תקנה 31ב. לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 ("תקנות הדוחות").

עיגון מנגנון ATM

נשאלת השאלה מדוע תאגידים מבקשים למכור ניירות ערך במהלך המסחר בבורסה שעה שעומד לרשותם הכלי הנוח של תשקיף המדף. ככל הנראה הדבר נובע מקיצור משמעותי של התקופה ממועד ההחלטה על הגיוס ועד ביצועו בפועל ("time to market"), מעלויות הגיוס בדרך של הנפקת מדף, ומקושי לבצע גיוסים בהיקפים נמוכים מבלי להשפיע השפעה יתרה על מחיר השוק. מודעות לצורך הממשי של השוק כאמור מצדיקה לדעת סגל הרשות בחינת מודל נוסף של הצעת ניירות ערך לציבור.

³ הצעה זו מופיעה גם בנייר הצעות סגל הרשות לתיקוני חקיקה בתחום החיתום ("הצעות בתחום החיתום") וכן נכללה במסגרת תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 37), התשס"ח-2008. ראו סעיף ד(2) להצעת סגל רשות ניירות ערך לתיקוני חקיקה בתחום החיתום המפורסמת באתר הרשות בכתובת http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6127.pdf.

בארה"ב קיימת מזה מספר שנים שיטת הצעה רלבנטית המכונה At the Market Offering ("מנגנון ה-ATM").

בתמצית, מנגנון מסוג זה יאפשר לתאגידים להנפיק ניירות ערך דרך מתן פקודות מכירה במסחר בבורסה. המנגנון טומן בחובו יתרונות אשר אינם בנמצא בדין הקיים, ובעיקר גמישות גיוס גדולה אף מזו שבהצעות המדף והפחתה של עלויות הגיוס. שלושה מקורות להפחתה זו: ראשית, עצם פרסום ההודעה על הצעת ניירות ערך חדשה גורם לירידת מחיר – ירידה שאפשר שלא לתקיים במקרה בו לא ניתן גילוי מראש למועד המכירה המדויק במהלך המסחר בבורסה; שנית, השפעה מופחתת של ההנפקה על מחיר השוק של ניירות הערך, בשל שליטה מלאה של התאגיד והמפיץ מטעמו על מועדי וכמויות ההנפקה;⁴ ושלישית, העדר הצורך בביצוע הליכי שיווק ("Road Show").⁵

דא עקא, השליטה המלאה המוקנית לתאגיד במועדי וכמויות ההנפקה וביצועה דרך המסחר בשוק המשני מעוררת חשש כי ייעשה שימוש לרעה בכלי זה. לאור האמור, מציע סגל הרשות לקבוע תנאים לביצוע הצעות ATM ולהטיל מגבלות על אופן ההצעה, אשר יהא בהם כדי להפחית את החשש כאמור.

להלן נתאר את היתרונות והקשיים הכרוכים באימוץ מנגנון ה-ATM, את עיקרי המנגנון הקיים בארה"ב ואת אופן עיגון המנגנון המוצע על ידי סגל הרשות.

יתרונות במתן אפשרות להצעת ניירות ערך לציבור במהלך המסחר

גיוס חוזר של הון או חוב על ידי תאגידים במסגרת השוק המשני הינו לעיתים בעל השפעה מהותית על מחירי השוק של ניירות ערך דומים הנסחרים בבורסה. הדבר עולה מסקירות שונות על מודל ה-ATM בארה"ב כמו גם משיחות של סגל הרשות עם מספר גופים הפעילים בשוק המקומי. אחת הטענות היא כי הגידול הצפוי בהיצע ניירות הערך גורם לירידת מחיר ממש כפי שיש לצפות שיקרה בכל מוצר אחר. קשה להעריך מה הסיבה ומה המסובב, האם ירידת המחיר הצפויה תביא לכך כי תאגידים בבואם לבצע גיוס חוזר של נייר ערך קיים יציעו אותו במחיר הנמוך ממחירו בשוק המשני או שמא ההצעה במחיר נמוך יותר היא זו שתביא בסופו של דבר לירידת מחיר ניירות הערך. מכל מקום ברור כי מהלך ההצעה מלווה בירידת מחיר.⁶

הטענה הרווחת היא, כי גם השימוש בדוח מדף לא עונה על בעיית הירידה במחיר מאחר שפרסומו מביא לאותה תוצאה, וכן מאחר שהצעה כזו מלווה במסע שיווקי הגוזל משאבים בפני עצמו. "ההעדפה הנגלית" מספקת לנו ראייה מסוימת לאי התאמתו של דוח הצעת המדף להתמודדות עם

⁴ במודל המוצע לאחר הדיווח על תחילת תקופת התכנית, יהא על תאגידים לפרסם דיווח מיידי בסוף כל יום בו בוצעו מכירות על ידם. דרישה זו תביא לתדירות דיווחים גבוהה מזו שבארה"ב. יחד עם זאת, וכפי שקיים גם בארה"ב, הדיווח כאמור יידרש בדיעבד בלבד, והכול כמפורט להלן.

⁵ כמפורט בהמשך, פעולות שיווק תהיינה אסורות על פי דין.

⁶ ניתן לטעון כי מחיר מניות התאגיד נגזר משווי פעילותו העתידית ולפיכך אם ביכולתו לגייס ולהשקיע בתשואה זהה לזו הקיימת ערב ההצעה אין סיבה ממשית לירידת מחיר. ההסברים האפשריים לירידת מחיר כתוצאה מהנפקה חוזרת חורגים ממסגרת נייר זה.

מגמת ירידת המחירים כאמור, שכן הניסיון מלמד כי בפועל תאגידי אינם נוטים לבצע הנפקות מדף בהיקפים קטנים.

ברקע הדברים לא מן המותר לציין, כי הרשות אפשרה מזה מספר שנים מהלך דומה במהותו ל- ATM בכל הקשור לקרנות הפועלות בשיטת Stand-by Equity Distribution Agreement (SEDA). על פי מנגנון זה חותם תאגיד על הסכם עם צד ג' – עד כה קרנות השקעה זרות, הפועלות באופן דומה בארה"ב ("הקרן") – לפיו למשך תקופה הקבועה בהסכם יוכל התאגיד לקבל כספים מהקרן כנגד הקצאת מניות על פי מנגנון תמחירי מסוים המבוסס על ממוצע מחירים בשוק.

סגל הרשות הודיע כי על מנת שהקצאת המניות לקרן לא תחשב כהקצאה פרטית, על החסימה הנגזרת מכך, צריכים להתקיים מספר תנאים שהעיקריים שבהם באים לדמות הצעה לא אחידה: על אותה קרן לעמוד בהגדרת משקיע מוסדי בתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 ("תקנות אופן הצעה"); לתאגיד תשקיף מדף בתוקף כך שהמכירה לצד ג' נעשית על פי דוח מדף; וכן, קיומו של חתם שיישא באחריות בגין פרט מטעה בתשקיף.

סיכונים פוטנציאליים במתן אפשרות לתאגידים להציע ניירות ערך לציבור במהלך המסחר בבורסה

לצד היתרונות הרבים במודל המאפשר הצעה במהלך המסחר בבורסה, מתן האפשרות כאמור איננו חף מבעיות ועיגונו כולל גם פוטנציאל ניצול לרעה.

ראשית, מתן אפשרות לתאגיד להציע ניירות ערך במהלך המסחר בשוק המשני יכולה להשפיע על מחיר נייר הערך בשוק. בתוך כך מתעוררים מספר חששות. האחד הינו מפני אפשרות ביצוע מניפולציה בניירות הערך על ידי התאגיד. השני הינו החשש כי ההשפעה האמורה תקשה על ציבור המשקיעים להעריך נכונה את כדאיות השקעה בנייר הערך בהסתמך על מחיר השוק שלו. זאת, עקב אי הידיעה במועד החלטת ביצוע רכישה או מכירה האם מחיר השוק באותו מועד מושפע מפעולות שביצע התאגיד, ומידת ההשפעה כאמור.

נוסף על כך, כרוך מהלך שכזה מטבע הדברים גם בחשש מפני פערי מידע בין ציבור המשקיעים לבין התאגיד ומתמחור הצעת ניירות הערך על ידי התאגיד תוך ניצול פערי המידע כאמור.

חשש נוסף הינו, כי באמצעות הצעת ניירות ערך תוך כדי המסחר תתאפשר גם עקיפה של מנגנון ההצעה הפרטית על כללי החסימה הכרוכים בו. זאת, באמצעות ביצוע העסקה בניירות הערך על פי המודל המוצע במועד קבוע ומתואם מראש על ידי הצדדים, אשר יאפשר היענות של הניצע לו מבקש התאגיד למכור את ניירות הערך. חשש זה גובר בתאגידי דלי סחירות, והתממשותו תעמוד למעשה גם בניגוד לדרישת השוויוניות והנגישות לציבור החלה הן במכירה על פי תשקיף הן במכירה במהלך המסחר בבורסה.

נציין עוד, כי עיגון מנגנון מסוג זה מבלי שיוגבלו היקפי הגיוסים המבוצעים באמצעותו עשוי להביא להפחתת השימוש בכלי ההצעה הקיימים כיום. זאת, בניגוד לתפיסה על פיה דרך המלך למכירת ניירות ערך הינה באמצעות הצעה שבה הן התאגיד המגייס והן המשקיעים הרוכשים יודעים כי התאגיד צד לעסקה.

לאור כל זאת מציע סגל הרשות לקבוע מגבלות לשימוש במודל מסוג זה. מוצע כי מגבלות אלו תתבססנה בעיקרן על הניסיון שנצבר בשימוש במנגנון ה-ATM בארה"ב, תוך ביצוע התאמות מסוימות על פי מאפייני השוק המקומי.

מנגנון ה-ATM בארה"ב

הצעת ATM מוגדרת בדין האמריקאי ב- Rule 415 של רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) כדלקמן:

"At the Market Offering means an offering of equity securities into an existing trading market for outstanding shares of the same class at other than a fixed price"

בהתאם להגדרה כאמור, להנחיות ה-SEC ולפרקטיקה הקיימת, מנגנון ATM בארה"ב חל על הנפקת ניירות ערך הוניים (ואינו כולל הנפקת חוב⁷) תוך כדי המסחר בשוק המשני במהלך תקופה, בכמויות קטנות, במחיר השוק ובהתאם לביקוש הקיים באותו מועד. המכירה מבוצעת על פי "equity distribution program" ("תוכנית ATM") באמצעותה מבוצעת ה"הורדה מהמדף" ונקבעת תוכנית ההנפקה והכמות הכוללת להנפקה. ההנפקה מכוח תוכנית ATM ("הצעת ATM") מבוצעת בפועל באמצעות מתווך פיננסי, הנושא באחריות חתם בהתאם להוראות סעיף 11 ל- Securities Act of 1933. במהלך תקופת התוכנית יש לתאגיד המנפיק ולמתווך הפיננסי שליטה מלאה לגבי מועד המכירה, הכמות הנמכרת בכל מועד, סך הכמות הנמכרת ומחיר המינימום למכירה בכל מועד.

בהתאם להוראות הדין האמריקאי כפוף מנגנון ה-ATM למספר מגבלות – ראשית, שימוש במנגנון ה-ATM מחייב עמידת התאגיד בתנאי הזכאות לתשקיף מדף (Form F-3 or S-3). נוסף על כך, קבועים תנאים מגבילים במסגרת Regulation M המעגן איסורים ומגבלות למשתתפים בפעילויות הפצה, אשר עשויות להביא למניפולציה. כך, על תאגיד ששווי החזקות הציבור במניותיו נמוך מ-150 מיליון דולר והמחזור היומי הממוצע של מניותיו נמוך ממיליון דולר חלים האיסורים הבאים: ביצוע פעולות הפצה ושיווק ("distribution") במהלך תקופת תוכנית ה-ATM (למעט מתן פקודות המכירה במהלך המסחר בבורסה), לרבות רכישה במישרין או בעקיפין של ניירות הערך המוצעים; הגשת הצעות לניירות ערך; וניסיון לעודד רכישתם;⁸ ביצוע ייצוב במניות במהלך תקופת תוכנית ATM;⁹ וככל שקיימים משתתפים בהפצה, חלים גם כללים מיוחדים בדבר מכירה בחסר במהלך תקופת התוכנית ובתקופות הקודמות והעוקבות לה.¹⁰

⁷ ההנחה היא כי לא נדרשים כללים דומים לגבי חוב מאחר שרוב האג"ח הקונצרני בארה"ב ממילא לא נסחר בבורסות אלא בשוקי OTC.

⁸ סעיפים 101 ו-102 ל-Reg M;

⁹ סעיף 104 ל-Reg M;

¹⁰ סעיף 105 ל-Reg M;

תוכנית ה-ATM מתחילה ב'הורדה מהמדף' על פי דיווח השקול לדוח הצעת מדף, במסגרתו מדווח התאגיד על התקשרותו עם המתווך הפיננסי, זהותו, תנאי תוכנית ה-ATM לרבות מחיר המינימום לניירות הערך ומשך תקופת התוכנית. במהלך תקופת תוכנית ה-ATM, ככל שמבוצעת מכירה בהיקף העולה על 1% מהחזקות הציבור באותו סוג או שהמכירה נעשית מחוץ לבורסה נדרש התאגיד ליתן דיווח מיידני בעניין. למעט במקרים אלו נדרש דיווח על מימוש תוכנית ה-ATM רק בדוחות העתיים. מגבלות נוספות שהוטלו על תוכנית ATM ואשר הוסרו במסגרת תיקון בשנת 2005 כללו הגבלת תוכנית ATM עד ל-10% משווי השוק של המניות המוחזקות על ידי הציבור, וכן דרישת גילוי זהות המתווך הפיננסי כבר במסגרת התשקיף או תיקון לתשקיף.

תיקון מוצע לחוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך

לפיכך, לאחר תיקון סעיפים 15ב ו-15ג לחוק ולאור היתרונות הטמונים במנגנון ה-ATM המפורטים לעיל, מציע סגל הרשות לאמץ מנגנון זה גם בישראל, תוך קביעת כללים ומגבלות שיהא בהם להפחית את החששות הנלווים למתן אפשרות המכירה במהלך המסחר בבורסה. לאור חדשנותו וחריגותו של המודל במסגרת השוק המקומי ועל מנת לבחון את יישומו הלכה למעשה מוצע לקבוע אותו בהוראת שעה לתקופה של שנתיים. בסופה של תקופה זו ובהתאם לניסיון שייצבר במהלכה, יישקל המודל פעם נוספת, וישקלו היקפן ומידתן של המגבלות המוצעות במסגרתו כמפורט להלן, וככל ויהיה בכך צורך תוצענה התאמות לצורך שיפורו.

תיקון החוק ותקנות ניירות ערך לקביעת כללי מנגנון ATM

מוצע לקבוע, כי תאגיד יהא רשאי להשתמש במנגנון ATM בהתקיים כל התנאים המפורטים להלן. תנאים אלו יעוגנו במסגרת תקנות אופן ההצעה, וכן יחייבו תיקונים והתאמות נוספים בחוק ובתקנות כמפורט להלן:

1. תשקיף מדף – התאגיד יידרש לתשקיף מדף 'פתוח', בדומה להוראות בשוק האמריקאי. בארה"ב דרישה זו מגבילה את השימוש במנגנון ה-ATM לתאגידים 'גדולים' יחסית, מאחר ובשונה מהדין המקומי הזכאות לתשקיף מדף מותנית שם גם בהיקף החזקות ציבור בניירות הערך של התאגיד, שלא יפחת מסך של 75 מיליון דולר¹¹. סגל הרשות מציע שגם תאגידים 'קטנים' יוכלו לבצע שימוש במנגנון ה-ATM, אך בכפוף לתנאים ומגבלות נוספים כמפורט בסעיף 6 להלן.

2. חיתום – על התאגיד להתקשר עם חתם, אשר בהתאם למוצע בנייר ההצעות בתחום החיתום לא יהווה בהכרח מבטח של ההנפקה אלא ישמש בעיקר שומר סף ויידרש לחתום על תשקיף המדף (או על תיקון תשקיף המדף לפי העניין), ועל דוח הצעת המדף על פיו תוצא לפועל תוכנית ה-ATM. גם בדין בארה"ב מוחלת על המתווך הפיננסי אחריות של חתם בהתאם לסעיף 11 ל- Securities Act of 1933. יובהר עם זאת, כי לא תתקיים מניעה מהתקשרות התאגיד

¹¹ חברות שאינן עומדות בתנאי זה זכאיות עדיין לתשקיף מדף בתנאים מגבילים נוספים. תנאים אלו כוללים דרישה למסחר בניירות הערך של החברה ברשימה הראשית ואי ביצוע פעולות העולות על שליש מהחזקות הציבור במהלך השנה שקדמה למועד תשקיף המדף.

עם החתם גם לצורך ביטוח ההנפקה. זאת באמצעות מכירת ניירות הערך לחתם, אשר בתורו ימכור את ניירות הערך האמורים במהלך המסחר בבורסה, תוך נשיאה בסיכון של אי השלמת המכירה.

אמנם דרישה כאמור תתקיים ממילא עם אימוץ הרפורמה המוצעת על ידי סגל הרשות כמפורט בנייר ההצעות בתחום החיתום. עם זאת, לאור ייחודו של מנגנון ה-ATM כחריג לכלל ההצעה האחידה במחיר אחיד, חדשנותו בשוק המקומי והחששות משימוש לרעה בו, מוצע לחייב קיומו של חתם גם ככל שיאומץ מנגנון ה-ATM בטרם ביצוע הרפורמה המוצעת בתחום החיתום.

3. איסור שיווק - בדומה להוראות הדין האמריקאי, ייאסר על התאגידים ועל החתם לבצע מאמצי שיווק, הפצה או שידול לרכישת ניירות הערך בתקופת התכנית ("Quiet period"). איסור כאמור יחול גם במהלך תקופה של 30 יום עובר לתחילת תוכנית ה-ATM.

4. פרסום דוח הצעת מדף – התכנית תחל לאחר פרסום דוח הצעת מדף. בדוח המדף יינתן, בין היתר, גילוי לזהות החתם, ככל שלא היה זה החתם בתשקיף המדף, סוג ניירות הערך שייכללו בתוכנית ה-ATM, הכמות הכוללת המקסימאלית של ניירות הערך שתוצע במסגרת תוכנית ה-ATM, המחיר המינימאלי בו יוצעו ניירות הערך ככל שיקבע, תקופת התכנית שכאמור לעיל, לא תעלה על 90 יום, ופרטים נוספים שימצא סגל הרשות לנכון לדרוש הכללתם. מגבלת 90 הימים לא קיימת בארה"ב. יחד עם זאת, סגל הרשות סבור כי משך זמן זה מאזן בין הצורך בדיווח ותזכורת לציבור המשקיעים בדבר קיומה של תוכנית ATM תקפה לבין הנטל הכרוך בחידוש התוכנית.

הוראה זו מצריכה, נוסף על תיקון תקנות אופן ההצעה, תיקון של תקנות ניירות ערך (הצעת מדף לניירות ערך), התשס"ו-2005 ("תקנות הצעת מדף") בדבר הפרטים שידרשו בדוח הצעת המדף, וכן תיקון של סעיף 24 לחוק ושל תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות של ניירות ערך המוצעים בתשקיף), התשס"ו-2005.¹²

על מנת להימנע מתיקון תדיר של דוח הצעת המדף במהלך תקופת התוכנית, יבוצע תיקון נוסף בתקנות הצעת מדף אשר יעגן אפשרות לקבוע בדוח הצעת המדף, כי גם כל הדיווחים העתידיים שיפורסמו על ידי התאגיד במהלך תקופת תוכנית ה-ATM יכללו במסגרת דוח הצעת המדף על דרך ההפניה.

5. פרסום דוח מידי בדבר ביצוע המכירות – במהלך תקופת תוכנית ה-ATM יידרש התאגיד לפרסם דוח מידי בכל יום מסחר בו מבוצעת מכירה על פי תוכנית ה-ATM, בין אם זו מבוצעת על ידי התאגיד ובין אם על ידי חתם. הדיווח יכלול גם פירוט של כמות ניירות הערך שנתרה על פי תוכנית ה-ATM, מידע אשר יאפשר לציבור המשקיעים להעריך את ההשפעה הפוטנציאלית המקסימאלית של התוכנית על מחיר נייר הערך. גילוי בדבר כמות ניירות הערך

¹² המגבלה הקיימת כיום לגבי התקופה להגשת הזמנות היא 45 ימים.

הנותרת להצעה על פי תוכנית ה-ATM יכלל גם בדוח מצבת החזקות בעלי עניין החודשי. נוסף על כך, בסיומה של תקופת תוכנית ה-ATM יידרש התאגיד לפרסם דוח מיידי במסגרתו יינתן גילוי בדבר מימוש התוכנית על ידי התאגיד במהלך תקופתה.

הוראות גילוי אלו מחייבות תיקון חלקי בלבד של תקנות הדוחות, שכן כבר בהתאם לנוסחן כיום נדרשים תאגידיים לדווח על מכירות ניירות ערך של התאגיד המבוצעות על ידם או על ידי תאגידיים בשליטתם. דרישות הדיווח המוצעות מחמירות בהשוואה לדין האמריקאי. אף על פי-כן, סגל הרשות סבור, כי גילוי זה הינו מידע חשוב לציבור המשקיעים לצורך הערכת כדאיות ההשקעה, וכי אין מקום לחרוג מהוראות הדין הקיים בקשר עם תוכנית ATM.

6. הגבלת היקף המכירה על פי תוכנית ATM וסוג ניירות הערך המוצעים על פיה – בשוק המשני
הציפייה היא כי המחיר יקבע בין צדדים שלישיים בעלי נגישות זהה למידע על התאגיד. אף כי גם הצעה במנגנון ה-ATM תהיה על פי תשקיף מוצע להקטין את אי הוודאות של הציבור באשר לזהות הצדדים לעסקאות בשוק המשני ובאשר למידת ההשפעה של התאגיד על שער נייר הערך בדרך של הגבלת הכמות שתוכל להימכר על פי התוכנית. מכירת ניירות ערך בהיקפים גדולים יותר תישאר אם כן נחלתן של שתי שיטות ההצעה האחרות - האחידה ולא אחידה. מנגנון ה-ATM ישמש כלי משלים בלבד.

לאור האמור, מוצע לקבוע כי הצעה על פי מנגנון ATM תוכל לכלול רק ניירות ערך מסוגים קיימים הנסחרים בבורסה (קרי, כי לא ניתן יהיה להנפיק סוגי ניירות ערך חדשים על פיה). בנוסף, אף על פי שהאפשרות לגיוס חוב באמצעות תוכנית ATM אינה מוכרת בארה"ב, מוצע לעגן בדין גם אפשרות לביצוע גיוס חוב. זאת, מאחר וכפי שנמסר לסגל הרשות על ידי תאגידיים הפועלים בשוק ההון המקומי – שימוש במנגנון ה-ATM יהא בעל ערך רב עבורם גם בקשר עם גיוס חוב. עם זאת, מוצע לאפשר זאת רק לתאגידיים גדולים הנכללים במדד "ת"א 100". מניעת האפשרות לגייס חוב באופן זה על ידי תאגידיים קטנים נובעת מכך שלרוב סחירותם של ניירות הערך של תאגידיים אלו נמוכה יותר, וגדל החשש להשפעה ניכרת על מחיר השוק של נייר הערך. עוד מוצע לצורך הגשמת האמור לעיל, להגביל את היקף ההצעה על פי תוכנית ATM. בכל הנוגע למניות וניירות ערך המיריס ובדומה להוראה שהייתה קבועה בעבר בארה"ב, סך ערכם הנקוב של ניירות הערך המוצעים על פי תוכניות ATM במהלך שניים עשר החודשים שקדמו לכל מכירה ("תקופת המדידה") לא יעלה על 10% מסך הערך הנקוב של החזקות הציבור בהתאם להגדרת "ציבור" בתקנון הבורסה בתחילת תקופת המדידה. בקשר עם המיריס למניות יחושב השיעור כאמור בהתאם לערכן הנקוב של המניות שתבננה מהמרתם או מימושם.

באשר להנפקת חוב שאינו המיר מוצע לקבוע מגבלה מקלה יותר. זאת, מאחר ששיעור של 10% מהיקף סדרה בודדת עלול לסכל את השימוש במנגנון ה-ATM לגביו, וכן מאחר שבמקרים רבים, כאשר התאגיד אינו מצוי בקשיים משמעותיים, תמחור חוב הינו לרוב פשוט יותר מתמחור הון ולפיכך הטיית המחיר הפוטנציאלית בשל שימוש בתוכנית ה-ATM קטנה

יותר. על כן, בקשר עם חוב לא המיר מוצע לקבוע, כי סך ערכם הנקוב של ניירות הערך המוצעים לא יעלה בתקופת המדידה על 20% מסך הערך הנקוב של סדרת ניירות הערך טרם תקופת המדידה.

באשר לנייר ערך בעל רכיב הוני והתחייבותי תקבע המגבלה לפי הנמוך מבין המבחנים שלעיל.

7. איסור ביצוע פעולות נוספות בניירות הערך על ידי התאגיד ואנשי פנים בו – לאור החשש לניצול לרעה של מנגנון ATM וביצוע מניפולציה בניירות הערך, ייאסר על הגורמים הבאים לבצע עסקה בניירות הערך של התאגיד במהלך תקופת תוכנית ATM: התאגיד ותאגיד בשליטתו, לרבות באמצעות חתם או על ידו¹³, בעל השליטה, בעלי עניין (למעט בעלי עניין מכוח החזקות בחברות שיש בהן בעל שליטה), נושאי המשרה ואנשי פנים אחרים. , זאת לרבות רכישות ומכירות, בין בודדות ובין על פי תוכנית רכישה, עסקאות מחוץ לבורסה, עסקאות בחסר, וכן עשיית שוק. כמו-כן יובהר, כי מועד ביצוע עסקאות על פי תוכנית ATM יהווה ככלל מידע פנים, כהגדרתו בחוק.

ככל שמי מהמנויים לעיל ימצא בפוזיציית חסר במועד ההחלטה ותחילת תוכנית ATM, הרי שהתוכנית תהווה עסקה אשר לבעל עניין יש בה עניין אישי, ותחייב אישורים בהתאם להוראות הפרק החמישי לחלק השישי של חוק החברות, התשנ"ט-1999. למען שלמות התמונה יצוין, כי סגל הרשות בוחן בימים אלו האם מן הראוי לקבוע בדין המקומי איסור על נושאי משרה ובעלי שליטה בתאגיד לבצע עסקאות בחסר, בכפוף לחריגים, בדומה לדין הקיים בארה"ב¹⁴.

8. תחולת הוראות הדין והנחיות הרשות בדבר הורדה מהמדף – הוראות הדין לרבות הנחיות הרשות בדבר הורדה מהמדף תחולנה במלואן גם בקשר עם כל הצעה שתבוצע במהלך תקופת תוכנית ה- ATM. כך למשל, תאגיד לא יהיה רשאי לעכב פרסום מידע בהתאם להוראות תקנה 36(ב) לתקנות הדוחות ככל שיבקש למכור ניירות ערך בהצעת ATM. דוגמא נוספת הינה כי תאגיד לא יהיה רשאי לבצע מכירה בבורסה על פי תכנית ATM במהלך שלושת הימים העוקבים למועד פרסום דוחות כספיים.

9. הגבלת תחולת מנגנון ATM על עסקאות במהלך המסחר בבורסה בלבד – מכירת ניירות ערך באמצעות תוכנית ATM תוגבל למכירות במהלך המסחר בבורסה בלבד ושלא בעסקאות תואמות. עסקה תואמת היא בפועל עסקה מחוץ לבורסה, ולפיכך כפופה למגבלות החסימה. זאת ועוד, תיאום העסקה מראש אינו מתיישב עם התכלית הבסיסית של שוויוניות ההצעה ונגישותה לציבור הרחב.

¹³ למשל: פעולות ייצוב שיותרו לחתם בעתיד על פי דין.

¹⁴ לעניין זה ר' סעיף 16(C) ל- Securities Exchange Act of 1934

סיכום

בהתאם למתווה המפורט לעיל מציע סגל הרשות לערוך שני תיקונים קשורים בדיני ניירות ערך. ראשית, לאסור שימוש של תאגידיים מדווחים ותאגידיים בשליטתם בחריג הקבוע בסעיף 15ב(3) לחוק, לצורך מכירת ניירות ערך לציבור במהלך המסחר בבורסה מבלי להידרש לתשקיף. שנית, ככל שיבוטל החריג האמור לעיל, לעגן בדיון את מנגנון ה-ATM כמודל נוסף של הצעת ניירות ערך לציבור, וזאת בשלב זה כהוראת שעה לתקופה של שנתיים. סגל הרשות סבור כי מנגנון זה יביא לשכלול נוסף של השוק הראשוני, יאפשר לתאגידיים גמישות גיוס גדולה אף מזו שבהצעות מדף מכוח תשקיפי מדף וכן יביא להפחתה בעלויות הגיוס. לכל אלו עשויה להיות חשיבות בעיקר בתקופת משבר בשוק ההון. במקביל ולצורך מניעת שימוש לרעה במנגנון המוצע, מציע סגל הרשות להטיל תנאים ומגבלות על השימוש בתכנית ה-ATM אשר יהיה בהם לצמצם פוטנציאל השימוש לרעה במנגנון זה.