



רשות ניירות ערך

## נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 23/04/2019

אנשי קשר: עו"ד אורית שרייבר, עו"ד אמיר בן מויאל

טל': 02-6556456, פקס: 02-6513646 דוא"ל: [seclaw@isa.gov.il](mailto:seclaw@isa.gov.il)

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו: [נוהל ייזום אסדרה](#). בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו גם סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

### הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין תשקיף מדיניות השקעות ותשקיף רכש ייעודי

#### רקע

על שולחנה של רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") הונחו בעת האחרונה טיוטות תשקיף על-ידי שותפויות, חסרות פעילות עסקית או נכסים, המבקשות להנפיק ניירות ערך לא סחירים לציבור מבלי לקבוע במועד ההנפקה שימוש ייעודי לכספי ההנפקה, אלא תוך התחייבות להשקיע את כספי המשקיעים על בסיס מדיניות השקעות מוגדרת (להלן: "תשקיפי מדיניות השקעות"). מטיוטות תשקיפי מדיניות ההשקעות שהוגשו עד כה לרשות נראה כי על-פי רוב, מדובר בכלי שמטרתו לחקות קרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים או תאגידים להשקעה משותפת במספר מיזמים, חלף האפשרות לגייס כספים לצורך השקעה במיזם ספציפי המזוהה במועד ההנפקה. מדובר במודל עסקי חדשני שלא נראה בשוק ההון הישראלי.

הקושי המרכזי בקשר עם תשקיפי מדיניות השקעות הוא היעדר ייעוד ברור, ידוע או מוגדר דיו במועד ההנפקה לכספי התמורה. למעשה, השותפויות המגייסות בתשקיפים מסוג זה מבקשות מהמשקיעים להסתמך אך ורק על המוניטין של היזמים, ניסיונם העסקי ויכולתם בתחום פעילות נתון – יכולת להכיר את התחום ואת העסקאות העומדות בו על הפרק, חשיפה לעסקאות אטרקטיביות ויכולת מיטבית בהערכת העסקאות. בהיעדרם של פעילות או נכסים בבעלות השותפויות במועד ההנפקה, בפני המשקיעים לא נמצא מסד נתונים עובדתיים המאפשר תמחור ניירות הערך המוצעים לצורך קבלת החלטת ההשקעה, למעט מידע אודות מדיניות ההשקעות והיזמים.

קושי זה מתעצם נוכח העובדה שתשקיפי מדיניות השקעות מאופיינים בכך שהם פונים לציבור משקיפי retail. ניתן לצפות היעדר נכונות של משקיעים מוסדיים להשתתף בהנפקות אלו, מאחר וניירות הערך המונפקים במסגרת תשקיפים אלו לא צפויים להירשם למסחר בבורסה זאת בשל מגבלות הקבועות בתקנון הבורסה על רישום למסחר של יחידות השתתפות של שותפויות מוגבלות וכן דרישה לוותק פעילות של 12 חודשים עובר למועד ההנפקה<sup>1</sup>. בנוסף, נוכח היעדר האפשרות לסחור בניירות הערך, אפשרויות מימוש ההשקעה בהם על ידי המשקיעים מהציבור מוגבלות במיוחד.

בשל מאפיינים אלו של תשקיפי מדיניות השקעות, קיים חשש שהתאגידים המנפיקים יגייסו סכומים משמעותיים מציבור משקיעים שאינם מתוחכמים, מבלי שאלו יבינו למה בדיוק ישמשו סכומי השקעתם ומבלי שתהיה להם יכולת להשפיע על השימוש בכספי ההשקעה לאחר הגיוס. בנוסף, ישנו חשש שהתאגידים המגייסים יחזיקו בכספי המשקיעים לאורך זמן מבלי להשקיע אותם, באופן שיביא לשחיקתם, או ישקיעו את כספי המשקיעים בהשקעות שאינן איכותיות - בפרט כאשר דמי ניהול נגבים על-ידי התאגידים במועד הגיוס מתוך תמורת ההנפקה. גם כאשר דמי הניהול נגבים לאורך חיי התאגיד, קיים חשש שליזמים יהיה אינטרס בהארכת אורך חיי התאגיד, במיוחד מקום בו התפתחות ההשקעה רעה מהמצופה. כל זאת, כאמור, מבלי שתהיה למשקיעים אפשרות ממשית לממש את השקעתם.

בשנות התשעים הייתה בבורסה בישראל תופעה של הנפקת "חברות בועה" – חברות שגייסו כספים ללא פעילות ממשית וקרוסו לאחר מכן. תופעה זו נעצרה באמצעות העלאת דרישות המינימום של הבורסה, לרבות דרישת ותק הפעילות שצוינה לעיל. בדומה, בארה"ב הייתה בשנות השמונים והתשעים תופעה דומה של הנפקת חברות ללא פעילות, שגרמה נזקים כבדים למשקיעים, והתאפיינה בין היתר במניפולציות בניירות הערך של חלק מהחברות לאחר הנפקתן. לאור האמור נערכו שינויים בדין האמריקאי ובכללי הבורסות שמטרתם הגבלת הנפקות מסוג זה.<sup>2</sup>

בארה"ב ובאירופה לא נאסרה כליל הנפקתן של חברות Blank Check, המאפשרים לחברות ללא כל פעילות עסקית, שנוצרו רק למטרות מיזוג, רכישת נכסים או שילוב עם פעילות עסקית קיימת, לגייס כספים מהציבור. בשנים האחרונות אף יש גידול במספר ההנפקות מסוג זה. המדובר בהנפקה של חברות המתעתדות לבצע רכישה מהותית באמצעות כספי ההנפקה, אולם פרטי הרכישה אינם ידועים במועד התשקיף והחברה המנפיקה תבחן הזדמנויות עסקיות אחריו. לעומת זאת, הנפקות מסוג של תשקיפי מדיניות, המבקשים לגייס כספים לצורך השקעתם לאורך זמן בשורה של נכסים (להבדיל מהשקעה מהותית אחת) אינן תופעה מוכרת בארה"ב ובאירופה.

---

<sup>1</sup> סעיף 3 לפרק י"ז – ניירות ערך בשותפות מוגבלת, חלק שני לתקנון הבורסה. [קישור לאתר הבורסה](#), פרק ו' להנחיות על פי החלק השני לתקנון הבורסה.

<sup>2</sup> על חברות אלו קיימת ביקורת רבה. כך, למשל, בארה"ב נפגע המוניטין של חברות אלו בשנות ה-80 עקב הונאות (penny stock fraud) [קישור למאמר "FROM BLANK CHECK TO SPAC"](#). על מנת להשיב את אמון המשקיעים והרגולטורים בכלי זה, בשנות ה-90 נעשו שינויים רגולטוריים במודל המאפשר קיומן.

בשני סוגי ההנפקות הנ"ל עולים חששות מהעדר פעילות עסקית במועד ההנפקה ומכך שכלי הגילוי הנאות לא יעניק הגנה מספקת לציבור המשקיעים (בהעדר פעילות עסקית שניתן למסור גילוי קונקרטי בעניינה). הדרך שננקטה בעבר להתמודדות עם הנפקות מסוג זה, בישראל ובחו"ל, הייתה קביעת תנאים שאינם במישור הגילוי בלבד. תנאים מסוג זה קבועים כבר כיום בתקנון הבורסה, אולם כפי שצוין לעיל, הכוונה כעת לבצע הנפקות של ניירות ערך וזאת מבלי לרשום אותם למסחר בבורסה, כדי להימנע מדרישות כאמור.

## **ההסדר המוצע**

על מנת לאפשר התמודדות עם הנפקות של חברות ללא פעילות וייעוד קונקרטי לתמורת ההנפקה, ולנוכח הסיכונים המשמעותיים לציבור המשקיעים בהנפקות מסוג זה, מוצע להוסיף הסמכה בחוק ניירות ערך לפיו תהא הרשות רשאית לקבוע תנאים לביצוע הנפקות כאמור.

בדומה לכללים שנקבעו בחו"ל, תנאים אלה יכול שיתייחסו בין היתר לעניינים כגון אופן החזקת כספי המשקיעים עד להשקעתם ולאחר סיום ההשקעה, חובה לקבל את אישור המשקיעים להשקעות מסוימות, קציבת משך הפעילות והחזר כספים למשקיעים מקום בו לא התבצעו השקעות, תנאי מינימום ליזם המבקש להנפיק במתכונת זו, וסוגי ניירות הערך המונפקים.

להלן המחשה לשלושה כללים הקבועים להנפקות מסוג זה בארה"ב:

### (1) אופן החזקת כספי המשקיעים עד להשקעתם ולאחר סיום ההשקעה

גיוס כספים מהציבור על ידי תאגידי ללא כל פעילות עסקית, מוביל למצב בו עד להשקעת הכספים או לאחר סיום ההשקעה קיימת בתאגידי אלו נזילות גבוהה, היות והם אינם מחויבים כלפי צדדים שלישיים לתשלומים כלשהם (אין להם יתרות ספקים, לקוחות וכו'). על מנת להבטיח שתמורת ההנפקה תשמש אך ורק לצורך פעילות ההשקעה בהתאם למדיניות ההשקעה המפורטת בתשקיף, ניתן לשקול מנגנוני הגנה על הכספים, כגון מינוי של נאמן לכספים שיפקח שכספי ההנפקה משמשים לתמורת ההנפקה בלבד בכפוף לדרישות התנהלות תפעולית של הגופים המגייסים.

### (2) אישור המשקיעים להשקעות מהותיות

מנגנון הגנה משמעותי בחברות Blank Check הוא קביעה של שיעור מינימלי של השקעה המחייב אישור מצד המשקיעים. מנגנון זה מאפשר למשקיעים לוודא שהאופן בו כספיהם מושקעים מקובל עליהם ותואם את ההנחות שעמדו לנגד עיניהם בעת שהעמידו אותם לרשות התאגיד. מאידך, הצורך באישור אסיפה מגביל את גמישות היזמים וכובל את שיקול דעתם בחלק מהשקעות התאגיד. לפיכך נדרש לאזן בין ההיבטים האלו בקביעת שיעור השקעה המינימאלי שיחויב באישור על ידי אסיפה.

### (3) השבת כספי השקעה שלא נעשה בהם שימוש

חשש נוסף כאשר אין ייעוד הנפקה מוגדר הוא כי כספי ההנפקה לא יושקעו תוך זמן סביר. במקביל, מנהלי התאגיד והיזם צפויים לגבות גם במהלך תקופה זו דמי ניהול מהכספים. לאור האמור, מנגנון

מקובל נוסף קובע כי היה והתאגיד לא השקיע את מלוא הסכום המינימלי שהוגדר, יהיה עליו להשיב את כספי ההנפקה למשקיעים תחת תנאים מסוימים.

אלה דוגמאות בלבד לתנאים מקובלים שיהיה מקום לשקול להנפקות של תאגידים ללא פעילות עסקית וללא ייעוד תמורה קונקרטי לכספי ההנפקה, אשר ניתן למסור בעניינו גילוי.

רצ"ב נוסח מוצע של הסעיף.

חוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968

....

21ב. הנפקה של תאגיד ללא פעילות

הרשות רשאית לקבוע תנאים להצעה לציבור של ניירות ערך של תאגיד ללא פעילות, לרבות תנאים בנוגע להחזקת כספי המשקיעים, החזר כספי השקעה, סוגי ניירות הערך המוצעים, שיעורי השתתפות של בעלי עניין ומשקיעים בהצעה, ואופן שיווק והפצת ניירות הערך. לענין זה "תאגיד ללא פעילות" – תאגיד נעדר פעילות עסקית או החזקה בנכסים בעלי ערך במועד ההצעה וללא ייעוד מסוים לתמורת ניירות הערך המוצעים.