

הצעה לתיקוני חקיקה בתחום החיתום

סגל רשות ניירות ערך מזמין את ציבור המשתמשים בדוחות ליתן את התייחסותו להצעת מתווה חקיקה זו.

יובהר כי טיוטת תיקון התקנות טרם אושרה במליאת הרשות.
הערות ותגובות תתקבלנה עד יום 8 בנובמבר 2011.

אנשי קשר להערות:

רו"ח רון עמיחי, עו"ד צפנת מזר, רו"ח דוד אדר
טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

רשות ניירות ערך

הצעה לתיקוני חקיקה בתחום החיתום

מבוא

בשנת 2007 הושלמה רפורמה חקיקתית בתחום דיני ניירות הערך במסגרתה עוגנה בתיקון 24 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק") סדרת תיקוני חקיקה מקיפה, שמטרתה לשכלל ולשפר את השוק הראשוני. בפרט, כללה הרפורמה האמורה הסדרה מקיפה של ענף החיתום באמצעות, בין היתר, קביעת דרישות כשירות חתמים, עיגון חובת רישום במרשם החתמים וקביעת מגבלות על ניגודי עניינים פוטנציאליים בתפקידו של החתם להנפקה. רכיבים עיקריים נוספים שהוסדרו במסגרת הרפורמה האמורה כללו עיגון של שיטת ההצעה הלא אחידה וקביעת האפשרות להצעה על פי טיוטות תשקיף לציבור בטרם קבלת ההיתר מרשות ניירות ערך ("הרשות").

במהלך החודשים האחרונים קיים סגל הרשות דיונים עם שחקנים מרכזיים בשוק ההון המקומי ובשוק בארה"ב ובהם חתמים, נציגי משקיעים מוסדיים ועורכי דין העוסקים בתחום. בעקבות דיונים אלו, בהמשך לנייר העמדה שפרסם סגל הרשות בשנת 2008, ולאחר בחינה של התנהלות שוק ההון המקומי והניסיון שנצבר בשנים ממועד תיקון 24 לחוק, סבור סגל הרשות, כי קיים צורך בביצועם של מספר תיקונים ושיפורים לצורך יצירת המבנה הרצוי של ענף החיתום¹.

תמצית ההצעות

בקליפת האגוז, עיקרי השינויים הנם:

1. שינוי הגדרת זהות חתם בדומה לזו הקיימת בארה"ב, על מנת לכלול בחובה גורמים נוספים. על פי ההגדרה שם, כל גורם המשתתף בהפצה ובשיווק ההנפקה מהווה חתם, ולפיכך נדרש לשאת באחריות על מסמכי ההנפקה ולשמש כשומר סף חיצוני לציבור המשקיעים. על פי הדין בארה"ב אין חובה בקיומו של חתם בהנפקה, בין כמבטח ובין כשומר סף. עם זאת ככל שקיים גורם מלבד החברה המבצע פעולות שיווק או הפצה של ההנפקה, הרי שהינו חתם בכל הקשור לאחריותו לגילוי בתשקיף. מוצע עם זאת, לקבוע כי בכל תשקיף, לרבות בתשקיף מדף יהיה לפחות חתם אחד;

¹ ראה מצע לדיון שהוכן על ידי סגל הרשות לצורך בחינה מעמיקה של הסדר החיתום מיום 16.11.2008 המפורסם באתר הרשות בכתובת:

http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3425.pdf ("נייר העמדה משנת 2008").

2. חיזוקו של החתם כשומר סף. במסגרת זו מוצעים שורת צעדים שהעיקריים שבהם הנם: העלאת רף תנאי הכשירות הנדרשים מחתם; הותרת בתי ההשקעות בתחום החיתום; שימוש באמצעי האכיפה המנהלית המוקנים לרשות על פי הדין הקיים וצמצום היקף ההתחייבויות המוקדמות אותן ניתן לקבל לפני ביצוע ההנפקה לציבור;
3. קביעת חובת פרסום טיוטות תשקיף החתומות על ידי חתם;
4. קביעת כללים מנחים בדבר אופן ההבדלה בין חתם בהנפקה לבין גורמים נוספים המעורבים בשיווקה ובהפצתה שלא יעלו לכדי חתם בה;
5. עדכון כללי ניגוד העניינים בפעולות החתם וקביעת מספר חובות גילוי נוספות.

להלן הנושאים אליהם נתייחס בנייר זה:

א. כשל השוק הקיים

1א. ירידת קרנו של ענף החיתום והסיבות האפשריות לכך (עמ' 3)

2א. הצורך בשומר סף בשוק הראשוני (עמ' 6)

ב. מתווה למודל מוצע לפתרון

1. זהות שומר הסף הנדרש (עמ' 8)

2. קביעת חובת קיומו של חתם אחד לפחות בכל הנפקה (עמ' 11)

3. הגדרתם של בעלי תפקיד שלא יהוו חתם (עמ' 12)

4. המועד אשר ממנו והלאה תקום אחריותו של החתם במקרה של תשקיף מדף (עמ' 13)

5. מעורבות חתם בתשקיף לצורך רישום למסחר של ניירות ערך שהוקצו בהקצאה פרטית (עמ' 13)

6. חובת פרסום טיוטות תשקיף החתומות בין היתר בידי חתם (עמ' 13)

7. אחריות בגין טיוטת תשקיף (עמ' 15)

8. הגדרת מפיץ והבחנה בין מפיץ לחתם (עמ' 15)

9. התמודדות עם גורמים נוספים המשמשים מעין מבטחים להנפקה מבלי לענות על הגדרת החתם (עמ' 16)

10. אחריות החתם לתקינות הגורמים המשתתפים (עמ' 17)

11. סוגיות בנושא הגנת בדיקת הנאותות (עמ' 17)

ג. חיזוק החתמים

1. חיזוק החתמים כתוצר לוואי של אימוץ המודל המוצע (עמ' 21)

2. העלאת רף תנאי הכשירות מחתם (עמ' 21)

3. הגברת האכיפה על חתמים באמצעות חוק אכיפה מנהלית (עמ' 22)

4. קביעת כללים מסוג Fit & Proper (עמ' 24)

5. הותרת בתי ההשקעות כשחקנים בשוק החיתום (עמ' 24)

6. צמצום היקף ההתחייבויות המוקדמות (עמ' 25)

7. עדכונים מוצעים לכללי ניגוד העניינים (עמ' 25)

ד. הסדרים מוצעים נוספים

1. ביטול חלקי של מנגנון ההתחייבויות המוקדמות (עמ' 27)

2. איסור על מכירת ניירות ערך שלא על פי תשקיף שהוקצו בעבר ומוחזקים על ידי חברה או חברות בשליטתה (עמ' 29)

א. כשל השוק הקיים²

1א. ירידת קרנו של ענף החיתום וסיבות אפשריות לכך

בחנית התנהלות שוק ההון המקומי וענף החיתום ממועד תיקון 24 לחוק מעלה כי במקביל ועל אף הסדרת הענף במסגרתו, ירדה קרנו של ענף החיתום בשוק המקומי ופחת באופן ניכר השימוש בכלי החיתום. כך, בעוד שבשנת 2007, מתוך 276 תשקיפים שפורסמו בשוק המקומי 187 לוו בחיתום, בשנת 2008 מתוך 113 תשקיפים, 14 בלבד לוו בחיתום ובשנת 2009 מתוך 114 תשקיפים 4 בלבד לוו בחיתום. בשנת 2010 מתוך 165 תשקיפים 16 בלבד לוו בחיתום. בשנת 2011 ועד למועד נייר זה מתוך 76 תשקיפים 9 בלבד לוו בחיתום.

להלן נפרט את הסיבות האפשריות לירידת קרנו של ענף החיתום:

1. פיחות בצורך של חברות בביטוח הנפקות

בדין הקיים חתם הינו מי שהתחייב בהתחייבות חיתומית, המוגדרת כהתחייבות לרכוש ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף אם לא ירכוש אותם הציבור או התחייבות לרכוש ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף, כדי למכור אותם לציבור. קרי, ההגדרה הנוכחית של חתם מעגנת בחובה מפורשות את תפקידו של החתם כמעין מבטח של הנפקה ("החתם המבטח") כתנאי לכניסתה לתוקף של מחויבותו לשמש כשומר סף ("החתם שומר הסף").

לפיכך לענייננו נדון להלן בסיבות שהביאו לירידה הדרמטית בשימוש ברכיב הביטוחי המוענק על ידי החתם:

(1) קיצור התקופה ממועד החלטה על הנפקה עד לביצועה

תיקוני החקיקה שבוצעו בשנים האחרונות הביאו לקיצור ניכר במשך התקופה ממועד החלטת החברה להנפיק לציבור ועד למועד הנפקה בפועל וזאת באמצעות מספר הסדרים.

ראשית, בשנת 2005 עוגן הסדר תשקיף המדף. מנתונים אמפיריים עולה, כי הפנמת היתרונות בשימוש בכלי זה ותחילת שימוש בו בהיקפים משמעותיים על ידי חברות אירעו בסמוך למועד תיקון 24 לחוק.

באמצעות שימוש בהסדר תשקיפי המדף מסוגלות חברות לבצע הנפקה בתוך ימים ספורים ממועד החלטתן על ביצועה. פרסום דוח הצעת המדף אינו מצריך היתר רשות או כתיבתה של גילוי נוסף כלשהו ככל שהגילוי שניתן באופן שוטף ענה לדרישות החוק ותקנותיו. פרסומו של דוח זה מצריך בעיקר את קבלת אישור הבורסה לרישום ניירות הערך המוצעים למסחר על פיו והתארגנות לביצוע ההפצה של ניירות הערך, הליכים המצריכים פרק זמן קצר בלבד. כמו כן, לא מחייב הדין חלוף זמן ממושך בין מועד פרסום דוח המדף לבין המכירה בפועל והוא מסתפק בכך שיחלפו לכל הפחות חמש שעות מסחר³.

² סעיף 1א. זה בנייר מבוסס בעיקרו על נייר העמדה מ-2008, כמפורט בה"ש 2 לעיל.

³ עם זאת, לעיתים יידרש פרק זמן ארוך יותר, לצורך קבלת אישורים מרשויות המס, פרסום דוח דירוג של החברה והתקשרות עם נאמן במקרה של הנפקת חוב, או צורך בהמתנה לפרק זמן נוסף בעקבות פרסום דיווחים מהותיים, דוגמת דוחות כספיים או הערכות שווי וכיו"ב.

משך הזמן הקצר הנדרש לצורך התכוננות להנפקה מאפשר לחברות נגישות רבה לשוק ובכך מפחית את הצורך בביטוח ההנפקה. כך למשל, באם אינדיקציות מורות כי החברה לא תצלח בהנפקת מלוא ההיקף שתכננה מלכתחילה קיימת בידה האפשרות להקטין את היקפה ולבצע הנפקה נוספת באמצעות דוח הצעת מדף חדש בתוך פרק זמן קצר ובעלויות ומשאבי זמן נמוכים.

פיחות הצורך בשירותי הביטוח של החתם קיים גם במקרה של הנפקה שלא על פי תשקיף מדף, זאת עקב עיגון האפשרות לפרסם תשקיף בו טרם נקבעו באופן סופי תנאי ההנפקה, לרבות המחיר והכמות המוצעים, במסגרת תיקון 24 לחוק. לאחר התיקון באפשרות החברה להחל בהליכי השיווק על סמך תשקיף שפורסם לאחר היתר הרשות, אך טרם נקבעו בו תנאי ההנפקה הסופית. תנאים אלו יפורסמו בהודעה משלימה לאחר קבלת אינדיקציות מהשוק. ההודעה המשלימה דומה מכל הבחינות המהותיות לדוח הצעת מדף חד פעמי.

האפשרויות לבצע הנפקות על פי דוחות הצעת מדף או לפרסום הודעה משלימה, מביאות לצמצום ניכר של התקופה ממועד החלטת החברה לבצע הנפקה לציבור בהתאם לתנאי השוק באותו מועד ועד לביצועה בפועל ("time to market"), כאשר זו יכולה לעמוד, כאמור לעיל, על מספר שעות בודדות. צמצום זה מפחית גם הוא את הצורך בביטוח ההנפקה.

יתר על כן, התקשרות עם חתם מבטח לצורך הנפקה על פי דוח הצעת המדף פוגמת דווקא בעיני החברות, במהירות נגישותן לשוק, עקב הצורך בביצוע בדיקות נאותות על ידו. לפיכך, בשקילת הביטוח האפשרי בהתקשרות עם החתם כנגד הקיטון במהירות הנגישות לשוק והצורך לעמוד לבדיקה של החתם, נוטות החברות להימנע מלהתקשר עם חתם.

לא מן המותר לציין בעניין זה כי במהלך שנת 2010 פרסם אגף שוק ההון "חוזר למשקיעים מוסדיים" ובו הוראות לעניין השקעת הגופים המפוקחים על ידי האגף באגרות חוב לא ממשלתיות⁴. אחת מההוראות קובעת כי לצורך אפשרות השתתפותם של משקיעים מוסדיים בהנפקות חוב עליהם לקבל לידם את דוח הצעת המדף או תשקיף ההנפקה, לפי העניין, לפחות שבעה ימי עסקים לפני מועד השתתפותם במכרז המוסדי כהגדרתו להלן, או בהנפקה בפועל, לפי העניין. דרישה זו הנה בעלת השפעה הפוכה על משך הזמן ממועד החלטת החברה על ביצוע ההנפקה ועד מועד ביצועה בפועל, והיא מאריכה את התקופה האמורה עקב החשיבות שמייחסות חברות בהשתתפות המשקיעים האמורים בהנפקות בשל השפעתה המשמעותית בהצלחת ההנפקות.

(2) מנגנון ההתחייבויות המוקדמות וקיצור התקופה ממועד קיום המכרז המוסדי ועד ביצוע

ההנפקה לציבור

ההסדר החקיקתי הקיים מאפשר קבלת התחייבויות מוקדמות על ידי משקיעים מתוחכמים מסוג המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ("משקיעים מסווגים")

⁴ בחוזר זה אומצו המלצות מהמלצותיה של הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אגרות חוב לא ממשלתיות. לפרטים ראה אתר האינטרנט של אגף שוק ההון ביטוח וחסכון של משרד האוצר בכתובת <http://www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/2010-9-03.pdf>

בתמורה לעמלת התחייבות מוקדמת ("מכרז מוסדי" ו- "מנגנון ההתחייבות המוקדמות", בהתאמה).

היקפן המרבי של ההתחייבות המוקדמות המותר על פי הדין עומד על שיעורים ניכרים מהיקף ההנפקה - עד 80% מהיקף הנפקה. בהנפקות בהיקפים גדולים מאוד מתיר הדין שיעורים העולים אף על כך.

מנגנון ההתחייבות המוקדמות עוגן במחצית השנייה של שנות התשעים של המאה העשרים, עת החלו משקיעים מתוחכמים זרים לגלות עניין בשוק הראשוני בישראל. המשקיעים הללו מצאו עצמם בפני מאפיין ייחודי לשוק המקומי – על פיו מאחר ששיטת ההקצאה היחידה המותרת בהנפקות הייתה שיטת המכרז נשארו 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 ולתיק ההשקעות שלהם.

יצוין כי לאחר תיקון 24 לחוק נוצרה האפשרות להציע בהצעה לא אחידה בה יכול החתם לשלוט בכמות ניירות הערך שתוקצה למשקיעים כך שהסיבה העיקרית שבעטיה נולד הסדר זה לא קיימת עוד.

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

מנגנון ההתחייבות המוקדמות גרם להחלשה והקטנה של החתמים שכן באפשרות החברה לבטח את רוב ההנפקה על ידי משקיעים מסווגים כתחליף לביטוח שכזה מחתם ובכך הן למנוע את הצורך לעמוד לבדיקת נאותות והן ובשל אותה סיבה לשלם עמלה נמוכה הרבה יותר מזו הנדרשת על ידי חתם. בשל העדר הצורך לבטח את מלוא ההנפקה הפכו החתמים עם הזמן לגופים בעלי יכולות כלכליות עסקיות מוגבלות.

2. היקף מהותי של הנפקות חוב

חלק לא מבוטל מההנפקות לציבור שבוצעו בשנים ממועד תיקון 24 לחוק היה של חוב. בהנפקות מסוג זה, בעיקר של תעודות התחייבות מדורגות, יכולת התמחור פשוטה באופן ניכר בהשוואה להנפקות הון. לפיכך, קטן במקרים אלו הצורך של המשקיעים בחתם שיברור בעבורם בין הנפקות ויתמחרן (אף כי גם בהנפקות אלו אי קיומו של חתם משאיר את הציבור ללא שומר סף שיבדוק האם הגילוי בתשקיף הנו נאות). עם זאת, אין בנתון זה בכדי להסביר את היקף השימוש המזערי בכלי החיתום בשנים 2009 ו-2010, בהן גדל משקלן של הנפקות ההון בשוק ההון המקומי, לרבות הנפקות הון לציבור לראשונה (IPO).

3. אופן בדיקת תשקיפים על ידי הרשות לצורך מתן היתר לפרסומם

חשיבות קיומו של חיתום בהנפקות נחלשה גם כתוצאה משינוי פנימי במדיניות הרשות כלהלן. על פי סדרי הטיפול בתשקיפים ברשות, חברות יכולות לפנות בבקשה לבדיקת התשקיף בבדיקה מקוצרת ("מסלול ירוק"), בין היתר, במקרה בו קיים חתם להנפקה.

הרשות החלה בשנים האחרונות לעשות שימוש רב יותר בסמכותה על פי סדרי הטיפול, לקבוע כי תשקיף ייבדק בבדיקה מקוצרת גם במקרים בהם לא קיים חתם. הסיבות לכך היו גידול בהיקף טיטות התשקיף שהוגשו לרשות ומדיניות לעודד יתר עצמאות של החברות. בכך, התייתר הצורך של חברות בהתקשרות עם חתם שמטרתה האצת הליך קבלת היתר הרשות לפרסום התשקיף.

4. גודל ומוניטין החתמים

בשווקי הון בדרך כלל מהווה קיומו של חתם להנפקה ובעיקר כזה בעל מוניטין, הממלא את מכלול תפקידיו - ביטוח, הפצה, תמחור ושמירת סף, סממן לאיכות ההנפקה.

בפועל, נראה כי בשוק המקומי פעולות חתם אלה ובראש ובראשונה – שמירת הסף, אין בהן בכדי להוות גורם בעל השפעה מהותית על החלטות ההשקעה של המשקיעים המתוחכמים כמו גם של האחרים. מציאות זו, מפחיתה את האינטרס של חברות בהתקשרות עם חתם לצורך העלאת קרנה של ההנפקה בעיני ציבור המשקיעים⁵.

נוסף על כך, נוצר מעגל שוטה, על פיו, ירידת קרנו של ענף החיתום הביאה לנסיגה ניכרת בגודלם ובכוחם של החתמים ובכך לפיחות נוסף בחשיבות התקיימותם ואיכותם כגורם בעל השפעה בהחלטות ההשקעה של המשקיעים.

בנוסף, הביא הקיטון בכוחם של החתמים לפיחות ביכולתם של החתמים להחזיק ניירות ערך שנרכשו על ידם במסגרת מימוש התחייבויות חיתומיות ("ידיים חלשות"). בפועל נטען כי ניירות ערך שמומשו בדרך זו נמכרו על ידם בשוק בסמוך לאחר ההנפקה. בעקבות המכירה ירד מחירם של ניירות ערך אלו בשוק שלאחר הנפקתם, באופן שגרם לפגיעה ברוכשים. לפיכך, העדיפו משקיעים גדולים להשתתף דווקא בהנפקות שאינן מלוות בחיתום.

2א. הצורך בשומר סף בשוק הראשוני

שומרי הסף (Gatekeepers) בשוק ההון הינם ככלל גורמים פנים תאגידיים וחוף תאגידיים מקצועיים, המופקדים על בקרה, פיקוח ודיווח של ועל החברה, הן לגבי התנהלותה וביתר שאת לגבי איכות השקיפות שלה. קיומם צפוי להגביר את האמינות שמייחס ציבור המשקיעים לחברה ולדיווחיה ובתוך כך לשוק ההון בכללותו.

מערך שומרי הסף של ציבור המשקיעים כולל, בין היתר, את שומרי הסף הפנימיים – לרבות מבקרי הפנים של החברות, דירקטורים ובפרט דירקטורים חיצוניים, ועדת הביקורת של החברה וכד'. בנוסף כולל מערך זה את שומרי הסף החיצוניים ובהם - רואי החשבון המבקרים, אנליסטים, חברות דירוג, נאמנים לאגרות חוב, מעריכי שווי המעריכים שוויים של נכסיה של

⁵ מובן כי לאי קיומה של דרישת שוק לקיומו של שומר סף מצד המשקיעים ובעיקר המוסדיים (בשל מהותיותם) ייתכנו סיבות נוספות כגון ריכוזיות משקית – קשר בין בעלות על חברות הניהול של המוסדיים לבין חברות מנפיקות של אותה קבוצה או של אחת מהקבוצות הגדולות האחרות. נושא זה חורג מן הסתם ממטרת הנייר ולכן מוזכר רק ברקע הדברים.

החברה וכן לענייננו, החתמים, המבצעים בדיקת נאותות של החברה ומתמחרים את ניירות הערך שלה לקראת הנפקה לציבור ("שומרי הסף החיצוניים").

תרומת שומרי הסף החיצוניים מותנית בהתקיימותן של שלוש הנחות מקדמיות. ראשית, כי שומרי הסף החיצוניים הינם בעלי תשומות, אשר המשקיע הבודד אינו מסוגל ואף אינו מעוניין להשקיען בבדיקת טיב ההשקעה בחברה, וכן בעלי נגישות למידע ויכולת ניתוח העולים על אלו של ציבור המשקיעים הרחב. שנית, כי שומרי הסף החיצוניים נהנים ממוניטין, ובהעדר זה או בנוסף, נופל עליהם מורא בתי המשפט או המפקח. שלישית, כי שומר הסף החיצוני פועל מתוך אי תלות או תלות מינימאלית הכרחית בחברה המנפיקה. כך לדוגמא, התמורה לה זכאי שומר הסף החיצוני בביצוע תפקיד בחברה מסוימת לא אמורה להיות מהותית ביחס לסך הכנסותיו המתקבלות ממספר גדול של חברות, ולפיכך התמריץ של שומר הסף החיצוני ליצירת מצג לא נכון בקשר עם החברה בפני ציבור המשקיעים הינו קטן משמעותית מתמריץ החברה לעשות כן⁶.

תפקידו העיקרי של החתם שומר הסף הינו בשוק הראשוני, המהווה את מקום המפגש בין חוסכים למשקיעים. בשוק זה מתגבר התמריץ של חברות להציג מצגים מוטעים בפני ציבור המשקיעים בהשוואה לדיווחים השוטפים עקב היותן צד לעסקה.

התפיסה הפיקוחית המושתתת, בין היתר, על שומרי סף ולא רק על פיקוח ממשלתי מבוססת על מודל הכלכלה החופשית. על פי מודל זה יש להמעט במשאבים הלאומיים המופנים למוסדות שלטוניים ולהשתדל ככל הניתן להפנותם לגורמים פרטיים אשר יעילותם רבה יותר. בהתאם, שומרי הסף הנם גורמים פרטיים המחליפים גופים ממשלתיים במלאכת הפיקוח. מבנה זה הנו פירמידאלי, כאשר בבסיסה הרחב נמצאות החברות המפוקחות ושומרי הסף הפנימיים, מעל "שכבה" זו שומרי הסף החיצוניים ובקודקוד גורם ממשלתי. כך קיים לגבי החלק הכספי בדיווחי החברות לאו דווקא בעת הנפקה וכך נכון שיהיה קיים לאותן הצעות לציבור בהן החברה צד לעסקה. לא למותר לציין כי זהו המבנה בשוק האמריקאי ודומה לו בשוק האנגלי.

כמפורט לעיל, נעלם הלכה למעשה, החתם המבטח והחתם שומר הסף מהשוק ובכך, למרבה הצער, נכחד כמעט לחלוטין אחד משומרי הסף העיקריים והחשובים בשוק.

חלקים נרחבים ובהם פרק תיאור החברה ופרק דוח הדירקטוריון לא נמצאים כיום כלל תחת עינו הפקוחה של שומר סף חיצוני כלשהו. בכך נבדל שומר הסף החיצוני הנחוץ כאמור מיתר שומרי הסף ומכאן גם חשיבותו הרבה לאיכות הגילוי דווקא באותו עיתוי קריטי – הנפקה לציבור. בנוסף, שונה תפקידו מזה של שומרי הסף החיצוניים האחרים בשוק הראשוני, בכך שבניגוד לאלו, עליו מוטלת האחריות למארג התשקיפי כולו ולא רק לרכיב מסוים בגילוי.

לאור האמור, מוצע לפעול להיווספותו של שומר סף חיצוני להליכי הנפקת ניירות ערך לציבור בשוק הראשוני. שומר הסף האמור יהיה אחראי למכלול הגילוי התשקיפי, על האספקטים המשפטיים, החשבונאיים, הכלכליים והעסקיים בו.

⁶ ראה א' וסרמן ומ' ימין "תאגידיים וניירות ערך", הוצאת הלכות בע"מ, 2006, עמ' 99.

ב. מתווה למודל מוצע לפתרון

1. זהות שומר הסף

עם קביעת הזדקקות השוק הראשוני לשומר סף, נשאלת שאלת זהות הגורם המתאים ביותר לשמש בתפקיד זה. האם יעילות מרבית טמונה בקביעת החתם המבטח כשומר הסף, בהתאם למצב כיום דה יורה, ולפיכך נחוץ עידוד ואף חיוב היעזרות חברות בשירותיו של חתם מבטח. האם יש להטיל את המלאכה על אותם גופי החיתום גם אם אינם מבטחים אלא רק מפיצים או שמא לחלופין, במינוי גורם אחר נמצאת יעילות מרבית זו.

סקירת חלופות למשמש בתפקיד שומר הסף

לצורך קביעת הגורם המתאים לשמש כשומר הסף הנדרש סקר סגל הרשות את הגורמים הממלאים תפקיד כאמור או תפקיד דומה בשווקים בארה"ב ובאנגליה. בנוסף, במהלך הדיונים עם גורמי השוק העלה אחד ממשרדי עורכי הדין הצעה לפיה עורכי דין הם אלו שישמשו כשומר הסף.

שומר הסף בשוק האנגלי - בשוק האנגלי, חברות הנסחרות בבורסה הראשית נדרשות למנות "ספונסר", בעת ביצוע הנפקת ניירות ערך לציבור. כדי לשמש כספונסר על הגוף לקבל את אישור ה-FSA. תפקידו העיקריים הינם להבטיח כי החברה תקיים את החובות המוטלות עליה מכוח הדין ולייעץ לה בקשר עם התחייבויותיה כאמור לרבות, בין היתר, בקשר עם הגילוי הניתן על ידה בתשקיף. בפועל יהיה זה בדרך כלל החתם המבטח והמשווק המלווה את ההנפקה, אך אין חובה שהפונקציות האמורות יתבצעו על ידי אותו הגוף. נוסף על האמור לעיל, חברות נדרשות במקרים מסוימים להתקשר עם ספונסר גם במהלך התנהלותן השוטפת בשוק המשני, לרבות במקרים של התקשרות בעסקה מהותית המחייבת החלטת השקעה או אישור של המשקיעים, כאשר אלו מצריכים גילוי מורחב ומורכב ומתקיים חשש לפערי מידע; בהתקשרות בעסקה עם צדדים קשורים; ובהתאם להוראה של ה-FSA אם עולה לדעתו חשש לליקויים בדיווח השוטף של החברה.

לשם השלמת התמונה נציין כי להבנתנו אין לספונסר אחריות אזרחית על פי דיני ניירות הערך, אלא רק אולי לפי דיני הנזיקין הכלליים.

הסנקציה העיקרית על הספונסר לפי דיני ניירות הערך באנגליה הנה פסילתו מלשמש כספונסר על ידי ה-FSA.

למעשה ניתן לסכם שני מאפיינים עיקריים של הספונסר עת משווים מודל זה למודל האמריקאי שיתואר להלן או למודל בישראל כיום בהנפקות המלוות בחיתום ביטוחי: הספונסר קיים גם במקרים של אירועים מחייבי גילוי במהלך חיי החברה – לא רק בהצעות לציבור; וכן – הוא אינו חשוף כספית מכוח חוק ניירות ערך.

סגל הרשות בדעה כי קיימת חשיבות עילאית לקיומה של "חרב מתהפכת" מעל החתם בדמותה של האחריות על פי חוק ניירות ערך ובשל כך מוצע שלא לאמץ מודל זה בקשר עם האחריות שתוטל על החתם.

באשר לקיומו של שומר סף "שוטף", קרי כזה שילווח חברות גם במהלך חייהן ולא רק בעת הצעה לציבור – הועלתה בשלב מסוים האפשרות להמליץ במסגרת נייר זה לחייב שומר סף דוגמת חתם בהנפקה גם באשר לדוחות תקופתיים אף אם לא בתדירות שנתית.

ההיגיון באשר לדרישה זו ברור – כפי שמשקיעים מסתמכים על הגילוי התשקיפי בכדי לבצע החלטת השקעה מושכלת בהנפקות כך הם עושים בהסתמכם על הגילוי בדיווח השוטף באשר להחלטות השקעה בשוק המשני. מדוע לפיכך לאפשר פער ברמת הפיקוח. כך לדוגמה הצורך ברואה חשבון מבקר כשומר סף שתפקידו איכות הדוחות הכספיים קיים הן בתשקיף והן בדיווח השוטף.

בנוסף, יש בכך כדי להתאים לשיטת הדיווח בישראל בה מתקיימת זהות כמעט מלאה, הלכה למעשה, בין הגילוי והאחריות הנדרשים מחברה בדיווחים השוטפים לבין הגילוי לו היא נדרשת במהלך הצעה לציבור.

יחד עם זאת, קיומה של חובה כאמור צפוי להשית על חברות עלויות נוספות; זאת על רקע האפשרות לפיה למודל ה-ISOX אשר אומץ אך לאחרונה, תהיה תרומה להעלאת רמת הגילוי השוטף. תמיד קיים יתרון לקיומו של מבקר חיצוני אך יתכן שמשקולי עלות-תועלת תקטן ההצדקה לקיומו ככל שמדובר בדיווח שאין מטרתו לבסס עסקה שהחברה צד לה. ואולם, וכמפורט להלן, מוצע לחייב קיומו של שומר סף בתשקיפי מדף אף אם לא הוצעו ניירות ערך על פיהם.

עורכי הדין כשומרי הסף - הצעה נוספת שהוצגה בפני סגל הרשות הייתה לקבוע כשומרי סף עורכי דין חיצוניים, אשר יידרשו לבצע בדיקות נאותות וביקורת על הגילוי התשקיפי.

לאחר שקילת ההצעה האמורה, לעמדת סגל הרשות, עורך דין חיצוני אינו הגורם המתאים לשמש כשומר הסף הנדרש וזאת מהסיבות שלהלן. ראשית, על שומר הסף לבקר ולבדוק את מכלול היבטי הגילוי התשקיפי ולא רק את ההיבט המשפטי. שנית, קיים חשש שמהלך שכזה יטמון בחובו "משפטיזציה" של התשקיף, רבה אף יותר מזו השוררת כיום. נוסף על האמור, עשויות להתעורר שאלות כבדות משקל בקשר עם דיני החיסיון והיחס בין אלו לבין יכולת הפיקוח של הרשות על תפקודו של שומר הסף הנדרש.

המודל האמריקאי - בארה"ב בהתאם לדין השורר שם, כל גורם המשתתף בהפצה של ההנפקה, וכמקרה פרטי חתם מבטח, נכנס בגדר חתם שומר סף. יובהר, כי בהתאם למודל בארה"ב לא קיימת חובה לקיומו של חתם שומר סף. אף על פי כן, מאחר וחלק מהותי מההנפקות מבוצע תוך היעזרות בשירותי הפצה ושיווק, הרי שעל אף שלא קיימת חובה כאמור, מלוות רובן ככולן בחתם שומר סף.

סעיף 2(11) של ה- Securities Act of 1933 ("**החוק משנת 1933**") מגדיר את המונח חתם כדלקמן:

"The term "underwriter" means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a direct or

indirect participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual or customary distributors' or sellers' commission. As used in this paragraph the term "issuer" shall include, in addition to the issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer."

לאחר שקילת האפשרויות המוצגות לעיל ובהתבסס בין היתר על הדיונים הרבים עם גורמים בשוק המקומי ובארה"ב כאמור, סבור סגל הרשות כי השאת התועלת מעיגון חובת התקיימותו של שומר הסף הנדרש תתקיים בבחירה במודל בארה"ב. מודל זה יחזיר את שומר הסף להנפקות תוך היעזרות בתשתית הגופים הקיימים אשר ברובם שימשו בעבר כשומרי סף ואשר קיים פוטנציאל, בשל סיבות שיפורטו בהמשך, שיחזרו להיות גם מבטחי הנפקות.

מבחינה רגולטורית יש למודל האמריקאי יתרון ברור – הקשיית היכולת לעקוף את הדרישה לקיומו של שומר סף. על פי ההגדרה בדין זה מי שפעיל בהפצת הנפקה יוכל להשתחרר מאחריותו כשומר סף רק אם עמד בשני תנאים – לא התקשר עם החברה המציעה אלא עם גורם אחר אשר הוא משתתף בהפצה ומחויב להיות שומר סף; וכן, העמלה לה הוא זכאי אמורה להיות סבירה. המשמעות של תנאי זה הנה בין היתר קיומו של יחס סביר בין העמלה של אלו שנטלו אחריות כשומרי סף לבין אלו שלא.

בקביעת קיומו של התנאי השני מקשה הדין בארה"ב על בחירת חתמים קטנים ולא מרכזיים להנפקה כשומרי סף והצבת החתמים האמיתיים כ"שורה שנייה" שאינה מחויבת לתפקד כשומר סף שכזה.

למען הנוחות אזי בהמשך נייר זה ייעשה שימוש במונח "חתם" באשר לגוף הנוטל אחריות תשקיפית בלא קשר לשאלה האם נקשר עם החברה המציעה בחוזה ביטוחי או על פי שיטת המאמצים המוצלחים. במונח "מפיץ" ייעשה שימוש בהקשר של מי שמשתתף בהפצה אך אינו מחויב ליטול אחריות כאמור.

נוסף על האמור, ברורים מאליו היתרונות באימוץ המודל האמריקאי בהיותה שיטה קיימת. בכך ניתן להשתמש, בין היתר, גם בלקחים שנלמדו מהניסיון שנצבר בשימוש בה מעבר לים. טענה זו תהיה נכונה גם ביחס לאימוץ המודל האנגלי; ואולם מעבר לטענות שהועלו לעיל באשר למודל האנגלי, לאימוץ המודל האמריקאי יתרון בולט נוסף. לשוק האמריקאי השפעות ניכרות על השוק הישראלי. זאת ועוד, דיני ניירות ערך בישראל מושתתים במידה ניכרת ביותר על אלו שבארה"ב. לפיכך יהיה באימוץ המודל האמריקאי באשר לשאלה מיהו חתם משום שילובה של אבן נוספת בפסיפס קיים. עוד יצוין ובעקבות לנאמר, שבתי המשפט המקומיים נוהגים לפנות ולהיעזר בדין ובפסיקה בארה"ב לצורך קבלת החלטותיהם.

המודל האמריקאי לא דורש קיומו של חתם מבטח והיותו של זה שומר הסף וזאת על אף היתרונות שהיו יכולים לצמוח מדרישה שכזו. בין היתר יש בדרישה זו יעילות כלכלית הנובעת מהתלכדות האינטרסים של החתם כשומר הסף עם האינטרסים הכלכליים שלו בהנפקה כחתם מבטח. שני מניעים אלו מצדיקים מבחינתו בחינה מקיפה ומעמיקה של טיב החברה ואיכותה.

יתרון נוסף נובע מכך שלצורך ביטוח הנפקה נדרשים גופים בעלי כוח ויכולת כלכלית לעמוד בהתחייבות הביטוחית. יכולתם הכלכלית וכוחם כאמור צפויים לשפר גם את איכות בדיקות הנאותות שיבוצעו על ידם ולהפחית את האינטרס של החתם המבטח ללוות הנפקות של חברות בעלות איכות ירודה.

על אף האמור מוצע שלא להתערב חקיקתית בשאלת קיומה של אחריות ביטוחית. זאת, בכדי להימנע מהתערבות בשיקולים הכלכליים והעסקיים של החברה וכן מאחר וגם בקביעה על פיה כל משתתף בהפצה (למעט חריגים כאמור) יחויב להיות גם שומר סף מגולמת מידת מה של יעילות לאור התלכדות מסוימת בין האינטרסים שבשני "כובעים" אלו. משתתף כאמור הינו לרוב גוף המעורה בשוק ההון המקומי, בעל היכרות עם השחקנים העיקריים בו ובעל יכולת לשיווק ולהבאת הנפקות לפתחם של משקיעים מקרב ציבור ובהם המשקיעים המוסדיים. לאור האמור, יתכן כי מתוך דאגה למוניטין המיוחס לו על ידי ציבור המשקיעים ובפרט אותם מוסדיים גדולים ולצורך הצלחת המשך פעילותו בשיווק הנפקות עתידיות, יהיה לגורם המפיץ אינטרס מסוים להבטיח את איכות ואמינות הגילוי התשיפי.

בהקשר זה יוער, כי תוצאה אפשרית של אימוץ מכלול המלצות הסגל בנייר זה, תהיה גידול בהיקף השימוש בחתם כמבטח. תוצאה זו אפשרית שכן בדין השורר כיום חברה המחליטה לעבור משירותי הפצה לשירותי חיתום במובן הביטוחי צריכה להוסיף הן את העלויות הנובעות מפרמיית הביטוח, והן את העלויות הנובעות מפרמיית שמירת הסף. אם פרמיה אחרונה זו תתקיים ממילא בשל שינוי הגדרת החתם כמוצע, יקטנו הפרשי העלויות בין התקשרות בשירותי הפצה בלבד לשירותי חיתום במובן הביטוחי. בנוסף, הקטנה משמעותית של היקף ההתחייבויות המוקדמות המוצעת בהמשך נייר זה תביא את אותן חברות שירצו בהתחייבות ביטוחית להנפקה להידרש לחתימת הסכמים ביטוחיים עם החתמים.

2. קביעת חובת קיומו של חתם אחד לפחות בכל הנפקה

קיים חשש כי לאחר אימוץ ההגדרה האמריקאית כלשונה חברות יעדיפו לבחור בביצוע הנפקות גם ללא התקשרות בשירותי הפצה, בין היתר בשל ייקור עמלת ההפצה בשל האחריות התשיפית שתהיה למפיצים. במקרה כאמור תנסינה החברות להפיץ ולשווק את ההנפקה באמצעות נושאי משרה ועובדים או באמצעות בעל השליטה. חשש זה מקבל משנה תוקף לאור קוטנו וריכוזיותו של השוק המקומי, בוודאי ובוודאי בהשוואה לזה שבארה"ב. כך לדוגמה, פניה לשמונה מוסדיים לערך מכסה כיום בישראל את רוב רובו של השוק המוסדי. בכל אלה יש כדי להגדיל את סבירות הצלחתן של הנפקות שתבצענה חברות גם ללא שירותי הפצה.

מאידך, ניתן לטעון כי ייבוא השיטה הקיימת בארה"ב זה מכבר ככתבה וכלשונה עדיפה על פני סטיות ממודל זה, שכן ניתן לעשות שימוש בלקחים ובניסיון שנצברו מעבר לים.

הסגל הגיע להחלטה להמליץ על הוספת הדרישה לקיומו של חתם שומר סף אחד לפחות בכל הצעה לציבור.

החלטה זו התבססה על שיקולי עלות-תועלת כמפורט להלן:

אם גם ללא המעורבות החקיקתית השוק מעצמו היה מגיע למצב בו בהצעות לציבור רובן ככולן, קיים מפיץ אחד לפחות ולפיכך חתם שומר סף אחד לפחות אזי אין עלות בהוספת הדרישה.

אם מאידך ייווצר בעתיד מצב בו, בין בשל התיקון המוצע בהגדרת החתם ובין מסיבות אחרות, אחוז לא מבוטל של ההצעות לציבור יתבצע ללא מפיץ כלל ולפיכך ללא חתם שומר סף, אזי ממילא יחטיא תיקון הגדרת החתם את מטרתו ויתחייב תיקון חוק נוסף.

לאור האמור לעיל מוצע לאמץ את המודל האמריקאי לפיו כל גורם המשתתף בהפצה של ההנפקה יהווה שומר סף. מוצע כי הדבר ייעשה בדרך של אימוץ הגדרת החתם הקיימת בארה"ב המפורטת לעיל, כך שתתפוס ברשתה את מרבית הגורמים הנוטלים חלק בהליך המכירה לציבור, באמצעות ביטוח ההנפקה או הפצת ניירות הערך המוצעים, בין במישרין בין בעקיפין, בין במפורש ובין במשתמע, תוך החרגת גורמים מסוימים באמצעות חקיקת משנה, כמפורט להלן.

כן מוצע כי תתווסף דרישה לקיומו של חתם שומר סף אחד לפחות בכל הנפקה

⁷. בשלב זה מוצע לפעול להתווספות שומר סף בהצעות לציבור בלבד, בו לחברות תמריץ גדול יותר להצגת מצגים מוטים, לאור היותן צד לעסקה. עם זאת, מוצע כי בעתיד לאחר תקופת ניסיון מספקת של מודל זה ייבחן פעם נוספת הצורך בקיומו של שומר הסף גם במסגרת השוק המשני.

3. הגדרתם של בעלי תפקיד שלא יהו חתם

כאמור לעיל מוצע לשנות את הגדרת החתם בחוק ולאמץ את ההגדרה הרחבה של החתם בדין האמריקאי המפורטת לעיל. בשונה מהגדרה זו ולאור מאפייניהם של הליכי החקיקה בשוק המקומי, מוצע, כי במסגרת ההגדרה בחוק לא יוחרגו גורמים ספציפיים מההגדרה הרחבה אלא ייקבע כי החרגה כאמור תבוצע באמצעות חקיקת משנה.

מוצע בראש ובראשונה להחריג את אותו גוף המוחרג מהגדרת החתם בחוק משנת 1933, שהינו מפיץ המתקשר עם חתם להנפקה ואשר מבצע שירותי הפצה בלבד בתמורה לעמלת הפצה שאינה חורגת מדמי הפצה מקובלים. לצורך כך תבחן העמלה, בין היתר ביחס לעמלה של החתמים שומרי הסף והחתמים המבטחים באותה ההנפקה.

גורם נוסף אותו מוצע להחריג מהגדרת החתם כאמור הינו גורם המעמיד שירותי ייעוץ לחברה בקשר עם ההנפקה. גורם זה, שכיום לעיתים משמש כסות למפיץ בלא שנתקיימו בו תנאי כשירות של מפיץ, הנו בעל חשיבות לשוק הראשוני בסיוע לחברות אל מול החתמים. בתור שכזה נראה, כי הפעולות שיהיו במסגרת סמכותו הן התדיינות עם החתם ונוכחות בהתדיינות בין החתם לבין משקיעים פוטנציאליים במהלך שיווק ההנפקה, מבלי לבצע פעולות לשיווק ההנפקה למשקיעים הפוטנציאליים. הרציונל בהחרגתו של יועץ כאמור מהגדרת החתם נעוץ בהיותו נותן שירותים לחברה בלבד וכי אין בפעולתו בכדי להשפיע על ציבור המשקיעים או בכדי להציג בפניהם מצגים בדבר איכות החברה וטיב ההנפקה.

⁷ יוער כי הסטייה הנה תיאורטית ולא סטייה מהמצב בארה"ב בפועל שכן כאמור רובן ככולן של ההנפקות בארה"ב מלוות בחתם שומר סף.

4. המועד אשר ממנו והלאה תקום אחריותו של החתם במקרה של תשקיף מדף

אימוץ הגדרת החתם כמוצע עלולה להביא לפרשנות לפיה אחריות החתם תחול רק למן מועד ההצעה בלבד שכן רק אז מתקיימות פעולות הפצה. כך לדוגמה במקרה בו לא יוצעו ניירות ערך כלל על פי תשקיף המדף לא יהיה חתם שומר סף בעל אחריות לנאמר בתשקיף.

מוצע לקבוע כי במקרה של תשקיף מדף תידרש החברה להתקשרות עם חתם כבר במועד וביחס לתשקיף המדף עצמו, עוד בטרם בוצעה הצעה כלשהי מכוחו. נטילת האחריות בשלב זה עשויה בהחלט להיטיב את איכות בדיקת הנאותות שיבצע החתם, מאחר שמשך הזמן לביצועה יכלל במהלך הממושך יחסית של הכנת תשקיף ולא במסגרת המהלך הקצר של "הורדה" מהמדף.

בעניין זה נזכיר כי תשקיף יכול להוות בסיס להחלטת השקעה בשוק המשני גם אם לא מתבצעת כל הצעה חדשה על פיו.

טיעון זה כוחו יפה גם באשר לדוח התקופתי. סגל הרשות שקל כאמור להמליץ על מודל לפיו יהיה חתם שומר סף גם בדוחות תקופתיים ואולם בשל העלות הנוספת הנובעת מכך הוא החליט שלא להציע זאת.

מאחר שיש להניח כי חברה המגישה תשקיף מדף עושה כן רק אם בכוונתה גם לנצלו אזי החיוב לחתם שומר סף כבר בשלב התשקיף יהווה צעד של התקרבות מה למודל קיום חתם שומר סף גם בדוחות תקופתיים אך זאת בלא להטיל עלות חדשה על החברות אלא רק הקדמה שלה, לפחות ברוב המקרים (עדין יתכנו מקרים בהם חברות התכוונו מלכתחילה לגייס על פי המדף אך בפועל יפקע התשקיף בלא שיעשו כן).

5. מעורבות חתם בתשקיף לצורך רישום למסחר של ניירות ערך שהוקצו בהקצאה פרטית

בחודש אוגוסט 2007 פורסמה החלטת סגל הרשות 3-106 "מכירה חוזרת של ניירות ערך לאור הוראות תיקון 24 לחוק בענין אופן ההצעה לציבור (שחרור מחסימה לאור חוק החיתום החדש)"⁸. במסגרת ההחלטה האמורה נקבע, כי ככלל, לא ניתן יהיה לצאת מתחולת סעיף 15ג לחוק ולשחרר מחסימה ניירות ערך שהוקצו בהצעה פרטית בטרם חלפה תקופת החסימה הקבועה בחוק. על אף האמור נקבע בהחלטה חריג אחד לכלל האמור, לפיו שחרור מחסימה יתאפשר ככל שההצעה הפרטית תקיים את תכלית ההסדר שנקבע בתיקון 24 לחוק בקשר עם הצעה לא אחידה. לצורך כך, נדרש כי תתקיים מעורבות של חתם (כהגדרתו בדין הקיים) בהצעה הפרטית, לרבות בקביעת מחיר ניירות הערך המוקצים. כמו כן תחולנה המגבלות על ניגוד עניינים החלות בהצעה לא אחידה לרבות המגבלות הנוגעות לחתם מתמחר.

מוצע לעגן בהוראות הדין את החלטת הסגל האמורה.

6. חובת פרסום טיוטות תשקיף וחתמת חתם עליהן

כיום מקדיש סגל הרשות משאבי זמן ניכרים בכדי לסקור, להעיר ולבדוק יישום הערותיו בטיטות תשקיפים המוגשות לרשות לשם מתן היתר לפרסומן. חלק לא מבוטל ממשאבי זמן אלה נובע מהגשת טיוטות ברמה לא נאותה.

⁸ ראה באתר האינטרנט של הרשות בכתובת http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2059.pdf

לא מעטים הם המקרים בהם מוגשות לרשות טיוטות תשקיף שאינן עונות על הוראות החוק, והכוללות פגמים וחוסרים רבים. טיוטות כאמור מוגשות לעיתים גם על ידי חברות אשר יש בכונתן להשקיע את המשאבים הנדרשים עד מועד פרסום התשקיף לצורך שיפורו ועמידתו בהוראות הדין, אך שמצאו לנכון להגיש לרשות את טיוטת התשקיף עוד בטרם הושקעו משאבים כאמור. יתכנו סיבות שונות לדרך פעולה זו אך אנו נציין שתיים מהן. ראשית, חברות עושות זאת לעיתים בכדי להספיק ולהגיש את הטיוטה עד למועד שנקבע בסדרי הטיפול של הרשות כאחרון להגשתה. סיבה נוספת הנה קבלת "שירות שיפור איכות" התשקיף חנם – במקום שעורכי הדין והחתמים יקדישו את זמנם ומרצם לכך מגלגלים כולם את המלאכה על סגל הרשות.

במטרה לייעל את הליך ההנפקה לציבור ולשפר את רמת הטיוטות המוגשות לרשות, מוצע לחייב בפרסומן לציבור של טיוטות התשקיף מיד עם הגשתן לבדיקת הרשות לצורך קבלת היתר.

לבסוף מוצע כי חובה זו לא תחול על טיוטות תשקיף המוגשות לקראת הנפקה ראשונה לציבור (IPO). בקשר לטיוטות אלה מוצע לקבוע כי חובת הפרסום תתקיים רק החל מהמועד בו מבקשת החברה לבצע הליכי שיווק, בדומה להוראות הדין הקייים.

עוד מוצע לחייב בחתימה של חתם על כל טיוטה בין בהנפקה חוזרת ובין בהנפקה ראשונה.

אמנם החל משנת 2007 מאפשר החוק לחברה להציע ניירות ערך על סמך טיוטת תשקיף ואולם אין חובה לעשות כן וניתן להמתין לתשקיף שקיבל היתר. גם במקרים בהם בחרה החברה להציע על סמך הטיוטה ושלפיכך חייב אותה הדין בהחתמת חתם אחד לפחות מבין המיועדים לשמש חתם מתמחר בהצעה, עדין נעשה הדבר בדרך כלל אחרי שנתקבלו הערות הרשות.

נזכיר כי מטרת מתן האפשרות לפרסום טיוטות כאמור הייתה כפולה – ראשית, להביא להאחדה בין המשקיעים המסווגים לבין יתר המשקיעים הפוטנציאליים באשר לזמן הניתן להם לשם לימוד המידע הכלול בטיוטת התשקיף. לאחר שנת 2007 לא ניתן עוד כבעבר לחשוף מידע בפני משקיעים מסווגים בלבד במקרה של הצעה הנעשית במסגרת מהלך הצעה לציבור, להבדיל מהצעה פרטית⁹.

מטרה שנייה הייתה לקצר את משך התקופה ממועד החלטת החברה לביצוע הנפקה למועד ביצועה בפועל ("time to market").

המטרה עתה היא כאמור, שיפור איכות הטיוטות המוגשות לרשות.

ההנחה הנה שחובת הפרסום כאמור תוך נשיאה באחריות על כך, בהתאם למוצע בהמשך נייר זה, תגדיל את האינטרס של החותמים על התשקיף לעמוד באופן המיטבי בהוראות סעיף 18 לחוק, בדבר הגילוי הנדרש בטיוטת תשקיף.

⁹ ראה שאלות ותשובות בנוגע לתקנות החדשות המשך רביעי להחלטה 106-2 מתאריך 28.6.2007, בכתובת http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2730.pdf

נציין כי קביעת האפשרות להצעה על פי טיטוט תשקיף הושתתה בין היתר על דרך הפעולה בארה"ב (red herring). גם ההצעה הנוכחית, באשר להפיכת האפשרות לפרסום טיטוט לחובה, מושתתת על המצב בארה"ב¹⁰.

7. אחריות בגין טיטוט תשקיף

במסגרת תיקון 24 לחוק הוחלט כי על טיטטה המתפרסמת תחול אחריות פלילית בלבד. ההנחה הייתה שהטלת אחריות אזרחית כבמקרה של תשקיף תפגום בקיצור לוח הזמנים של הנפקה שכן אחרת לא ניתן יהיה להתחיל בשיווק בטרם ביצוע מדוקדק של בדיקות הנאותות. בנוסף, בהתאם לחוק אכיפה מנהלית כהגדרתו בסעיף ג(3) להלן נוספה גם אחריות מנהלית בקשר עם טיטוט התשקיף.

משיחות עם גורמים בשוק בארה"ב למד סגל הרשות, כי בשונה מהדין המקומי, בארה"ב קיימת גם אחריות אזרחית מסוימת על טיטוט תשקיף, אף אם היסוד הנפשי הנדרש בה עולה בחומרתו על היסוד הנפשי הנדרש לחבות אזרחית בקשר עם התשקיף הסופי. עם זאת, כפי שנמסר לסגל הרשות, הלכה למעשה לא מתקיימים שם הליכים רבים לאכיפה אזרחית בקשר עם טיטוט תשקיף.

מוצע להשוות את האחריות האזרחית המוטלת על טיטוט תשקיף לזו המוטלת עליה בארה"ב. קביעת רמת אחריות אזרחית גם אם במדרג נמוך מזו הקיימת על תשקיף, בדומה לקביעת חובת פרסום טיטוט וחובת חתימת חתם על טיטטה, עשויה לדעת סגל הרשות להעלות את איכות טיטוט התשקיף המוגשות לרשות.

8. הגדרת מפיץ והבחנה בין מפיץ לחתם

כמפורט לעיל ובדומה לדין בארה"ב, מוצע לסייג מהגדרת החתם, גורם אשר יעמיד שירותי הפצה בהנפקה באמצעות התקשרות עם החתם בהנפקה ובתמורה לעמלת הפצה סבירה ומקובלת, אשר סבירותה תבחן, בין היתר, בהתאם ליחס בינה ובין העמלה המשולמת לגופים המשמשים כחתמים להנפקה.

בארה"ב הלך והתמעט בשנים האחרונות השימוש במפיצי משנה ("selected dealers"). אף כי יתכן שאין צורך רב במפיצי משנה אלו, מוצע כאמור לאפשר את קיומם, אך זאת באופן שלא יאפשר את עקיפת קיומו של שומר הסף.

מהניסיון הנצבר ומשיחות שנוהלו עם השוק עולה, כי בפועל רק חתמים משמשים כמפיצי משנה של חתמים ולפיכך מוצע לצמצם את החלופות הנוספות הקיימות כיום למי יכול לשמש כמפיץ – בנק וחבר בורסה. כמו כן מהניסיון שנצבר מאז תיקון 24 עולה הצורך כי גם גופים אלה יהיו גופים אשר מפוקחים על ידי הרשות.

במסגרת ההצעה לעיגון מנגנון fit & proper כמפורט בסעיף ג(4) להלן, הציע סגל הרשות לקבוע גם כי כמפיץ יוכל לשמש גוף הרשום במרשם החתמים בלבד. **אימוץ הצעה זו עולה בקנה אחד**

¹⁰ ואולם בארה"ב החובה משתרעת גם על תשקיפי IPO (למעט מקרים ספורים עת מדובר ב-IPO של מנפיק זר). כמו כן בארה"ב אין חובה שחתם יישא באחריות על הטיטטה אף כי משיחות שנוהלו עם שחקנים בשוק שם עולה כי החתמים לוקחים חלק פעיל ביותר בכתיבת תשקיפים.

עם עיקרי המודל המוצע בנייר זה. כמפורט בסעיף ג(3) להלן, פעולה כמפיץ מבלי לעמוד בתנאי הכשירות של מפיץ הקבועים בדין הקיים מהווה, עם כניסת חוק האכיפה המנהלית לתוקף, הפרה מנהלית, המאפשרת שימוש באמצעי האכיפה הקבועים בחוק אכיפה מנהלית.

9. התמודדות עם גורמים נוספים המשמשים מעין מבטחים להנפקה מבלי לענות על הגדרת

החתם

במסגרת התנהלות שוק ההון וכפי שניתן היה להבחין בפועל, בפרט לאחר תיקון 24 לחוק, נראה כי קיימים גורמים נוספים בעלי אינטרס להעמיד מעין ביטוח להצלחת ההנפקה. כך למשל לבעל השליטה בחברה, כמו גם לבעלי עניין בה לעיתים ("גוף מקורב"), קיים אינטרס להבטיח את הצלחת ההנפקה ופעמים רבות ביכולתם להבטיח זאת באמצעות רכישה של ניירות הערך בהנפקה ומכירתם בסמוך לאחר מכן בשוק. אפשרות העמדת הביטוח כאמור עשויה לפגוע באחת ממטרות המודל המוצע באשר להגדלת המניע של החתם לבצע בדיקות נאותות כנדרש.

בנוסף, אזי קיים חשש שעל אף קיומה של דרישה לגילוי נאות בתשקיף ולהוגנות המכרז יהיו בידי גורמים שונים כאמור שביבי מידע שקשה יהיה לטעון לגביהם שהנם בגדר מידע פנים או מפרי הוגנות מכרז אף שיקנו לגורמים אלו יתרון על פני יתר הציבור.

עולה שאלה האם הגדרת החתם המוצעת לאימוץ מן הדין האמריקאי תחול על בעלי שליטה ובעלי עניין הרוכשים או מתחייבים לרכוש בהנפקה. שאלה זו הועלתה על ידי סגל הרשות במסגרת דיונו עם גורמים בשוק ההון בארה"ב. כפי שמסרו גורמים אלו לא עוגנו שם כללים מפורשים באשר לאילו פעולות יביאו לכניסה להגדרת חתם. אי קביעת הקריטריונים כאמור נבע מתוך רצון המחוקק האמריקאי שלא לאפשר עקיפה שלהם. יחד עם זאת, מספר פרמטרים משמשים את ה-SEC לצורך כך (principle based) ואלו כוללים, בין היתר, את אופן המכירה על ידי הגוף קרי, האם במהלך המסחר בבורסה או מחוצה לו; זהות הרוכש וביצוע פעולות שידול על ידי הגוף לצורך הרכישה; היקף הרכישה והמכירה על ידי הגוף; היקף החזקות הגוף בחברה עובר ולאחר הרכישה; אופי הגוף - קרי האם הינו אדם פרטי או גוף מוסדי וכן האם כגוף מוסדי הינו גוף הרוכש בעבור עצמו או גוף המנהל כספם של אחרים; וכן - משך הזמן במהלכו מוחזקים ניירות הערך על ידיו בטרם מכירתם.

לפיכך, מוצע על ידי סגל הרשות לאמץ מודל דומה לצורך קביעה האם בפעולתו של גוף יש משום חיתום המחייב נשיאה באחריות על התשקיף. במסגרת זו מוצע להותיר בדין הראשי את הקביעה לפיה משתתף בהפצה יהיה משום חתם. עם זאת, לצורך יצירת מידת ודאות מסוימת מוצע לקבוע בתקנות חזקות ניתנות לסתירה, לרבות בהתאם לפרמטרים המנויים לעיל, לרכישות שלא יראו בהן משום חיתום.

בין היתר מוצע לקבוע כי במקרים בהם לא מתקיים אף אחד מהמנויים להלן רכישת ניירות ערך גם אם נמכרים לאחר מכרז ההנפקה לא יפלו בגדר חתם (ככל שאין כמובן הסכם מפורש או במשתמע עם החברה או קבוצת ההפצה להשתתף בפעולות ההפצה): מי שאינו בעל שליטה; מי שאינו בעל עניין; משקיע מוסדי אשר רוכש את ניירות הערך במסגרת החזקותיו עבור אחרים (שלא לנוסטרו), גם אם הינו בעל עניין מכוח החזקות אלו בלבד; מי שאינו סוחר יומי; מי שאינו נושא משרה; מי שאינו רשום כחתם וכיו"ב.

עוד מוצע לכלול בחזקות אלו גם כל רוכש בהנפקה אשר אינו מוכר ניירות ערך מהסוג שהונפק בין בפועל ובין ביצירת פוזיציה סינטטית במהלך תקופה של למעלה מחצי שנה ממועד הרכישה כאמור (בין מכירה של ניירות הערך שנרכשו בהנפקה ובין מכירה של ניירות ערך מאותו סוג שנרכשו בשוק המשני, או שקיימים בידי בדרך אחרת). **מוצע כי חזקות אלו ייקבעו בתקנות ולא בחוק עצמו בכדי לקצר הליך תיקונים והוספות ככל שיידרשו בעתיד.**

נציין, כי מתן שירותי חתם על ידי גוף שאינו כשיר לשמש כחתם, שאינו רשום במרשם החתמים ושלא עונה להוראות תקנות החיתום מהווה הפרה המאפשרת בין יתר הסנקציות נקיטת אמצעי אכיפה בהתאם לחוק אכיפה מנהלית, כמפורט בסעיף ג(3) להלן.

10. אחריות החתם לתקינות הגורמים המשתתפים

מוצע לקבוע, כי על החתם תוטל חובה לבחון את תקינות השתתפות הגורמים הנוספים בביצוע ההנפקה, דוגמת מפיץ, יועץ ההנפקה, כמו גם נותני ההתחייבויות המוקדמות במכרז המוסדי. חובה זו תחול על אותם מקרים בהם ידע החתם על אי התקינות של המשתתפים או שהיה עליו לדעת זאת.

במסגרת החובה כאמור יהיה על החתם לבחון את עמידת אלו בתנאי הכשירות הנדרשים מהם לצורך מילוי הפונקציה המבוצעת על ידם בהליך ההנפקה, וכן לוודא כי אין בפעילותם בכדי ליפול בהגדרת חתם. בנוסף יידרש החתם גם לוודא כי המשתתפים במכרז המוסדי כשירים להשתתף בו וכי ההתחייבויות המוקדמות הניתנות אינן עולות על ההיקפים המותרים.

מוצע כי הפרת חובתו זו תהווה גם היא הפרה מנהלית, המאפשרת נקיטה באמצעי האכיפה הקבועים בחוק אכיפה מנהלית, כמפורט בסעיף ג(3) להלן.

11. סוגיות בנושא הגנת בדיקת הנאותות

בהתאם להוראות הדין מוטלת על החתם אחריות בגין נזק שנגרם למשקיעים מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה, וכן אחריות פלילית ומנהלית. מכוח סעיף 33 לחוק, האחריות על נזק שנגרם למשקיעים כאמור לא תחול על החתם ככל שיוכיח שנקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, וכי האמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה¹¹. הגנה דומה קיימת גם בשיטה בארה"ב, בעיקר מכוח סעיפים 11 ו-12 לחוק משנת 1933¹².

¹¹ בנוסף, על פי סעיף 33(א1) לחוק לא תחול אחריות כאמור גם על חתם שהסמיך חתם אחר לנקוט את כל האמצעים הנאותים גם מטעמו כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, ככל והחתם המסמיך האמין בתום לב כי אין פרט מטעה בתשקיף ועל החתם שהוסמך לא חלה אחריות בהתאם לסעיף 33(1) לחוק.

¹² סעיף 11 לחוק משנת 1933 קובע אחריות של החתם, בין היתר, כלפי כל רוכש בהנפקה בגין נזק שנגרם מקיומו של פרט שגוי או השמטה של פרט מהותי שצוינו נדרש לצורך מניעת הטעייה במסמך ההנפקה (למעט כלפי רוכש אשר ידע על קיומו של הפרט המטעה במועד הרכישה על ידיו).

סעיף 12 לחוק משנת 1933 קובע אחריות של כל המציע או מוכר נייר ערך באופן הכולל פרט מטעה או השמטה של פרט מהותי כלפי רוכש שלא ידע על התקיימותו של פרט מטעה או השמטה כאמור להשבה של סכום הרכישה של נייר הערך או לנזק ככל והנייר אינו מוחזק עוד על ידי הרוכש כאמור.

במקביל, קובעים סעיפים 11 ו-12 לחוק משנת 1933 הגנות מפני אחריות כאמור כמפורט להלן. סעיף 11 קובע קיומה של הגנה מפני אחריות כאמור, תוך הבחנה בין ההגנה שתחול במקרה של התקיימות פרט מטעה בחוות דעת מומחה הנכללת במסמך ההנפקה לבין התקיימותו של פרט כאמור במסמך ההנפקה שאינו במסגרת חוות דעת מומחה כאמור.

סעיף 11(b)(3)(C) לחוק משנת 1933 קובע כי הגנה מפני האחריות בגין פרט מטעה במסמך ההנפקה תקום, בקשר עם חוות דעת מומחה במקרה בו יוכיח החתם, בין היתר, כי

" he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue or that there was an omission

ככלל, מעטים הם המקרים עד היום בהם נדרשו בתי המשפט המקומיים לסוגיה. בדומה, הפסיקה המנחה בארה"ב עד שנת 2004 הורכבה משני פסקי דין שניתנו לפני כ- 40 שנה^{13, 14}. בשנת 2004 נדרשה הפסיקה האמריקאית באופן נרחב לסוגיה בקשר עם חברת WorldCom, אשר קביעותיה עוררו דיונים והדים נרחבים בשוק האמריקאי ("עניין WorldCom")¹⁵.

בבסיס ההידרשות לסוגיה עמדה התבססותם של החתמים במקרה הנדון על חוות דעת רואה החשבון המבקר של WorldCom בקשר עם דוחות כספיים מבוקרים של החברה במסגרת הנפקה מכוח תשקיף מדף. במסגרת הדיון עסק בית המשפט בשתי סוגיות משנה. הראשונה עסקה בשאלת היקף הבדיקות והחקירות הנדרש מחתם לצורך הגנה מאחריות ביחס לפרט מטעה שנכלל בחוות דעת מומחה לעומת פרט שנכלל במסמך ההנפקה ושאינו בגדר חוות דעת מומחה. הבחנה כאמור אינה קיימת בדין המקומי. השנייה עניינה בשאלת היקף הבדיקות והחקירות הנדרש מחתם לצורך הגנה בהצעת מדף המבוצעת מכוח תשקיף מדף, לעומת ההיקף הנדרש בהצעה שלא על פי דוח הצעת מדף.

ניתן להניח, כי אימוצו של המודל המוצע בנייר זה, אשר יחייב אחריות לגילוי בתשקיף מצד חתמים בכל הנפקה, כמו גם הקמת "בית המשפט הכלכלי" והשלמת הליכי החקיקה של הסדרי האכיפה המנהלית יביאו להתעצמות הצורך בהידרשות לסוגיה זו על ידי הרשות כמו גם על ידי בתי המשפט.

קביעת כללים בדבר בדיקת נאותות

כיום מהווה בדיקת נאותות משום הגנה בלבד. נכלל פרט מטעה בתשקיף, לא יהיה חתם שיוכיח שנקט באמצעים הנאותים שלא יהיה פרט כזה חשוף לתביעות אזרחיות.

to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading" ("the reliance defense").

סעיף 11(A)(3)(b) לחוק משנת 1933 קובע כי הגנה כאמור תקום בקשר עם הסתמכות החתם על מידע שאינו בגדר חוות דעת מומחה במקרה בו יוכיח, בין היתר, כי

"he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein **were true and that there was no omission to state a material fact** required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading" ("the due diligence defense").

סעיף 12 לחוק משנת 1933 קובע דרישות נמוכות יותר לצורך הקמת האחריות וקובע, כי חתם לא ישא באחריות הקבועה שם אם יוכיח כי

"he did not know, and **in the exercise of reasonable care could not have known**, of such untrue or omission."

בשני הסעיפים מידת הסבירות הנדרשת הינה זו :

"that required of a prudent man in the management of his own property."

¹³ שם משתנה מעט נוסח השאלה, אך נותרת מהותה- מהם אותם "reasonable care" ו- "reasonable ground to believe", אשר יקימו את ההגנה על פי סעיפים 11 ו- 12 לחוק משנת 1933, כמפורט בה"ש 5 לעיל.

¹⁴ עד לאחרונה פסקי הדין המנחים בסוגיה הינם *Escot v. BarChris Construction Co.*, 283F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) ("BarChris") ו- *Feit v. Lesco Data Processing Equipment Corp.*, 332F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971) ("Feit").

שניתנו לפני כ- 40 שנה. בראשון קבע בית המשפט כי חקירה סבירה אשר תקנה לחתם את ההגנה על פי סעיף 11 לחוק משנת 1933 מצריכה יותר מהחתם מאשר בחינת המידע המוצג בפניו על ידי החברה וכי על החתם לבצע ניסיונות סבירים לאמת את המידע האמור. עם זאת נקבע שם, כי הסתמכות של חתם על דוחות

כספיים מבוקרים מבלי לבצע חקירה מאמתת הינם מספקים לצורך הקמת ההגנה. ב- *Feit* נדרש החתם על ידי בית המשפט לגלם את תפקיד "פרקליטו של השטן". בפסק הדין האמור נקבע, כי הבדיקות שנעשו על ידי החתם באותו מקרה, אשר כללו בין היתר בחינה עצמאית של הדוחות הכספיים ודוחות אקטואריים וביצוע בדיקות עם הבנקים העיקריים של החברה ובחינה של פרוטוקולים של החברה וההסכמים המהותיים שלה היו מספקים לצורך התקיימות ההגנה. פסקי דין נוספים שיקפו את הגישה המשתקפת משני פסקי הדין האמורים.

¹⁵ *WorldCom Inc. Sec. Litig.*, 346F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y., 2004)

הדין אינו קובע מהם אותם אמצעים נאותים. נשאלת השאלה האם יש מקום לקבוע כללים שייצקו תוכן למבחן זה.

היתרון בקביעת כללים הוא בפישוט ההחלטה לבתי המשפט באותם מקרים שהנושא יגיע להכרעה – בית המשפט יצטרך רק לבחון האם עמד החתם באותם כללים ולא יצטרך לשקול את נאותות הבדיקות בראי פרטי המקרה. יתרון נוסף הוא בהקטנת אי הוודאות שבפניה ניצבים כיום החתמים בעת עריכת בדיקת הנאותות. החתמים יוכלו לדעת מהן אותן פעולות שאם תתבצענה תחשבנה כבדיקה נאותה.

ואולם בדיוק אותם יתרונות מצביעים על החסרונות שברשימת כללים שכזו. השאלה מהי בדיקת נאותות ראוי לה שתיבדק בראי המאפיינים הספציפיים של כל מקרה ומקרה. כך לדוגמה וללא מיצוי כלל וכלל של העניינים שצריכים להילקח בחשבון, על החתם לבחון את היקף ותוכן בדיקת הנאותות בהתאם לאופי הפעילות, הנפשות הפועלות, מצב הענף והשוק בכללו וכד'.

בארה"ב לא קיימים כללים שכאלה ולא בכדי. בשנות ה-70 חשב ה-SEC לקבוע כללים ואף פנה לחתמים לתת כתף בכתובתם. בהתבסס על אותה ביקורת המפורטת לעיל הוא הגיע למסקנה כי לא יהיה זה נכון לכתוב כללים שכאלו והנושא נגזר.

כללים לשיפור בדיקות הנאותות

על מנת לשפר את איכות בדיקות הנאותות מוצע כי סגל הרשות יפרסם מעת לעת מקרים ונסיבות המשקפים לעמדתו בדיקה שאינה נאותה. כך לדוגמה, התקשרות של חברה עם חתם לראשונה יומיים לפני מועד פרסום התשקיף בלא היסטוריית ליווי של אותו חתם באשר לדיווחי החברה תדחה על הסף כבדיקה נאותה.

לפרסומים אלו יהיה מן הסתם משקל בדיוני בתי משפט בסוגיות אלו בעתיד ומכאן כוח ההרתעה שבהם.

מוצע לאמץ מודל שיפור כאמור. ההנחה הנה כי שימוש במודל זה על רקע הקמת בית המשפט הכלכלי והסדר האכיפה המנהלית יהיה בהם בכדי להעלות את רמת בדיקות הנאותות עד לסף הסביר.

מאחר שהחוק לא מחייב את החתם לבצע בדיקת נאותותו אלא רק מאפשר זאת לצורך הגנה עתידית מתביעות אזי כצעד משלים ובכדי לחזק את סמכויות הרשות באשר לבדיקות הנאותות, מוצע כי תוטל על החתם חובת גילוי, אשר תיכלל בתשקיף, למתן מענה לשאלה האם ביצע בדיקת נאותות ראויה. בפני החתם תעמודנה שתי אפשרויות בלבד במתן מענה לשאלה כאמור, אם הן או אם לאו.

היקף הבדיקה הנדרשת בהצעת מדף על מנת ליהנות מהגנת בדיקת הנאותות

ככלל וכמפורט לעיל, יתרונו המרכזי של הסדר תשקיף המדף ואחת מהסיבות העיקריות לעיגונו, הינו הקיצור הניכר במשך התקופה ממועד החלטת החברה לביצוע הנפקה ועד למועד ביצועה בפועל. בנוסף, מוזיל כלי זה את הגיוס, שכן לא נדרשת הכנה מורכבת של תשקיף חדש בכל הנפקה.

דרישה לאחריות החתמים על דו"ח הצעת המדף בעקבות אימוץ המודל המוצע, עשויה להגדיל במידה מסוימת את משכה של התקופה האמורה ואת עלותה, עקב הצורך בביצוע של בדיקות הנאותות על ידי החתם.

טענות דומות הועלו גם בארה"ב בקשר עם העיכוב שנוצר עקב אחריותו של חתם בהנפקת מדף. טענות אלה הן שהובילו, בין היתר, לעיגונו של Rule 176- Circumstances Affecting the Determination of What Constitutes Reasonable Investigation and Reasonable Grounds for Belief Under Section 11 of the Securities Act ("Rule 176"). במסגרת Rule 176 נקבעו מספר מאפיינים ונסיבות שישמשו לצורך קביעת סבירות הבדיקות והחקירות שבוצעו על ידי החתמים ועמידתם בסטנדרט הקבוע בסעיף 11(c) לחוק משנת 1933. אלו כוללים, בין היתר, את סוג המנפיק; סוג ניירות הערך המוצעים; זמינות המידע; סוג ההתקשרות החיתומית של החברה והחתם, ובקשר עם מידע המובא על דרך ההפניה - האם לבדוק הייתה אחריות על המסמך אליו מבוצעת ההפניה, במועד פרסומו. על פי שיחות של סגל הרשות עם גורמים מהשוק האמריקאי עולה, כי מכוח גישה שהובעה בעבר על ידי ה-SEC¹⁶ ומכוח Rule 176 קיימת פרקטיקה בשוק האמריקאי לפיה במקרה של תשקיפי מדף, מתקיים הלכה למעשה ליווי שוטף של החתם לחברה המנפיקה. במסגרת זו מתבצעת בדיקה מלאה לתשקיף ולדוחות התקופתיים עם פרסומם, בדיקה פחותה יותר של הדוחות הרבעוניים עם פרסומם. וכן, בדיקה ברמה דומה של דיווחים מידיים, אך זאת זמן קצר לפני ההורדה מהמדף.

מוצע לאמץ מודל דומה לפיו יקבעו מאפיינים מנחים אשר יילקחו בחשבון בבחינת תקינות בדיקת הנאותות. כך למשל מוצע לאמץ את הפרקטיקה בשוק האמריקאי ולקבוע מעין חזקה לפיה ביצוע בדיקת נאותות מלאה של התשקיף והדוחות התקופתיים במועד פרסומם, יחד עם ביצוע בדיקות נאותות ברמה של סקירה בדוחות הרבעוניים ורמה דומה של דיווחים מידיים עד למועד ההורדה לא ייחשבו רק בשל כך כבדיקה לא נאותה.

החזקה אסור לה שתהיה מוחלטת. בכדי להדגיש צורך זה די אם נחשוב על מקרה בו חברה שינתה את פעילותה בין הדוח התקופתי האחרון לבין מועד ההורדה מהמדף.

בנוסף מוצע כי החתם החותם על דוח המדף יוכל להסתמך על אחר שבדק את התשקיף, אך זאת בדומה למצב לגבי קונסורציום של חתמים בדן כיום – אם ימצא כי אותו חתם עליו הסתמך עשה מלאכתו נאמנה יזכה להגנה אבל אם ימצא שלא אזי יהיה חשוף לתביעות.

ג. חיזוק החתמים

בכדי למצות את יתרונו של החתם כשומר סף, נדרש ככל הנראה כי אלו יהיו גדולים דיים ובעלי כוח כלכלי מספק. גודלם של החתמים ישפיע קרוב לוודאי על כוחם בבואם לבצע את בדיקות הנאותות בחברות, יפחית אולי את האינטרס של החתם ללוות הנפקות בעלות איכות ירודה, וכן אף יתכן שעשוי להשפיע לחיוב על מוניטין החתם ולהקנות למוניטין זה משקל בשיקולי

¹⁶ "Treatment of Information Incorporated by Reference into Registration Statements", Securities Act Release No. 33-6335, 1981 WL 31062. בהקשר זה יצוין כי בעניין WorldCom קבע בית המשפט כי סטנדרט הסבירות בתשקיף ובהנפקה באמצעות דוח הצעת מדף הינו זהה, לפיכך הועלו ספקות בשוק בארה"ב האם ניתן עוד להשתמש ב-Rule 176 ובפרסום האמור של ה-SEC כתימוכין לשוני בהיקף הבדיקות הנדרשות בהנפקה מכוח תשקיף מדף ואלו הנדרשות בתשקיף הנפקה.

ההשקעה של המשקיעים. חתם גדול יהיה ככל הנראה גם בעל ממשל תאגידי ברמה גבוה יותר, בשל יתרונות לגודל ועקב פוטנציאל גבוה יותר לנזק כתוצאה מפגיעה במוניטין.

בניגוד לאמור וכמפורט בהרחבה לעיל, כיום מורכב שוק החיתום המקומי בעיקר מחתמים קטנים, אשר ניתן להעלות ספקות בדבר יכולתם לעמוד באופן מספק בחובות החתם שומר הסף, במסגרת המודל המוצע.

לאור האמור, מוצע לנקוט במספר צעדים, אשר מטרתם לעודד קיומם של חתמים גדולים דיים ובעלי יכולות כלכליות ראויות, כמפורט להלן.

1. חיזוק החתמים כתוצר לוואי של אימוץ המודל המוצע

ראשית, סגל הרשות בדעה, כי עצם הרחבת הגדרת החתם באמצעות אימוץ המודל המוצע אשר תביא הלכה למעשה להתקיימות חתם שומר סף בהנפקות לציבור רובן ככולן תביא להגדלת כוחם היחסי של החתמים אל מול החברות. הסיבה לכך הנה כי חברות לא יוכלו "לאיים" על החתם שאם יבצע בדיקות נאותות חמורות מידי או יקרות מידי יבחרו הן להשתמש בשירותי הפצה בלבד (על פי הדין כיום).

נוסף על כך, ייתכן שחברות ייטו יותר להשתמש בשירותי חתם כמבטח, כמפורט בסעיף ב(1) לעיל. במידה וזו תהיה אכן התוצאה אזי ניתן להניח כי חתמים מבטחים כאמור, יהיו ממילא גופים גדולים יחסית, בשל הצורך להיות בעלי יכולת לעמוד במימוש התחייבותם הביטוחית, במידת הצורך.

2. העלאת רף תנאי הכשירות הנדרשים מחתם

על פי הדין הקיים נדרש חתם לעמוד במספר תנאי כשירות הקבועים בתקנות החיתום, לרבות ביטוח אחריותו בגין פרט מטעה בתשקיף ברמה מספקת; חובת הפקדת פיקדון העומד למועד זה על סך של כ- 3 מיליון ₪ שיושקע באגרות חוב ממשלתיות או באגרות חוב בדרגת השקעה גבוהה; אי קיומן של הרשעות בעבירות כלכליות המנויות בתקנות החיתום; כהונה של לפחות חמישה דירקטורים בחתם, ביניהם דירקטורים עצמאיים העומדים בתנאים הקבועים לדירקטור חיצוני בחוק החברות ודירקטורים בעלי ידע מקצועי בתחום פעילות החתם, כמפורט בתקנות החיתום; איסור כהונה כנושא משרה על אדם שהורשע בעבירות כלכליות המנויות בתקנות החיתום, על מי שהוכרז כפושט רגל וטרם חלפו שלוש שנים מיום שהופטר, וכן, איסור כהונה כנושא משרה על אדם המועסק בגוף המקורב לחתם ואשר עיסוקו עלול ליצור ניגוד עניינים עם תפקידו בחתם¹⁷.

לצורך העלאת קרנם וכוחם של החתמים כמו גם כדי להוות סינון ראשוני לגודל החתמים, מוצע להגדיל את היקף הפיקדון, אשר החתם נדרש להפקידו, באופן המפורט להלן.

הצעה נוספת שהוצגה בפני סגל הרשות לצורך חיזוק החתמים הינה להוסיף חובות למינוי בעלי תפקידים מסוימים דוגמת יועץ משפטי, רואה חשבון פנימי, שירותי ביקורת פנים

¹⁷ סגל הרשות שקל את הצורך בהעלאת תנאי הכשירות הנדרשים מחתם עקב קיומה של תופעה נוספת. תנאי הכשירות הקבועים לחתמים הם המקלים ביותר על מנת להיכלל תוספת הראשונה לחוק ובכך להיות זכאי לעמלת התחייבות מקדמת. עם זאת, מאחר ומוצע לצמצם את הגורמים שיוכלו לתת התחייבויות מוקדמות כך שבין היתר חתם לא יהיה אחד מהם, כמפורט בהרחבה בסעיף ג(1) להלן התייטר הצורך להתמודד עם תופעה זו באמצעות החמרת תנאי הכשירות.

ושירותי אנליזה, אשר יהיה בהם בכדי לתרום לטיב עבודתו של החתם ולממשל התאגידי בו. סגל הרשות סבור, כי בשלב זה די בצעדים האחרים המנויים בסעיף זה בכדי לעודד ולהשפיע על כוחם של החתמים בשוק. ככל שהניסיון שייצבר לאחר עיגון המודל המוצע יוכיח אחרת, ישקול סגל הרשות בשנית את ההסדרה המוצעת כאמור.

בעניין זה נשוב ונזכיר, כי גודלו של החתם יכול שיביא להתקיימותן של פונקציות כאמור ללא מעורבות חקיקתית. לפיכך, מוצע להגדיל את היקף הפיקדון, אשר החתם נדרש להפקידו, לסך של 10 מיליון ₪. מוצע לקבוע הוראת מעבר, על פיה חתמים הרשומים במרשם החתמים במועד פרסום נייר עמדה זה יחשבו כעומדים בתנאי הכשירות של חתם גם אם פחת היקף הפיקדון שהופקד על ידם מסכום זה, ובלבד שאינו פוחת מסכום הפיקדון הנדרש על פי הדין הקיים, וזאת עד חלוף תקופה של שישה חודשים ממועד עיגון המודל המוצע בדין.

3. הגברת האכיפה על חתמים באמצעות חוק אכיפה מנהלית

בשנת 2011 נכנס לתוקפו חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 ("חוק אכיפה מנהלית"), במסגרתו תוקן החוק ונקבעו, בין היתר, גם מספר הוראות בקשר עם חתמים. חקיקת חוק זה ויישומו עשויים גם הם להביא לחיזוק השחקנים בשוק החיתום המקומי ולשיפור באיכותם, זאת, עקב קיומה של סנקציה מנהלית כנגד חתם אשר לא ימלא את חובותיו כנדרש בהוראות הדין. הוראות אלו משלימות ומחזקות את ההצעה לעיגון מנגנון fit & proper, כהגדרתה בסעיף ג(4) להלן.

מאחר וחוק האכיפה המנהלית נכנס לתוקפו בסמוך למועד נייר זה נסקור להלן בקצרה ולשם שלמות התמונה, את עיקרי הוראות חוק האכיפה המנהלית בקשר עם חתמים:

הטלת עיצום כספי על ידי הרשות

על פי חוק אכיפה מנהלית מוסמכת הרשות, בהתאם לסמכויות שהוקנו לה על פי פרק ח'3 לחוק גם עובר לחקיקת חוק זה, להטיל עיצום כספי על חתם בשל הפרות של חובות מסוימות כמפורט להלן: (1) הפרת חובות הדיווח של החתם בהתאם לתקנות החיתום ולמעט חובת דיווח על אירוע או ענין הנוגעים לעסקיו, שעשויים להיות חשובים למשקיע סביר; (2) הגשת דיווח על אירוע או ענין הנוגעים לעסקיו לאחר המועד שנקבע לכך בטרם חלפו שבעה ימים מאותו מועד; (3) אי הכללה בטיטת תשקיף או תשקיף שהוגשו לרשות או באישור שנכלל או שנזכר בהם בהסכמת החתם פרט שבהוראות לפי החוק נקבעה דרישה מיוחדת לציונו; (4) אי העמדת העתקים של דוחותיו במשרדו הראשי לעיונו של כל דורש ואי מתן אפשרות להעתיקים; (5) אי שמירת מסמכים בהתאם להוראות תקנות החיתום¹⁸.

סכומי העיצום נגזרים מהיקף ההתחייבות החיתומית בשנה שהסתיימה לפני מועד מסירת דרישת התשלום ונעים בין סכום עיצום של 20,000 ₪ ועד סכום עיצום מירבי של 160,000 ₪.

¹⁸ לענין זה ראה סעיף 52 לחוק וכן סעיפים 3(א), 3(ב), 9, (23) ו- (24) לתוספת החמישית לחוק.

אכיפה מנהלית בהתאם להוראות פרק ח'4 לחוק

נוסף על כך, מוסמכת הרשות לנקוט בהליכי אכיפה מנהלית כנגד חתמים ונושאי משרה בחתמים בהתאם לסמכויות המוקנות לה על פי פרק ח'4 לחוק, בעיקר במקרים בהם החתם: (1) ביצע מכירה במחיר לא אחיד; (2) ביטח את אחריותו בהיקף ביטוח ובתנאים שידע או שהיה עליו לדעת כי אינם ברמה מספקת להבטחת מלוא אחריותו לפרט מטעה בתשקיף, בניגוד לתקנות החיתום; (3) לא השקיע את סכום הפיקדון המוטל עליו בהתאם לתקנות החיתום, לא עשה כן באופן הקבוע שם, לא הפקיד את הפיקדון למשמרת, לא הפקיד אותו בהתאם להוראות תקנות החיתום, או שיעבד או משך את הפיקדון, הכל בניגוד להוראות תקנות החיתום; (4) לא הגיש לרשות דוח, הודעה, מסמך, פירוט, הסבר או ידיעה באופן או במועד שנקבע לכך, בניגוד להוראות לפי סעיף 56(ג)(3) או (ד) לחוק מתוך רשלנות חמורה, וכשהיה עליו לדעת שיש בכך כדי להטעות משקיע סביר; (5) כלל בטיוטת תשקיף או בתשקיף שהוגשו לרשות פרט מטעה, או כלל באישור שנכלל או נזכר בהם בהסכמתו המוקדמת פרט מטעה, והיה עליו לדעת שיש בכך כדי להטעות משקיע סביר; (6) שימש חתם אף שלא היה רשום במרשם החתמים, לא התקיים בו תנאי מהתנאים למרשם כאמור או שפעל כחתם אף שהיה רשום במרשם החתמים במעמד לא פעיל; (7) בהיותו חתם כיהנו בו דירקטורים, נושאי משרה או עובדים שלא בהתאם לתנאים הקבועים בהוראות החיתום; (8) התחייב בהתחייבות חיתומית העולה על 15% מכלל ההתחייבויות החיתומיות שניתנו בהנפקה או שימש חתם מתמחר בהצעה לציבור שאינה הצעה של מניות הכלולות במדד ת"א 25, בניגוד להוראות תקנה 10 לתקנות החיתום¹⁹.

בנוסף ניתן לנקוט באמצעי אכיפה מנהלית גם כנגד גוף ששימש מפיץ בלא שהתקיימו בו הדרישות הקבועות בתקנות החיתום²⁰;

בהפרות כאמור וככל שלא יתקיימו הליכים פליליים בעניין, מוסמך המותב שהרכבו מפורט בפרק ח'4 לחוק, להטיל על החתם ועל נושאי משרה ועובדיו אחד או יותר מאמצעי האכיפה הקבועים בחוק אכיפה מנהלית (תוך התחשבות בעובדות ההפרה, הנסיבות העובדתיות, קיומן או העדרן של הפרות קודמות, פעולות שנקט המפר עם גילוי ההפרות, נסיבות אישיות של המפר ומדיניות האכיפה של הרשות).

אמצעי אכיפה אלו כוללים בעיקר, עיצומים כספיים בסכום מרבי של בין 2 מיליון ₪ ל- 5 מיליון ₪, בהתאם לחומרת ההפרה, על החתם, וכן עיצומים כספיים בסכומים של בין 25,000 ₪ לבין 1 מיליון ₪, בהתאם לחומרת העבירה על יחיד, עובד התאגיד נושא משרה בכירה בו וכל יחיד אחר. בנוסף, מוסמך המותב להטיל על מפר לשלם לאדם שמונה לשם כך²¹, סכום, אשר יחולק בין נפגעי ההפרה באופן שיקבע הממונה כאמור; לקבוע בהפרות מסוימות כי המפר אינו מוסמך לכהן כנושא משרה בכירה בגופים המפוקחים על ידי הרשות במשך תקופה שלא תעלה על שנה, או על חמש שנים - באישור בית המשפט; וכן להעביר חתם למעמד לא פעיל למשך תקופה של שנה ולתקופה ארוכה יותר בכפוף לאישור

¹⁹ לעניין זה ראה פרק ח'4 לחוק ופרטים (1), (18) ו- (19) לחלק ב' לתוספת השביעית לחוק ופרטים (2), (4), (13), (14), (15) ו- (16) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק.

²⁰ לעניין זה ראה פרט (16) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק.

²¹ לעניין זה ראה סעיף 52 לחוק.

בית המשפט. בנוסף, על מנכ"ל החתם תוטל חובת פיקוח במסגרתה יידרש לנקוט את כל האמצעים הסבירים בנסיבות העניין למניעת ביצוע הפרה ואף תושת עליו אחריות עקיפה בגין הפרות של התאגיד²². עם זאת, מנכ"ל אשר עמד בחובת הפיקוח הקבועה בחוק, לרבות באמצעות קביעת תוכנית אכיפה פנימית כמפורט שם, לא יישא באחריות להפרות התאגיד.

נוסף על כך קובע חוק אכיפה מנהלית כי גם גרימה לקיומו של פרט מטעה במסמך המוגש לרשות מהווה הפרה מנהלית המאפשרת הטלת סנקציות מסוימות.

4. קביעת כללים מסוג Fit & Proper

יישום תקנות החיתום שהותקנו במסגרת תיקון 24 לחוק חידד את הצורך בהבהרה, כי במסגרת בחינת בקשה לרישום כחתם במרשם החתמים על ידי הרשות, רשאית היא לבחון את מהימנותו של הגוף המבקש להירשם כחתם, כמו גם של בעל השליטה בו ושל נושא משרה באחד מהם. אף על פי שלעמדת סגל הרשות רשאית היא להימנע מרישום גוף, אשר נמצא פגם במהימנותו במסגרת סמכותה הטבועה, נוכח קיום הוראות ספציפיות בנדון ביחס לגורמים אחרים המפוקחים על ידי הרשות, הציע סגל הרשות זה מכבר למחוקק המשנה לעגן מפורשות סמכות זו גם ביחס למרשם החתמים ("ההצעה לעיגון מנגנון fit & proper")²³. הצעת סגל הרשות כאמור מצויה בשלבי חקיקה מתקדמים ומונחת בימים אלו על שולחנו של מחוקק המשנה.

במסגרת הפרמטרים העשויים להעיד על חוסר מהימנות אשר נמנו בהצעה לעיגון מנגנון fit & proper נכללים, בין היתר, הרשעות, הגשת כתבי אישום, או חקירה בעבירות כלכליות של המבקש להירשם כחתם, מי מבעלי השליטה בו או נושא משרה באחד מהם, ממצאים שנקבעו בפסקי דין אזרחיים לגבי רשלנות בניהול כספם של אחרים, תלונות שהצטברו ברשות נגד המבקש להירשם במרשם החתמים, או נגד אדם הקשור אליו בתחום פעילות קרוב או דומה ואשר נמצאו מוצדקות והטלת סנקציות מנהליות כנגד גורמים כאמור. **אימוץ ההצעה לעיגון מנגנון fit & proper יעלה בקנה אחד עם מטרות המודל המוצע כמפורט לעיל.**

נוסף על כך, הציע סגל הרשות בהצעה לעיגון מנגנון fit & proper, להסמיך את הרשות להסיר חתם ממרשם החתמים במקרה שמצאה פגם במהימנותו, במהימנות בעל השליטה בו, או בנושא משרה באחד מהם, בהתקיים נסיבות מסוימות שיש בהן כדי להעיד על פגם במהימנות מתוך רשימה של נסיבות כאמור שתפורסם על ידי הרשות.

5. הותרת בתי השקעות כשחקנים בשוק החיתום

כידוע וכמפורט בס"ק ב(6) להלן קיים ניגוד עניינים בין פעולות החתם לבין פעולות אחרות של בתי השקעות ובעיקר ניהול כספם של אחרים באמצעות מוסדיים קשורים.

²² לעניין זה ר' סעיף 52סד לחוק.

²³ ראה באתר הרשות טיוטה להערות הציבור של תקנות ניירות ערך (חיתום) (תיקון), התש"ע-2010-
http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4952.pdf

לצורך כך, בין היתר, נקבעו כללים שונים במסגרת תיקון 24 לחוק ובהם הגבלה כמותית על רכישות מוסדיים קשורים במקרה של הצעה לא אחידה ודרישות גילוי נרחבות לרכישות של אותם קשורים. יחד עם זאת וכמפורט בהרחבה לעיל, סבור סגל הרשות, כי אפקטיביות תפקודו של החתם כשומר סף מחייבת שיהיה בעל גודל קריטי וממשל תאגידי ראוי. דווקא בחתמים הקשורים לבתי השקעות קיים סיכוי גדול יותר למצוא כי הם עונים על דרישות אלו.

יצוין כי פני הדברים בארה"ב ובאנגליה וכנראה ברוב רובו של העולם הם כי פעילות החיתום מתבצעת על ידי בתי השקעות שלהם פעילויות של ניהול כספי אחרים. גם בישראל חלק ניכר מהחתמים הבכירים יותר קשור לבתי השקעות.

לא למותר לציין כי ניתן יהיה לעקוף אף אם באופן לא חוקי, קביעת איסורים מוחלטים על השתתפות בתי השקעות בתחום החיתום. דרך אפשרית לעשות זאת תהיה באמצעות הסכמים "צולבים" בין חתמים לבתי השקעות ולעקיפת האיסור.

לפיכך, מוצע לשמור על המצב הקיים בו משתתפים בתי השקעות כשחקנים בשוק החיתום.

6. צמצום היקף ההתחייבויות המוקדמות-

לעניין זה, ראה בהרחבה סעיף ד(1) להלן.

7. עדכוני מוצעים לכללי ניגוד העניינים

סעיף 17.1 לחוק קובע כי במהלך עבודתו ינהג חתם בתום לב וימנע מניצול לרעה של כוחו. סעיף זה מעגן, בין היתר, את חובת החתם להימנע מפעולה שיש בה משום ניגוד עניינים, אשר ברובם המכריע של המקרים תהווה ניצול לרעה של כוח החתם והתנהגות בחוסר תום לב. סגל הרשות סבור, כי מכוח הסעיף האמור זכאית הרשות להביע עמדתה ולסכל התקשרויות במסגרתן פועל החתם בניגוד עניינים.

על קצה המזלג ניתן לציין, כי בין הבעיות המבניות בסביבתו העסקית של החתם נכללים ניגודי עניינים בין חובותיו לחברה שהינה לקוחו לבין רצונו לשמור על קשרים עסקיים עם המשקיעים. מצב זה בא לידי ביטוי, בין היתר, בתמחור ההנפקה, כאשר מחיר נמוך עשוי לפגוע בחברה המנפיקה ומאידך להקל על שיווק ההנפקה ולהקטין את סיכון החתם המבטח בביטוחה ואילו מחיר גבוה עשוי לפגוע במשקיעים ובמוטיבציה לביצוע בדיקות הנאותות.

ניגוד עניינים נוסף הינו בין פעולות החתם לבין פונקציות אחרות בשוק ההון של חברות קשורות לו דוגמת ניהול תיקים, שירותי אנליזה ומתן הלוואות.

ניגוד עניינים שלישי קיים כאשר ישנם קשרים בין החתם לחברה המנפיקה. קשרים אלו יכולים להיות קשרי החזקה או קשרי נשיה.

לפיכך, יש לבחון האם הכללים שנקבעו במסגרת תיקון 24 לחוק לצורך הפחתת ניגודי העניינים עונים גם על הצרכים שיחולו לאחר הרחבת הגדרת החתם. סגל הרשות סבור כי היקפם של ניגודי העניינים האפשריים לאור הרחבת ההגדרה יתגלה בפועל רק בעקבות

יישום המודל ועם זאת, כבר בשלב זה יש מקום לבצע מספר התאמות ושינויים בכללי ניגוד העניינים הקיימים, כמפורט להלן.

א. הטלת מגבלות על היקף החיתום

מוצע כי המגבלות הקיימות כיום לגבי היקף הרכישה על ידי מוסדיים קשורים במקרה של הצעה לא אחידה יחולו גם ביחס להיקף רכישות מוסדיים בהצעות פרטיות ובהצעות אחידות²⁴.

מצב העניינים בהצעות פרטיות דומה במהותו למצב העניינים בהצעה לא אחידה. בשל היכולת להחליט למי למכור את ניירות הערך קיים חשש כי הגוף המפיץ במקרה של הנפקה גרועה ימכור את ניירות הערך ל"שוק השווי" שלו - מוסדיים הקשורים לו ובכך להציג בפני החברה המנפיקה הצלחה בשיווק, ליהנות מהמוניטין הקשור בהצלחה זו ומעמלת ההפצה וכל זאת על חשבון הציבור הרחב המפקיד כספו אצל הגופים המוסדיים האמורים. ולהיפך, במקרה של הנפקה "חמה" קיים חשש כי הגוף המפיץ ירצה להטותה אל הגופים המוסדיים הקשורים אלי כדי לשפר תשואותיהם ביחס למתחרים שלהם.

באשר להצעה אחידה אזי מתעורר החשש בעיקר במקרה של הנפקה גרועה. עוד יצויין כי מגבלות דומות במהותן החיל אגף שוק ההון במשרד האוצר על משקיעים מוסדיים מסוימים המפוקחים על ידיו.

ב. גילוי בקשר עם הנפקות פרטיות ופעילות הפצה

על פי הדין הקיים מוטלת על החתם חובה למתן דיווחים שונים לציבור על פעילויות הקשורות להנפקה ולתפקידו כחתם שלגביהן קיים חשש לניגוד עניינים²⁵.

ניגודי עניינים דומים אפשריים גם עת החתם משמש כמפיץ בלבד (בין אם על פי הגדרתה כיום ובין אם על פי ההגדרה המוצעת, בין אם בהצעה לציבור ובין אם בהצעה פרטית). בעיקר מתעורר חשש זה באשר לפעילות ניהול כספי אחרים. **לפיכך מוצע לקבוע דרישות גילוי דומות גם במקרים אלה.**

ג. גילוי בתשקיף בדבר ניגוד עניינים

סגל הרשות סבור, כי קיומו של ניגוד עניינים בכוח או בפועל של החתם בליווי הנפקה של חברה, מהווה פרט חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף. בהתאם לאמור, נדרשות חברות ליתן גילוי במסגרת התשקיף או דוח הצעת המדף, לפי העניין, בדבר קיומו של ניגוד עניינים בפועל או בכוח ובדבר הסיבות המקימות את ניגוד העניינים האמור.

מוצע לעגן חובה כאמור במסגרת הוראות הדין, וכן להטיל על החתם חובה למסור לחברה המנפיקה את המידע שתידרש לכלול בתשקיף ההנפקה. כאמור בסעיף ג(3) לעיל, אי עמידה

²⁴ תקנה 13 לתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 קובעת שבהצעה לא אחידה החתם או המפיץ לא רשאי להקצות למשקיעים המוסדיים המנויים בקבוצתו או שהשקעותיהם בה, למעלה מ- 5% מהכמות הכוללת שנמכרה בהצעה, או למעלה מ- 10% מהכמות הכוללת הנמכרת, במקרה בו שווי הנכסים המנוהלים בעבור הציבור בידי כלל המשקיעים המוסדיים בקבוצה כאמור גבוה מ- 10 מיליארד ש"ח.

²⁵ הוראות תקנות 16 ו- 12 לתקנות החיתום.

בחובות הדיווח המוטלות על חתם על פי הדין הקיים מהווה עילה לנקיטה באמצעי אכיפה מנהלית. מוצע, אם כן לקבוע כי גם הפרה של האמור בסעיפים ב' ו-ג' לעיל יהווה עילה לנקיטה בהליכים כאמור.

ד. הסדרים מוצעים נוספים

להלן מספר שינויים נוספים למבנה הקיים אשר מוצעים בנייר זה לאור הקשרים הקיימים בינם ובין תחום החיתום ולהשפעות האפשריות של ביצועם על מבנה שוק החיתום, כמפורט להלן.

1. ביטול חלקי של מנגנון ההתחייבויות המוקדמות

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.

כתוצאה מכך הביא מנגנון ההתחייבויות המוקדמות לפיחות באינטרס של משקיעים שאינם משקיעים מסווגים להשתתף בהנפקה. משקיעים מסווגים יכולים למכור ואף עושים זאת, את ניירות הערך שנרכשו על ידם בהנפקה בסמוך לאחריה תוך עשיית רווח לאור הפער בין מחיר ההנפקה לבין המחיר האפקטיבי שעמד אל מול עיניהם בשל עמלת ההתחייבות המוקדמת. מכירות כאמור מביאות לירידה במחיר נייר הערך בימים לאחר ההנפקה מהמחיר בו רכשו המשקיעים מהציבור שלא נהנו מעמלת ההתחייבות המוקדמת.

כמו כן וכמפורט בסעיף א(1) לעיל, מנגנון זה היווה את אחת הסיבות לירידת קרנו של ענף החיתום בשוק המקומי מאחר ולמעשה בוצע ביטוח ההנפקה על ידי נותני ההתחייבויות המוקדמות כאמור, מבלי שתילקח על ידם אחריות לתשקיף.

יחד עם זאת, משיחות עם גורמי שוק ההון השונים עלה כי הסדר ההתחייבויות המוקדמות הנו כלי מסייע בתמחור ההנפקה, הן לחתמים והן למשקיעים מהציבור.

כמו כן בטווח הקצר עשוי ביטול להביא לסטגנציה מסוימת בשוק ההנפקות עקב כוחם המוגבל של החתמים במבנה השוק הנוכחי להתחייב התחייבות ביטוחית בהיקף שיחליף את ההתחייבות המוקדמת.

לפיכך, מוצע להפחית את שיעורן המרבי של ההתחייבויות המוקדמות מתוך סך היקף ההנפקה. מוצע לעשות כן באופן מדורג במהלך תקופה של מספר שנים עד לשיעור מרבי של 30% מהיקף ההנפקה.

מעבר לשאלת היקף ההתחייבויות המוקדמות עולה השאלה באשר לגורמים שיוכלו ליהנות ממנגנון זה.

מאחר ומנגנון ההתחייבויות המוקדמות מהווה הפליה בין הרוכשים שהתחייבו בהן לאלו שלא, ומנגד כי מצב השוק המקומי אינו מאפשר ביטול מוחלט של מנגנון זה, מוצע לקבוע, כי המשקיעים אשר יהיו זכאים לרכוש ניירות ערך בהתחייבות מוקדמת כאמור יהיו כאלו אשר

מנהלים כספים בעבור אחרים ("other people's money") - קרן נאמנות, קופת גמל וכד'. ככל שאין מנוס מביצוע הפליית מחירים אזי בגדר הרע במיעוטו יהיה בבחירה במשקיעים מסוג זה, ויהא קל יותר "לסנגר" על הנאתם הנובעת מאפליה זו.

נציין כי לאחרונה תוקנה רשימת הגורמים הנכללת בתוספת הראשונה לחוק, אשר להם ניתן להציע ללא תשקיף במגבלות הקבועות בחוק. בתוך כך גם הורחבה אוטומטית רשימת הגורמים היכולים להתחייב בהתחייבויות מוקדמות שכן הדין מפנה לאותה תוספת לצורך כך.

בשל החומרה בה רואה הסגל את הפליית המחיר הגלומה במנגנון ההתחייבויות המוקדמות כמסובר לעיל ובשל הרחבת רשימת הגורמים היכולים להתחייב בהתחייבות מוקדמת שכזו יועלה תיקון זה להערות ציבור בהליך מזורז ובנפרד מיתר ההמלצות הכלולות בנייר זה.

מוצע לקבוע, כי השתתפות של גוף שאינו עומד בדרישות לצורך השתתפות במכרז מוסדי, תהווה הפרה המאפשרת נקיטת אמצעי אכיפה כנגד הגוף האמור על פי חוק אכיפה מנהלית. עוד מוצע, כי השתתפות כאמור תהווה הפרה המאפשרת נקיטת אמצעי אכיפה גם כנגד החתם עקב חובתו לבחון את תקינות השתתפותם של הגופים במכרז המוסדי ועמידתם בהוראות הדין כמפורט בסעיף ב(10) לעיל. בנוסף, מוצע לקבוע כי קבלת התחייבויות מוקדמות בהיקף העולה על השיעורים הנקובים לעיל תהווה גם הפרה של החברה המאפשרת שימוש באמצעי אכיפה בהתאם להוראות חוק אכיפה מנהלית, כמפורט בסעיף ג(3) לעיל.

השתתפות חתם ומפיץ בהנפקות

על פי הוראות הדין הקיים רשאי החתם להשתתף בהנפקה ולרכוש עבור עצמו רק במסגרת המכרז המוסדי. הרציונל בקביעה כאמור במסגרת תיקון 24 לחוק היה, כי השתתפות החתם בהנפקה במסגרת המכרז לציבור, בו לא קיימת חובת גילוי על היקף רכישותיו, עשויה ליצור מראית עין של הצלחת ההנפקה ומונעת מהציבור את הידיעה כי במסגרת ההנפקה לא רכש הציבור את מלוא ניירות הערך המוצעים ועקב כך מומשה התחייבות חיתומית. הגבלה זו גם מסייעת בהקטנת יכולתו של החתם להתאים את בקשתו לאינדיקציות אשר בפועל מתקבלות אצלו ביום הגשת הבקשות. בכך מקטינה המגבלה את ההפליה העלולה להיווצר בינו לבין יתר הציבור.

מאחר ועם שינוי מנגנון ההתחייבויות המוקדמות כמוצע לעיל לא יוכל עוד החתם להשתתף במכרז המוסדי, ומאחר והרציונל למניעת השתתפותו בהנפקה לציבור נותר על כנו – מוצע לאסור על השתתפות החתם, וכן המפיץ בהנפקות המלוות על ידיהם, למעט ככל שניתן גילוי לפרטי בקשתם מראש בתשקיף²⁶.

כן תותר הקצאה של ניירות ערך כחלק מעמלת החיתום ככל ששווי ניירות הערך מייצג אכן עמלת חיתום סבירה וניתן על כך גילוי מלא בתשקיף.

עוד מוצע לקבוע כי הפרה של האמור לעיל תהווה עילה לנקיטה בהליכי אכיפה מנהלית, כמפורט בסעיף ג(3) לעיל.

²⁶ גופים אלו שלא כמנהלי כספים של אחרים לא ייהנו מעמלה בשל בקשה זו.

בשולי הדברים נציין, כי במסגרת הצעדים המוצעים יבוצעו שינויים אשר בחלקם היוו את הסיבות האפשריות לאי השימוש בשיטה הלא אחידה אשר עוגנה בתיקון 24 לחוק, בפרט קביעת חובת חיתום וצמצום היקף ההתחייבויות המוקדמות המרבי בהנפקות. לפיכך, תוצאה אפשרית של אימוץ המודל המוצע הינה שימוש בשיטת ההצעה הלא אחידה. לא למותר לציין כי לשיטת המכרז עדיפות על פני השיטה הלא אחידה; ואולם הצעדים המוצעים הינם הכרחיים ולפיכך הגדלת הכדאיות של שימוש בשיטה הלא אחידה שהינה שיטה בה פועלים שווקים רבים בעולם לא צריכה להוות אבן נגף באימוצם.

2. איסור על מכירת ניירות ערך שהוקצו בעבר ומוחזקים על ידי חברה או חברות בשליטתה שלא על פי תשקיף

סעיף 15ב(3) לחוק ניירות ערך קובע, כי הצעה תוך כדי המסחר בבורסה של ניירות ערך הרשומים בה למסחר פטורה מחובת פרסום תשקיף. החרגה זו לסעיף 15 לחוק מאפשרת לחברות לבצע הלכה למעשה הנפקות לציבור, בהיקפים נרחבים מבלי להידרש לתשקיף. מהלך זה מתאפשר בעיקר בשל היכולת ליצור מלאי ניירות ערך בידי החברה או חברות בשליטתה, בעיקר על ידי רכישות במהלך המסחר בבורסה, מימוש ניירות ערך המירים או יצירת מלאים של ניירות ערך שהוקצו לחברות נשלטות אשר תקופת החסימה לגביהם הסתיימה. לאחרונה השימוש במהלך "עוקף תשקיף" זה נעשה נפוץ יותר.

כלכלית ומהותית לא קיים הבדל בין הנפקת ניירות ערך שנוצרו רישומית לראשונה לבין כאלו שרישומית כבר קיימים ובשניהם מתקיימת הלכה למעשה הנפקה לציבור בה החברה הנה צד לעסקה. בהתאם סבור סגל הרשות כי הרציונל העומד בבסיסו של החרג לחובת פרסום תשקיף בהצעה תוך כדי המסחר בבורסה, אינו חל במקרה של מכירה כאמור על ידי החברה או על ידי חברה בשליטתה.

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 על ידי החברה או על ידי חברה בשליטתה. האמור יחול ללא תלות בשאלה האם מדובר בניירות ערך "חדשים" או לא. לצורך כך תתוקנה הוראות החסימה הקבועות בתקנות מכוח סעיף 15ג. לחוק בקשר עם חברה בת או עם החברה, באופן שלא יהיה עוד באפשרותן למכור את ניירות הערך במסגרת המסחר בבורסה שלא על פי תשקיף.

נוסף על כך, מוצע לקבוע כי מגבלות החסימה הקבועות על פי סעיף 15ג. לחוק בקשר עם ניירות ערך שהוקצו על ידי חברה בהקצאה פרטית, יוחלו גם בקשר עם ניירות ערך שירכשו מבעל שליטה בתאגיד, בין במהלך המסחר בבורסה ובין מחוצה לה.

הצעה לתיקון כאמור נכללה גם במסגרת תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 37), התשס"ח-2008.

צפנת מזר
דוד אדר
רון עמיחי
20.9.2011