



24 באפריל 2013

לכבוד  
מר שריה אורגד, עו"ד  
מחלקת תאגידיים  
רשות ניירות ערך  
רחוב כנפי נשרים 22  
ירושלים

בדוא"ל

שריה שלום,

**הנדון: בקשה להבהרה לגבי סוג ניירות הערך הכלולים בסעיף 15ג(א)(1)(ב) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968**

בשם איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות (ע"ר) (להלן: "האיגוד"), אנו מבקשים לפנות אליך, בנושא שבנדון, כדלקמן:

1. סעיף 15ג לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") קובע אימתי הצעה של ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה תחשב כהצעה לציבור, על אף האמור בסעיף 15ב(3) לחוק. בין היתר נקבע, בסעיף 15ג(א)(1)(ב) לחוק, כי אין להציע, תוך כדי המסחר בבורסה, ניירות ערך אשר נרכשו בהנפקה שלא על פי תשקיף, במשך התקופה שנקבעה בתקנות מיום ההקצאה, או אם טרם חלפו התקופות הנוספות שנקבעו בתקנות, כאשר:

"השיעור מההון המונפק והנפרע של התאגיד שניירות הערך שלו מוצעים, עולה על השיעור שנקבע בתקנות."

2. בתקנה 5(ד) לתקנות ניירות ערך (פרטים לענין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), תש"ס-2000 (להלן: "התקנות") נקבע כי:

"השיעור לענין סעיף 15ג(א)(1)(ב) לחוק, ליום ההצעה, הוא אחוז אחד מההון המונפק והנפרע של התאגיד שניירות הערך שלו מוצעים, במהלך כל רבעון; בתקנה זו, "הון מונפק ונפרע" - למעט מניות שינבעו ממימוש או המרה של ניירות ערך המירים שהוקצו עד ליום ההצעה וטרם מומשו או הומרו."

3. ניירות ערך מוגדרים בסעיף 1 לחוק:

"תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה..."

4. פרשנות לשון החוק והתקנות פשיטא היא, כי החסימה האמורה בסעיף 15ג(א)(1)(ב) ותקנה 5(ד) לתקנות מתייחסת ל"הון מונפק ונפרע של תאגיד" - מונח המתייחס מעצם טיבו וטבעו להון המוניות המונפק והנפרע של תאגיד, היינו - מניות. הדברים גם מתיישבים היטב עם הסייג הקיים להגדרת הון מונפק ונפרע ככזה שממעט מניות שינבעו ממימוש או המרה של ני"ע המירים, כלומר - לא מדובר כאן על שיעור מההון, בדילול מלא. התייחסות להון בדילול מלא או שלא בדילול מלא, רלוונטית למניות בלבד, ולא לניירות ערך אחרים. כמו כן, ובהקשר זה, המונחים בהם נהוג לעשות שימוש בקשר עם אגרות חוב, לדוגמה, הוא "הכמות הרשומה למסחר" או "סך הערך הנקוב של סדרת תעודות התחיבות" וכיו"ב.

5. יחד עם זאת, על רקע השימוש במונח: "ניירות ערך" בסעיף 15ג, אף לצד המונח: "הון מונפק ונפרע", אין לכחד כי עשויה לעלות שאלה פרשנית שמא לסעיף זה בחוק ולתקנות כאמור תחולה על כל סוגי ניירות הערך שמנפיק תאגיד, ובין היתר אגרות חוב שהנפיק.

6. על רקע האמור, גם חקרנו ברקע החקיקתי של סעיף 15 לחוק.

בשנת 2000 תוקן החוק (להלן: "תיקון 20"), במסגרתו תוקן סעיף 15 כך שכעת כולל רק את החובה הכללית, כי הצעת ניירות ערך לציבור תהא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, וכן נוספו סעיפים 15א-15ד, הכוללים את ההצעות אשר פטורות מהחובה לפרסם תשקיף, או שאין לראותן כפעולות שהן בגדר "הצעה לציבור".

בדברי ההסבר להצעת החוק<sup>1</sup> נאמר, כי מגבלות הכמויות והמועדים המפורטות בסעיף 15ג(א) לחוק נועדו למנוע עקיפת חובת פרסום תשקיף על ידי הקצאת ניירות ערך בלי תשקיף והצעתם סמוך לאחר מכן, במהלך המסחר בבורסה. בדיון בוועדת המשנה (של ועדת הכספים) לשוק ההון של הכנסת מיום 27 במרס 2000 לקראת תיקון החוק, אמרה נציגת הרשות, הגב' ליזה חיימוביץ כי:

"כדי לסגור את הפירצה הזאת (של הצעת ניירות ערך במהלך המסחר בבורסה לצורך עקיפת חובת פרסום התשקיף, הח"מ) אנהנו אימצנו את מה שמקובל ככלל 144(a) בארצות-הברית"<sup>2</sup>.

בענין זה חשוב לציין שתיקון 20, רובו ככולו, נעשה על בסיס אימוץ החוק האמריקאי בנושא של הצעה לציבור<sup>3</sup>. דא עקא, שלמיטב ידיעתנו, בבורסות בארצות הברית נסחרות אך ורק **מניות** של תאגידים (זאת לעומת אגרות חוב וניירות ערך אחרים שהנפיקו התאגידים, אשר נסחרים OTC, היינו - בשווקים מוסדרים). משכך, השלכה של הדין האמריקאי לדין הישראלי בענין זה היתה צריכה לחול לגבי מניות של תאגידים בלבד (ולא אגרות חוב, מטבע הדברים).

7. נציין עוד כי גם בוועדת המשנה (של ועדת הכספים) לשוק ההון של הכנסת מיום 16 במאי 2000 בענין התקנות, התייחסה נציגת הרשות, הגב' ליזה חיימוביץ, לתקנה 5(ד), באומרה כי:

"הפקודה שכל אחד נותן כל יום היא עד לממוצע מחזור המסחר של שמונה שבועות שקדמו ליום ההצעה ובסך הכל עד אחוז אחד מהון התאגיד ברבעון"  
(ההדגשה אינה במקור, הח"מ)

גם כאן, להבנתנו, עולה כי כוונת המחוקק היתה להון המניות של התאגיד המנפיק, ולא לגודל סדרה של אגרות חוב.

8. מכל האמור, עולה, להבנתנו, כי המחוקק לא התכוון שהוראה זו תתייחס לניירות ערך שאינם מניות (לאגרות חוב לדוגמה), ונראה כי השימוש במושג "ניירות ערך" ולא ב"מניות" בלשון הסעיף והתקנה, נעשה מחוסר תשומת לב ולא מתוך כוונה כי הם יחולו על ניירות ערך נוספים.

9. בענין זה חשוב לציין, כי לאור העובדה כי גיוס הון באמצעות הנפקת אגרות חוב נוטה להיות רב סדרתי, ולא באמצעות הנפקת סדרה אחת גדולה של אגרות חוב, הוראות החסימה הקיימות, מובילות לחסימת כמות גדולה ביותר של אגרות חוב מכל אחת מהסדרות הרלוונטיות בידי משקיעים מוסדיים שונים, ללא כל הצדקה מהותית. יוצא, אפוא, כי פרשנות לפיה סעיף 15ג(א)(1)(ב) לחוק מתייחס גם להצעה של אגרות חוב, עשויה להציב לחברי האיגוד קשיים בעת נסיונות להקטין חשיפה לתאגיד מסויים ולא תאפשר למנהלי הקרנות להתאים את השקעתם לתנאי השוק והסיכונים המשתנים, בעיקר בעתות בהן נדרשת יכולת תגובה מהירה לעניין מכירת ניירות ערך, והדברים אמורים בעיקר לגבי סדרות גדולות.

10. לאור כל האמור לעיל, מבקש האיגוד לקבל את עמדת הרשות האם פרשנותה את הוראות סעיף 15ג(א)(1)(ב) לחוק ותקנה 5(ד) לתקנות מתיישבת עם עמדת האיגוד כפי שהובאה לעיל כי סעיפים אלה

<sup>1</sup> ה"ח 2845 מיום 7 בפברואר 2000, דברי הסבר לסעיף 15ג(3).

<sup>2</sup> SECURITIES ACT OF 1933, PART 230 - GENERAL RULES AND REGULATIONS, § 230.144A Private resales of securities to institutions.

<sup>3</sup> ודוק, בשני הדיונים שהתקיימו בענין תיקון 20 בוועדת המשנה (של ועדת הכספים) לשוק ההון, נאמר פעמים רבות על ידי נציגי הרשות, כי הכוונה היא לאמץ את הדין האמריקאי.

מתייחסים להצעה של מניות בלבד, ולא של ניירות ערך אחרים, לרבות אגרות חוב.

## סיכום

11. בקשת חברי האיגוד פורטה לעיל בהרחבה.
12. האיגוד מתחייב להודיע מראש לרשות על אימוץ עמדה השונה מזו שתבוא לידי ביטוי בתשובת הרשות שתניתן לפניה זו.
13. האיגוד מודע ומסכים לכך שפניה זו והתשובה לה יפורסמו בנוסחן המלא באתר הרשות.
14. הח"מ עומד לרשותכם בכל שאלה ו/או הבהרה נדרשת.

**בכבוד רב ובברכה,  
אלי בבלי, יו"ר  
איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות**

## העתקים:

מר דודו לביא, מנהל מחלקת השקעות, רשות ני"ע  
הגב' שרון אופיר-שטרית, מנהלת היחידה לפיקוח על קרנות נאמנות  
חברי האיגוד