

רשות ניירות ערך

שלום,

מצ"ב מצע לדיון שהוכן על ידי סגל הרשות לצורך בחינה מעמיקה של הסדר החיתום בכללותו.

נודה על קבלת הערותיכם בתוך שבועיים מיום קבלת פניה זו.

בברכה,

דודי אדר
דניאל רימון
רון עמיחי

16.11.2008

חיתום - לקחים ושיפורים אחרים

רקע

לפני כשנה נכנסה לתוקף סדרת תיקוני חקיקה מקיפה שמטרתה לשכלל ולשפר את השוק הראשוני. רכיבים מסוימים ברפורמה עומדים לפקוע ביולי 2009. רכיבים אלה כוללים את שיטת ההצעה הלא אחידה בכללה, את מגבלות ניגודי העניינים הקבועות ביחס לשיטה זו בתקנה 13 לתקנות אופן הצעה לציבור (כמפורט להלן) ואת מגבלות ניגודי העניינים הקבועות ביחס לכלל ההנפקות בתקנה 10 לתקנות החיתום (גם זאת, כמפורט להלן).

בשל הניסיון שנצבר עד עתה, מתעורר הצורך להתוות את המבנה הרצוי של ענף החיתום ואופן ההצעה לעתיד לבוא.

בחודשים האחרונים נאספו על ידינו עדויות רבות, בעיקר ממספר גדול של פגישות עם חתמים, באשר להתנהלות שוק ההנפקות והחיתום בכלל ולאחר כניסת הרפורמה לתוקף בפרט. חומר זה והמסקנות ממנו מצאו את ביטויים בנייר שלהלן.

בחלקו הראשון מתאר נייר זה בקצרה את המצב ערב כניסת הרפורמה לתוקף ואת השינויים שאירעו בתחום החיתום, בין היתר בעקבותיה. בחלקו השני יפורטו ההמלצות למודל הרצוי. אנו רואים בהמלצות אלו בסיס לתגובות מצד הגורמים השונים בשוק ולא כמודל סופי.

אנו מעריכים כי סד הזמנים אותו קבעה ועדת הכספים בין כניסת התקנות לתוקף לבין פקיעתן לא יאפשר מיצוי מהלך שילוב הלקחים בחקיקה עד למועד הפקיעה. לפיכך אנו מציעים מהלך משולב לפיו יש לפעול להארכת התקנות הקיימות כלשונון וללא הגבלת זמן ובמקביל לפעול לאותם תיקונים נדרשים למבנה התחום.

I. השינויים העיקריים בתחום החיתום עם כניסת הסדר החיתום לתוקף:

1. **ניגודי עניינים** – ככלל ניתן לחלק את סוגי ניגודי העניינים לכאלה הנובעים מהעובדה שבאותו "בית" קיימים גם חתם וגם מוסדיים שהם רוכשים פוטנציאליים, וכאלה הנובעים מכך שגופי חיתום מרכזיים שייכים לבנקים, שהם נותני האשראי המרכזי למנפיקים¹.
- רפורמת בכר הוציאה את הקופות והקרנות מהבנקים, והתקנות דחקו למעשה את הבנקים להפחית החזקות בחברות החיתום.

¹ לא תמיד ניגוד העניינים יוצא מן הכוח אל הפועל, כלומר- אין הכרח שכספי ההנפקה ישמשו להחזר חוב של המנפיק לבנק המחזיק בחברת החיתום או שהחלטת חברה שלא לשכור את שירותיו של החתם הבנקאי תביא לכך שהבנק הרלוונטי לא יסכים לתת לה אשראי בעת הצורך; אין גם הכרח שהקרנות והקופות של "בית" החתם אכן יקנו כמות משמעותית בהנפקה, אך ברור שקיים פיתוי של ממש לחתמים בעלי פוטנציאל ניגוד העניינים לשווק עצמם אל מול החברות באופן אגרסיבי, תוך הבלטת כוח הקניה/כוח מתן האשראי שלהם.

עד לכניסת ההוראות החדשות לתוקף לפני כשנה, היו הבנקים דומיננטיים בתהליך ההצעה לציבור בשלושה כובעים: כמוסדי רוכש (באמצעות קרנות וקופות בבעלותו), כגוף חיתום וכנותן אשראי כמעט בלעדי לגופים המנפיקים.

בכדי לטפל בניגודי העניינים האמורים תוקנה תקנה 10 לתקנות החיתום. במסגרת זו נקבעו מספר מגבלות חדשות. נעשתה הפרדה בין המגבלות על חתם מתמחר שהוא מי שמשותף בקביעת מחיר ההנפקה, לבין חתם שאינו מתמחר. ברקע הפרדה זו קיימת הטענה כי אין הנפקה טובה או גרועה וכי הכול שאלה של מחיר – במחיר נכון כל הנפקה היא טובה. לפיכך עיקר המגבלות הושטו על החתם המתמחר. חתם הקשור לחברה המנפיקה בקשרי בעלות או שהחברה המנפיקה חייבת לקבוצתו סכום המהווה שיעור מהותי מהתחייבויותיה, כקבוע בתקנות, כלל לא יוכל לשמש כחתם מתמחר באותה הנפקה.

לגבי חתם שמתקיימים בו הפרמטרים דלעיל אך הוא אינו מתמחר הוחמר רף אחוז החיתום שביכולתו להתחייב בו מכלל ההתחייבויות החיתומיות². כבעבר, ההנחה הייתה כי אם קיימים חתמים נוספים המוכנים להתחייב בהנפקה ולפיכך להיחשף לכישלונה, יש בכך משום אינדיקציה שתנאיה לא מושפעים מניגודי העניינים. הרף הוחמר מאחר שבעבר הוא עמד על אחוז לא אפקטיבי.

נציין כי בשנה החולפת היו מקרים בהם גופי חיתום עקפו את המגבלות של היכולת להיות חתם מתמחר בהנפקות של חברות קשורות על ידי כך שלא התחייבו בהתחייבות חיתומית אלא ביצעו את כל או רוב הפונקציות הנוספות של חתם ובהן – הפצה, הובלת או השתתפות במסע חשיפה (road show), בחירת הניירות המונפקים, תמחורם וכד'.

להלן נוסח תקנה 10 כפי שהוא כיום. תקנה זו עומדת לפקוע ביולי 2009, ואנו מבקשים כאמור, להאריכה כלשונה, לעת עתה ועד שתושלם בחינת ההסדר כולו.

סייגים

10. (א) לא יתחייב חתם בהתחייבות חיתומית העולה על חמישה עשר אחוזים מכלל ההתחייבויות החיתומיות שניתנו בהצעה לציבור, ולא ישמש חתם מתמחר בהצעה לציבור שאינה הצעה של מניות הכלולות במדד ת"א 25, בכל אחד מאלה:

² שינוי המגבלה מ- 25% התחייבות חיתומית מרבית ל- 15%.

(1) בהצעה לציבור של ניירות ערך של קבוצת החתם ;

(2) בהצעה לציבור של ניירות ערך, אם במועד סמוך לפני תאריך התשקיף מתקיים אחד מאלה :

(א) יתרת חובו של המנפיק או של המציע, לפי דוחותיהם הכספיים המאוחדים האחרונים, לאחד מהמנויים בקבוצת החתם, או לכמה מהם יחד, מהווה למעלה מחמישה עשר אחוזים מסך כל ההתחייבויות הפיננסיות של המנפיק או המציע, לפי דוחותיהם הכספיים המאוחדים האחרונים ;

(ב) נושא משרה בחתם, הוא נושא משרה או עובד, שעיסוקו בתחום האשראי, בגופים בעלי השפעה, שיתרת חובו של המנפיק או המציע לאחד מהם או לכמה מהם יחד, הוא כאמור בפסקת משנה (א) ;

(3) בהצעה לציבור של ניירות ערך אם למעלה מעשרים וחמישה אחוזים מהתמורה בעד ניירות הערך המוצעים מיועדים לפירעון חובות לקבוצת החתם.

(ב) התחייבות חיתומית בקשר להצעה לציבור שאינה הצעה של מניות הכלולות במדד ת"א 25 של מנפיק או מציע שיתרת חובו לגוף בעל השפעה או לכמה גופים יחד, היא כמפורט בתקנת משנה (א)(2)(א), טעונה אישור מראש של ועדת דירקטוריון של החתם שרוב חבריה הם דירקטורים עצמאיים ; במנין הרוב ייכללו קולותיהם של רוב הדירקטורים העצמאיים שנכחו בדיון ; היה הגוף בעל השפעה גוף שאינו בנק או מבטח, יתקיימו בדירקטורים העצמאיים התנאים הקבועים בסעיף 240(ב) לחוק החברות, ויקראו אותו, כאילו אחרי "לבעל השליטה" בא "או לגוף בעל השפעה".

(ג) פסקאות (2) ו-(3) לתקנת משנה (א) וכן תקנת משנה (ב) לא יחולו על חתם זר שההון העצמי שלו או של תאגיד שמאחד בדוחותיו את דוחות החתם הזר, הוא 10 מיליארד דולר של ארצות הברית או יותר ; בתקנת משנה זו, "הון עצמי" - לרבות לפי כללי חשבונאות זרים, תקני חשבונאות זרים, תקני

חשבוונאות בין-לאומיים וכללי חשבוונאות
מקובלים בארה"ב כהגדרתם בתקנות ניירות ערך
(עריכת דוחות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993.

(ד) לענין תקנה זו יחושבו סך כל ההתחייבויות
החיתומיות של מי שמנוי בקבוצה מקורבת או
חברה קשורה שלו, כהתחייבות חיתומית אחת.
(ה) (1) בוצעה מכירת ניירות ערך בהצעה לציבור על
ידי גוף מקורב לחתם, לרבות על ידי מפיץ שהוא
גוף מקורב לחתם - יהא החתם אחראי כלפי הרוכש
לפי ההצעה לגלות לו מראש את דבר הקשר האמור
ואת טיבו;

(2) האחריות לפי פסקה (1) לא תחול על חתם
שהוכיח שנקט את כל האמצעים הנאותים
כדי להבטיח את ידיעת הרוכש כאמור
באותה פסקה.

בתקנה זו -

"גוף בעל השפעה" - קבוצת החתם, ואולם את ההגדרה "זיקה"
בה יקראו באילו נאמר בה החזקה בשיעור של עשרה
אחוזים או יותר;

"החזקה" - בלי לגרוע מהאמור בהגדרה "החזקה" בחוק, החזקה
בשיעור מסוים בערך הנקוב של הון המניות המונפק או
בכוח ההצבעה, או בזכות למנות שיעור מסוים
מהדירקטורים;

"התחייבות פיננסית" - כמשמעותה בעקרונות החשבונאים
המקובלים ובכללי הדיווח המקובלים;

"מדד ת"א 25" - כהגדרתו בתקנון הבורסה ובהנחיות הבורסה
כמשמעותם בסעיף 46 לחוק;

"קבוצה מקורבת" - החתם וגוף מקורב אליו;

"קבוצת החתם" - קבוצה מקורבת וכן מי שיש לו זיקה אליה או
שיש לה זיקה אליו. לענין זה, "זיקה" - החזקה בשיעור של
עשרים אחוזים או יותר, או בשיעור נמוך יותר אך גבוה
מעשרה אחוזים במקרה שאין לתאגיד בעל שליטה אחר.

2. **שיטת ההקצאה** - ערב ההסדר החדש האפשרות היחידה לגייס על פי תשקיף הייתה בדרך של מכרז; מאז כניסת תיקוני הדין לתוקף עומדות זו לצד זו, האפשרות לגייס במכרז כבעבר (אך ללא קביעת מחיר מרבי, ראה להלן), ולצידה- האפשרות "לבנות ספר ביקושים" לפי שיטת ההצעה הלא אחידה - שהיא השיטה הנוהגת בארה"ב ובאנגליה וככל הנראה ברוב השווקים המרכזיים. על פי שיטת הצעה זו המחיר בו נמכרים ניירות הערך צריך להוותר אחיד כבשיטת המכרז ואולם את מחיר ההנפקה ואת אופן ההקצאה בין המבקשים השונים קובע החתם. נעשו בשיטה מספר התאמות כלהלן:

א. בארה"ב נתגלו מספר בעיות בשיטה בתחילת המילניום, עת ניצלו החתמים את הכוח הניתן בידיהם להחליט על אופן ההקצאה של ניירות הערך בין המשקיעים השונים. הניצול המרכזי לרעה היה כלהלן – חתמים קבעו מחיר נמוך יחסית לביקושים להנפקה. בשלב ההקצאה הקצו ניירות ערך לאלו ש"חפצו ביקרם" בידועם כי מחיר נייר הערך יעלה באופן משמעותי עם תחילת המסחר והרוכשים יוכלו לממש רווח מהיר ונאה. כך לדוגמה הקצו החתמים ניירות ערך באופן זה למנהלי כספים של חברות פרטיות. בתמורה לרווח הנאה, ובבוא העת להפוך לחברה ציבורית בחרו מנהלי הכספים באותם חתמים שהקצו להם ניירות ערך בזמנו ואף היו מוכנים להמשיך את "השלשלת" ולקבוע מחיר נמוך יחסית בהנפקה של החברה בה שימשו מנהלי כספים.

לפיכך, ההתאמה המרכזית הייתה הגבלת יכולת ההקצאה לפי שיקול דעת למוסדיים בלבד. המוסדיים הוגדרו כתת קבוצה של המסווגים המנויים בתוספת לחוק ואלו כוללים את החשבונות המנוהלים בעבור הציבור (קופ"ג, קרנות נאמנות, וביטוחי חיים משתתפים ברווחים) וכן קבוצה מצומצמת נוספת של מקרים שהונח שקשה יותר, או פחות כדאי, לחתמים להעניק להם רווחים קלים בדרך המתוארת לעיל³.

³ משקיע מוסדי מוגדר בתקנות כלהלן:

"משקיע מוסדי" - כל אחד מאלה:

(1) משקיע המנוי בפרטים (1) עד (3) או (11) בתוספת הראשונה לחוק, הרוכש בעבור עצמו;

(2) תאגיד בנקאי ותאגיד עזר כמשמעותם בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, למעט חברת

שירותים משותפת, הרוכשים בעבור עצמם;

(3) מנהל תיקים הרוכש בעבור לקוחות שהם אחד מן המנויים בפסקאות (1), (2) או (4), לענין אותה

הרכישה;

(4) תאגיד שהתאגד מחוץ לישראל שמאפייניו דומים לאלה של משקיע המנוי בפסקאות (1) או (2);

סעיפים (1) עד (3) או (11) לתוספת הראשונה לחוק:

"(1) קרן להשקעות משותפות בנאמנות, כמשמעותה בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994,

או חברה לניהול קרן כאמור;

(2) קופת גמל או חברה מנהלת כהגדרתן בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-

2005.

ב. מאחר שלא הייתה כוונה שלא לאפשר לשוק הקמעונאי ("הקמעונאים" (retail)) להשתתף בהנפקות הוחלט לאפשר מכירה של חלק מההנפקה למשקיעים אלו. בכדי למנוע מהחתם את היכולת של ניצול כוחו לרעה כמתואר לעיל הוחלט כי המכירה לקמעונאים תיעשה בדרך של מכרז פתוח לכל. כמו כן בכדי למנוע מצב בו המחיר לקמעונאים יהיה שונה (קרוב לוודאי – גבוה) מהמחיר למוסדיים הוחלט כי המכרז יהיה מכרז כמות שבו המחיר הוא זה שהחתם קבע במכירה למוסדיים, ובו בפועל נמכרו להם ניירות.

מכרז כמות הנו מקרה פרטי של מכרז עם מחיר מרבי שבו המחיר המרבי זהה למזערי. בכדי למנוע עקיפה של איסור המחיר המרבי (הרלוונטי לשיטת המכרז בלבד), הוחלט להגביל את החלק הנמכר לקמעונאים למקסימום של 30% (בהקשר זה כדאי לציין כי אין בכך כדי לשנות את מצב הדברים הנוהג ערב התיקון, לפיו ברוב ההנפקות חלק הקמעונאים בשיטת המכרז עמד על כ- 20% בלבד).

ג. הוחלט כי ניתן יהיה לעשות שימוש בשיטה הלא אחידה רק אם יהיה חיתום מלא להנפקה⁴. החתם נחשב כמי שנמצא תחת וקטורי כוחות מנוגדים – מחד ברצונו לרצות את החברה המנפיקה שכן החברות הן אלו השוכרות את שירותיו, אך מנגד ברצונו לרצות גם את המשקיעים שכן הם אלו המונעים ממנו "להיתקע" עם סחורה בהנפקה, הם גם בסיס כוחו השיווקי לעתיד לבוא. ההנחה היא כי כוחות אלה יביאו את החתמים להחליט על אופן ההקצאה בדרך כלל מתוך ראיית טובת שוק ההון. בניגוד לו, עיקר האינטרס של החברה המנפיקה הוא כלפי עצמה ולא דווקא כלפי השוק בכללו.

ד. הובע חשש כי בשוק קטן כשלנו ינצלו החתמים לרעה את היכולת להקצות את ניירות הערך בהנפקה לפי שיקול דעת עצמי וזאת בשני מצבים הופכיים: כאשר להנפקה ביקושים ערים יוכלו למכור את ניירות הערך לקופות והקרנות בקבוצה על מנת להבטיח להן תשואה עודפת על פני הגופים שאינם בקבוצה; מנגד, אם ההנפקה נתקלת בקשיים ובכדי שלא להיקלע למצב בו יצטרכו לממש את התחייבותם החיתומית ולרכוש את ניירות הערך בעצמם, "ידחפו" החתמים לקופות ולקרנות הקשורות את הסחורה הגרועה וזאת על

(3) מבטח כמשמעותו בחוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א-1981; (11) תאגיד, למעט תאגיד שהתאגד למטרת רכישת ניירות ערך בהצעה מסוימת, שההון העצמי שלו עולה על 250 מיליון שקלים חדשים; בפסקה זו, "הון עצמי" - לרבות לפי כללי חשבונאות זרים, תקני חשבונאות בין-לאומיים וכללי חשבונאות מקובלים בארה"ב כהגדרתם בתקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993.

⁴ ביחס להצעות מיוחדות- למשל הצעה לעובדים, החלפת ניירות ערך או הצעת זכויות- שגם הן סוגים של הצעה לא אחידה- לא נקבעה מן הסתם דרישת חיתום כלל.

חשבון המפקידים בגופים. בשל כך נקבע כי כל המוסדיים הקשורים לחתם או למפיץ המשתתף בהנפקה יוכלו לרכוש עד 5% בהנפקה; ואם ה"בית" גדול⁵, יותר להם לקנות עד 10%.

מגבלה זו נקבעה בתקנה 13 אשר להלן נוסחה. תקנה זו עומדת לפקוע ביולי 2009, וגם אותה מבוקש להאריך כלשונה.

"הגבלות על הקצאה למשקיעים מוסדיים מקורבים"

13. בהצעה לא אחידה לא תעלה הכמות שתוקצה על ידי חתם או מפיץ לכלל המשקיעים המוסדיים שמנויים בקבוצתו או שהשקעותיהם מנוהלות על ידי קבוצתו, על 5% מהכמות שנמכרה בהצעה, לרבות הכמות הנוספת לפי תקנה 12; היה שווי הנכסים המנוהלים בעבור הציבור בידי כלל המשקיעים המוסדיים בקבוצת החתם או בקבוצת המפיץ, לפי הענין, גבוה מ-10 מיליארד שקלים חדשים, לא תעלה הכמות שתוקצה להם על 10% מסך הכמות הנמכרת; לענין תקנה זו -

"קבוצת החתם" - החתם או גוף מקורב אליו וכן מי שמחזיק באחד מהם בעשרים אחוזים או יותר או שאחד מהם מחזיק בו בעשרים אחוזים או יותר;

"קבוצת המפיץ" - המפיץ או גוף מקורב אליו וכן מי שמחזיק באחד מהם בעשרים אחוזים או יותר או שאחד מהם מחזיק בו בעשרים אחוזים או יותר."

בפועל, המציאות מלמדת שעד עתה נעשה שימוש בשיטה זו שלוש פעמים בלבד. נזכיר – השיטה הותרה על אף חששות כבדים של גורמים שונים בשוק מאחר שהיא המוכרת והנפוצה בעולם. ככזו ראינו חשיבות באימוצה משתי סיבות עיקריות: ראשית, הרצון לפתוח את השוק לשחקנים זרים - חתמים ומשקיעים. שוק ההון המקומי אינו מספיק אטרקטיבי בכדי לגרום לגופים אלו לפעול במודלים שאינם מקובלים בעולם.

הסיבה השנייה לאימוץ השיטה הייתה הגברת כושר התחרותיות של שוק ההון המקומי. שוק זה מתמודד אל מול שוקי הון זרים על ליבן של החברות. לפיכך יש לאפשר לחתמים לפעול בכלים דומים לאלו בהם חתמים פועלים בשווקים המתחרים ולא להקשות עליהם.

⁵ שווי נכסים מנוהל של כלל המקורבים לחתם/למפיץ עולה על 10 מיליארד ₪.

אכן כאמור השיטה החדשה לא הכתה שורש לעת עתה, אך אין אנו רואים באי השימוש בה כישלון. לשיטת המכרז יתרונות רבים בכל הקשור לאובייקטיביות קביעת מחיר ההנפקה ובהקצאתה. יחד עם זאת חשוב לבחון מדוע לא נעשה בשיטה הלא אחידה שימוש בכדי לגלות חסמים אפשריים נוספים בשוק.

סיבות אפשריות לאי השימוש בשיטה הלא אחידה:

א. **היכולת לקבל התחייבויות מוקדמות בהצעה האחידה, ובה בלבד-** לחתם סיכון נמוך בהרבה בהצעה האחידה - ההתחייבויות המוקדמות המרביות המותרות הן בשיעור של 80% מהגיוס (ובהנפקות גדולות אף למעלה מכך). בפועל נמצא כי במרבית ההנפקות קיימת התחייבות מוקדמת למלוא האחוז המותר (הסיבה לכך טמונה גם באיתנות שיש בהשגת אחוז ההתחייבות המוקדמת המרבי באשר לטיב ההנפקה; בפועל החתמים והחברות המנפיקות מתאימים את גודל ההנפקה לאחר שהתברר היקף ההתחייבויות המוקדמות בכדי שאחוז זה יהיה במקסימום, כך שחשיפת החתם נותרת במרבית המקרים בהיקף של 20% מההנפקה).

השיטה הלא אחידה מצריכה את החתמים להישען על אינדיקציות בלבד מידיהם של המשקיעים המוסדיים, ללא יכולת לקבל מהם התחייבויות מוקדמות. לטענת החתמים אין הם יכולים לסמוך ידם על אינדיקציות כאמור, בהעדר היסטורית יחסים לתמוך בהסתמכות כאמור.

החתמים טוענים כי לאחר רפורמת בכר הריכוזיות בשוק גדלה בהרבה ועתה שלוש עד חמש קבוצות מוסדיים מהוות את רוב שוק המוסדיים. מנגד החתמים היו גופים קטנים יחסית בעבר ואף הצטמצמו בשנה החולפת (כמוסבר בהמשך). יחס כוחות זה תורם גם הוא לחשש מצד החתמים לסמוך על אינדיקציות המוסדיים. כלי הענישה שבידי החתם, כפי שמתואר בספרות הנו השליטה על ההקצאה בהנפקות – מוסדי שלא עומד מאחורי האינדיקציות שנתן, חושף עצמו לקבלת הקצאה קטנה בהנפקות בעתיד ואף לסכנת "החרמה" מצד חתמים בעתיד. **כלי זה לא יכול להיות אפקטיבי כאשר חייבים תמיד למכור לאותם מוסדיים בשל מספרם המצומצם וגודלם הרב.**

גם העדר עומק הכיס אצל גופי החיתום לא מאפשר להם לתפקד במציאות של חוסר ודאות כאמור - די בכך שבמספר קטן של מקרים המשקיעים המוסדיים לא יעמדו מאחורי האינדיקציות

שנתנו, כדי להפיל את גוף החיתום. עניין זה מביא ללחץ הן מצידם של המשקיעים והן מצידן של החברות לבחור בשיטה האחידה.

ב. אל מול האפשרות לקבלת התחייבויות מוקדמות ממסווגים בשיטה האחידה הרי בשיטה הלא אחידה לא זאת בלבד שלא ניתן לקבל התחייבויות מוקדמות אלא שגם חלה חובת חיתום מלאה.

ג. המשקיעים המוסדיים מצידם דוחקים ללכת בדרך ההצעה האחידה משתי סיבות מרכזיות: **העדר המגבלה על החתמים ביחס להיקף המכירה מתוך סך ההנפקה למוסדיים קשורים** (תקנה 13) שכן זו חלה כיום רק לגבי הצעה לא אחידה, והאפשרות הקיימת בפניהם רק בהצעה אחידה לקבל **עמלת התחייבות מוקדמת**.

במסגרת הרפורמה נוסף סעיף בחוק המחייב כי המכירה תיעשה במחיר אחיד למעט חריגים שיקבעו בתקנות. עמלת התחייבות מוקדמת נקבעה כאחד החריגים בתקנות. ואולם החל מכניסת הרפורמה לתוקף ניתן לקבל היתר לתשקיף לפני המכרז המוסדי ולפני קביעה סופית של מחיר ההנפקה⁶. תיקון זה מאפשר לחתמים לקצר את החשיפה של המוסדיים לשעות ספורות ועד יום. במצב עניינים זה הופכת עמלת ההתחייבות המוקדמת לבונוס נוסף ולא לפיצוי על חשיפה שנטלו. מעבר לכך לא ברור מה משמעותה של ההתחייבות כל עוד לא פורסם הדבר בתשקיף (או בהודעה משלימה) ועד כמה, באם יקרו אירועים שלהם השפעה מהותית על מחיר ההנפקה לא ייסוגו המוסדיים מהתחייבותם. ברור לכן כי מוסדיים אלו לא ירצו שיטה אחרת המונעת מהם את הבונוס.

להמשך דיוננו חשוב לדעת מדוע נולד ההסדר בדבר התחייבויות מוקדמות של מוסדיים. במחצית השנייה של שנות התשעים אפפה רוח אופטימיות את המזרח התיכון שהנה השלום בפתח. כתוצאה מכך, החלו מוסדיים זרים לגלות עניין בשוק הראשוני בישראל. אלא שאז מצאו אלו את עצמם בפני מאפיין ייחודי לשוק המקומי – בהנפקות ללא מחיר מרבי נשארו הם לא פעם בסופו של דבר ללא "סחורה" שכן המחיר שנקבע היה גבוה מבקשתם ובהנפקות עם מחיר מרבי שרווחו באותה עת 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 אנאליזה מוגבלים אין טעם להשקיעם בהנפקות בישראל שכן כמות ניירות הערך המתקבלת אפסית ביחס להשקעת הזמן ולתיק ההשקעות שלהם.

⁶ מידע זה מתפרסם בהודעה משלימה זמן קצר לפני תחילת המכרז או המכירה בהתאם לשיטת ההצעה.

במקביל עמד סגל הרשות בפני בעיה מתמשכת אחרת – חברות חזרו ושאלו מה עליהן לעשות עם משקיעים שלטענתן, מעצמם הודיעו לחברה כי ירכשו בהנפקה כמות כזו וכזו במחיר כזה וכזה.

בעולם בו לא הייתה האפשרות להצעה לא אחידה היה צריך למצוא פתרון אלתורי. פתרון זה נמצא במנגנון ההתחייבויות המוקדמות. לפי מנגנון זה מסווגים החפצים בכך יוכלו להתחייב מראש לרכוש בהנפקה במחיר ובכמות ידועים מראש. המסווגים יקבלו בעבור כך עמלת התחייבות מוקדמת שתפצה אותם על החשיפה הביטוחית שנטלו על עצמם. ההתחייבות המוקדמת ניתנת לפני ההיתר לפרסום תשקיף אשר בינו לבין המכרז יעבור עוד כשבוע ובסך הכול חשופים המסווגים כעשרה ימים להתחייבותם לרכוש במחיר לו התחייבו. הייתה כאן חשיפה חיתומית/ביטוחית משמעותית.

בנוסף קיבלו אותם משקיעים עדיפות בהקצאה במקרה של ביקושי יתר. לפי המנגנון שנקבע, עד ביקושי יתר של פי חמש קיבלו המסווגים את מלוא התחייבותם המוקדמת ומעבר לכך מחצית ממנה⁷.

בתמורה, נתנו כאמור המסווגים התחייבות לרכישה וכן נחשפו פרטי הבקשות שלהם לציבור, מאחר שההסדר כלל חובה לגלות את הפרטים האלו בתשקיף.

ד. חוץ מאלה, וכסיבה שאין להקל בה ראש- מדובר **בשיטה חדשה**. "המיטה הישנה" מוכרת וחמימה יותר ולכן לא ממהרים להביא למיתתה בינתיים (מצב דברים דומה היה ביחס לתשקיפי מדף והיו שמיהרו להודיע על "מותו" של המכשיר בטרם עת).

ה. השיטה החדשה נדרשה להיבחן **בתקופה קשה של השוק**, שאינה קשורה כלל בשינוי השיטה. כאשר קשה למכור באופן כללי, זה לא נתפס כזמן טוב להתנסויות חדשות.

כפי שצוין לעיל, שיטת ההצעה הלא אחידה נקבעה כהוראת שעה והיא עומדת לפקוע ביולי 2009. כאמור לעיל, מוצע להאריכה ללא שינוי, לעת עתה.

3. הצעה על פי טיוטה – בעבר לא ניתן היה על פי חוק להציע נייע על סמך טיוטה אך הרשות בחרה שלא לנקוט בצעדי אכיפה עת הדבר נעשה למסווגים בלבד, שכן על פי תפיסת החוק אלו לא זקוקים לתשקיף כלל.

⁷ הסדר זה קיבל את ברכת סגל הרשות ונקבע בנהלי הבורסה. עם כניסת הרפורמה לתוקף הוא הועבר כלשונו לתקנות.

הדבר גרר מצבים רבים בהם דלף מידע מטיוטת התשקיף לעיתונות כשלחברות לטענתן, לא הייתה שליטה על כך. בנוסף הדבר יצר הפליה בין המסווגים לקמעונאיים, שכן למסווגים היה בפועל משך זמן ארוך יותר להיחשף למידע.

עם כניסת הרפורמה לתוקף הוסדר נושא זה כך שניתן עתה להציע, אך לא למכור, על סמך טיוטת תשקיף שהופקדה ברשות (לצורך העניין – פורסמה במגנ"א), והובהר כי לא ניתן לחשוף אותה עוד למסווגים בלבד לפני כן. על פי תפיסה זו אמנם למסווגים ניתן להציע ולמכור ני"ע ללא תשקיף כלל, ואולם מהרגע שמדובר בהצעה לציבור לא תהיה הפליה בין מסווגים לקמעונאיים, למעט אם נאמר מפורשות אחרת בדין. בכך השווה המצב לארה"ב.

שלא כבארה"ב נוספה דרישה כי על טיוטה המשמשת להצעה לציבור יחתום גם אחד לפחות מאלו המתעדים להיות חתמים מתמחרים בהנפקה. היה חשש כי חברות ינצלו את האפשרות להציע על פי טיוטה למניפולציות, וכי חתם שיחתום יקטין את ההסתברות לכך. בהקשר זה נציין כי על איכות הנאמר בטיוטה נקבעה רק אחריות פלילית ולא אזרחית. הסיבה הנה כי קביעת אחריות אזרחית על טיוטה תדרוש למעשה מהטיוטה להיות כבר מושלמת ברמה של תשקיף סופי וקיצור לוח הזמנים שהתאפשר היה מתבטל הלכה למעשה.

בהקשר זה נזכיר כי במסגרת אחת מההצעות לתיקון חוק ניירות ערך הוצע לחייב פרסומן של טיוטות תשקיפי תאגידים מדווחים (להבדיל מתשקיפי IPO), כשרק שעה שלהנפקה מתלווה חתם, נדרשת חתימתו על הטיוטות. גם לפי ההצעה האמורה לא קמה אחריות אזרחית על הטיוטות המפורסמות.⁸

4. **הגדרת חתם** – בעבר הוגדר חתם כמי שירכוש את ניירות הערך שלא יירכשו על ידי הציבור. עם כניסת הרפורמה לתוקף נוסף להגדרה רכיב נוסף – מי שרכש במטרה למכור לציבור. רכיב זה לקוח מהדין בארה"ב ומטרתו כפולה – לאפשר לחתמים לפעול כפי הנהוג בארה"ב – לרכוש את ההנפקה ואז למוכרה. המטרה הנוספת הייתה למנוע מצב של חיתום בלא שהדבר יילכד בהגדרת חיתום ובכך להימנע מהאחריות לפרט מטעה בתשקיף.

נוסיף כי בארה"ב הגדרת המונח חתם רחבה בהרבה מזו שאומצה כאן וראה לעניין זה דיון בפרק ההמלצות בהמשך (ללשון ההגדרה ראה הערת שוליים 11).

⁸ אנו מציעים לשקול עניין זה בשנית- הן את החרגת תשקיפי IPO מחובת הפרסום והן את ההסתפקות באחריות פלילית בלבד.

5. **הסדרת תחום החיתום** – תחום החיתום הוסדר כך שרק חתם הרשום במרשם החתמים יוכל לפעול כחתם. כמו כן הוחמרו דרישות הכשירות מהחתמים. שני צעדים אלו נובעים מההכרה בחשיבות החתם לתפקוד טוב של השוק הראשוני וכן מהגדלת כוחו ושיקול דעתו עם מתן האפשרות לשיטת ההצעה הלא אחידה.

בנוסף נקבעו דרישות גילוי נרחבות מהחתמים, וזאת הן בכדי להגביל את ניגודי העניינים בדרך של גילוי והן בכדי לפתח את נושא מוניטין החתמים. לצורך כך נדרשים עתה חתמים לפרסם, בין היתר, שינויים במחירי ניירות הערך שלהצעתם שימשו חתמים בסוף יום המסחר הראשון ובסוף 3 ו-12 חודשים לאחר ההנפקה.

6. **חשיבות החיתום בשוק** - בבואנו להתבונן על תחום החיתום קצת למעלה משנה לאחר כניסתה לתוקף של הרפורמה, עולה בבירור כי קרו שני דברים הפכיים זה לזה. תחום החיתום נעשה מוסדר יותר וזאת הן בשל הדרישות החדשות בנושא הכשירות וחובת הרישום והן בשל העובדה כי סגל הרשות החל להשקיע משאבים רבים יותר באכיפה ובקרה. מנגד משקלו של החתם ככזה בשוק ירד ומספר ההנפקות בהן היה חיתום הצטמצם דרמטית.

ניתן למצוא מספר הסברים לצמצום זה:

א. תשקיפי מדף – חברות החלו להפנים את יתרונות השימוש בתשקיפי מדף. מהירות ה"הורדה" מהמדף לא מאפשרת לחתם לבצע בדיקות נאותות לדיווחי החברה הכלולים בדוח ההצעה על דרך הפניה ולכן הוא אינו מעוניין ליטול התחייבות חיתומית, שהיא זו שמשיתה עליו את האחריות לאיכות הגילוי בתשקיף ובדוח הצעת המדף יחד.

יתכן גם שהיכולת של החברות להנפיק בתכיפות רבה מורידה את הצורך בקיומה של התחייבות חיתומית, בחזקת – "לא ילך היום, ננסה מחר".

ב. הנפקות חוב - עיקר ההנפקות השנה היה הנפקות של חוב. בהנפקות שכאלה, ובוודאי במדורגות, יכולת התמחור פשוטה הרבה יותר מאשר בהנפקות הוניות. לפיכך הצורך של המשקיעים בחתם שיברור בעבורם בין הנפקות טובות יותר לפחות ושיתמחר את ההנפקה- קטן. כיוון שכך, גם החברות המנפיקות זקוקות פחות לקיום התחייבות חיתומית, שבצידה עלות הנפקה גבוהה יותר.

ג. מסלול ירוק בתשקיפים - חשיבות קיומו של חיתום בהנפקות נחלשה גם כתוצאה משינוי פנימי במדיניות הרשות כלהלן. על פי

סדרי הטיפול בתשקיפים, חברות יכולות לבקש כי התשקיף לא ייבדק על ידי הרשות ("מסלול ירוק"), בין היתר באם קיים חתם להנפקה. לרשות קיימת הסמכות לקבוע כי תשקיף יעבור ב"מסלול הירוק" גם אם התנאים הקבועים בנהלים לא מתקיימים. בפועל בשל עומס חריג ביותר של תשקיפים וכן מתוך רצון להעביר מסר לפיו הבדיקה של הרשות אינה תחליף לכתיבה נאותה של התשקיף על ידי החברה הוחלט לדחוק תשקיפים רבים ככל הניתן אל המסלול המקוצר. בין היתר, וביודעין, השתמשה הרשות בסמכותה לאשר הנפקות במסלול הירוק גם כאשר לא היה קיים חתם.

ד. גודל החתמים – גודלם וכוחם של החתמים אינו רב והוא נמצא בנסיגה. מספר הסברים אפשריים לכך.

ראשית וכמוסבר בהרחבה לעיל, כשריד היסטורי לעולם בו לא הייתה שיטת הצעה לא אחידה נותרה האפשרות בשיטה האחידה לקבלת התחייבויות מוקדמות ממשקיעים מסווגים עד לשיעור של 80% מההנפקה ואף עד 95% בהנפקות גדולות מאוד. כתוצאה מכך החתמים צריכים "להרים" התחייבות חיתומית של עד 20% מההנפקה בלבד.

סיבה נוספת לגודלם הקטן של החתמים - הן לפני כניסת התקנות החדשות לתוקף והן לאחריהן אין חובה לקיומו של חתם בהנפקה. בפועל התפתח שוק ההנפקות בשנה האחרונה לכיוון בו בהרבה הנפקות אין חיתום כלל אלא רק הפצה, דבר שאינו מחייב את החתמים בשמירת משאבים לאותו מקרה בו יצטרכו לממש את התחייבותם החיתומית ולרכוש ני"ע.

התקנות החדשות לא מתערבות במקורות העומדים לרשות החתם בכדי לעמוד בהתחייבותו החיתומית. אמנם, קיימת דרישה לשמירת אמצעים כספיים בידי החתם, אך זו נועדה לשמש מקור לתביעות אפשריות עתידיות מצידם של המשקיעים באם ימצא פרט מטעה בתשקיף. בשל הדרישה שהורחבה בתקנות החדשות, לקיומו של ביטוח נאות לנושא זה, הוחלט כי גובה האמצעים הנזילים שעל החתם לשמור לא חייב להיות משמעותי והוא עומד כיום על כ- 2.5 מיליוני ₪ צמודים למדד בלבד.

לעניין זה ובאופן כללי, אנו מקווים כי המהלכים האחרים אותם יוזמת הרשות בעניין הקמת בית משפט כלכלי וכינון אכיפה משלימה, יראו את אותותיהם גם בתחום זה.

ולבסוף - מעגל הקסמים – חשיבות קיומו של חתם קשורה לגודלו. חתם מספיק גדול יהיה בעל היכולת לבצע בדיקות נאותות יסודיות שכן כוחו היחסי מול החברה גדול. חתם שכזה גם יוכל לשמש כמסננת בפני חברות שמקומן לא בשוק ההון. משקיעים ייטו להעדיף הנפקות בהם קיימת התחייבות חיתומית אם יתקיימו היתרונות שבהתחייבות שכזו. יתרונות אלו יתקיימו אם החתם יהיה מספיק גדול. חתם יהיה מספיק גדול אם תהיה דרישה מהשוק לקיום התחייבות חיתומית.

II. המלצות לשיפורים במודל החיתום.

החלטה ראשונה – חשיבות קיומו של חתם

ההחלטה הראשונה והחשובה ביותר שיש לקבל היא האם אנו רואים בחתם פונקציה הכרחית וחשובה. מנקודת ראותו של רגולטור לחתם שתי פונקציות – הראשונה והמרכזית היא היותו שומר סף בכל הקשור לאיכות הגילוי בתשקיפים. השנייה – היותו "תו איכות" לניירות הערך המוצעים בהנפקות ולכן מסנן לחברות המגיעות לשוק.

לפחות בשני שווקים שנבדקו על ידינו – ארה"ב ואנגליה – ההנפקות רובן ככולן מלוות ע"י גופים הלוקחים אחריות על התשקיף (חתמים או ספונסרים; מעתה ואילך, ואם לא נאמר אחרת, יתייחס נייר זה אל ה"חיתום" בעיקר כפונקציה לבדיקת איכות הגילוי בניירות ההצעה לציבור). באנגליה בשוק הראשי קיימת חובה לקיומו של ספונסר. הספונסר מאושר על ידי ה-FSA לשמש ככזה ותפקידו לבדוק את הגילוי הניתן בתשקיף⁹. בפועל יהיה זה בדרך כלל החתם המלווה את ההנפקה אך אין חובה בדין ששתי הפונקציות יתבצעו על ידי אותו הגוף. בארה"ב המודל דומה יותר לזה הקיים בישראל אך הגדרת חתם רחבה מאוד¹⁰.

לדעתנו - וכנאמנים למודל לפיו בהיות משאבי רשויות פיקוח ממשלתיות מוגבלים, יש לפתח את שומרי הסף "הפרטיים" - לחתם חשיבות רבה. יש לזכור כי השוק הראשוני הוא השוק המהווה את מקום המפגש בין חוסכים למשקיעים ולכן הרכיב בעל התרומה הכלכלית החשובה. השוק המשני הנו כלי עזר בלבד בעידוד השוק הראשוני. כמו כן, בשוק הראשוני קיים התמריץ הגדול ביותר מצד החברות להטות לכיוון חיובי את הגילוי הניתן לגביהן שכן הנן צד לעסקה. לפיכך אנו רואים חשיבות רבה בקיומו של שומר סף למהלך ההנפקה.

⁹ תפקידו רחב יותר ועליו ללוות את גילויי החברה גם בעסקאות מהותיות.

¹⁰ המונח חתם מוגדר בסעיף 2(11) לחוק של 1933:

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.

על פי הגדרה זו לדוגמה, לא מן הנמנע שפונקצית יועצי ההנפקה הקיימת בישראל הייתה נחשבת כחיתום בארה"ב.

קיומם של חתמים ברוב ההנפקות בארה"ב ייתכן גם שקשור לעובדה כי בארה"ב, שהינה מדינה ליטיגטיבית יותר, מעדיפים המוסדיים להשקיע בהנפקות שבהן משמש חתם שהוא גוף בעל מוניטין וזאת כהגנה אפשרית מתביעות בעתיד.

אם ההחלטה תהיה לחזק את החתם כשומר סף בעל חשיבות בשוק הראשוני יש אכן הצדקה לכשירות הנדרשות כיום מחתם, שהן בעיקרן מסוג "FIT AND PROPER" במובן של יכולת מקצועית והפחתת ניגודי עניינים מהותיים.

נדגיש כי לדעתנו בכדי למצות את יתרונו של החתם כשומר סף עליו להיות גדול דיו. הגודל נותן לו כוח בבואו לבצע את בדיקות הנאותות בחברות; הגודל גם מפחית את "רעבונו" להנפקות תהיה איכות החברות המונפקות אשר תהיה. כמו כן נותן לו הגודל, או שמא נכון יותר, לבעלי השליטה בו, עלות אלטרנטיבית גבוהה יחסית למצב בו ימצא חייב בשל פרט מטעה בתשקיף.

המלצתנו- בשל הסיבות המנויות לעיל, אנו סבורים כי לחתמים פוטנציאל אמיתי לשמש פונקציה חשובה בשוק כשומרי סף. מהחלטה זו נגזרות ההחלטות הבאות.

החלטה שנייה – בכדי להשיג את המטרה של קיום חיתום בהנפקות רובן ככולן, האם לבחור במודל האנגלי של חיוב קיומו של אחראי הנפקה (ספונסר) להנפקה, במודל האמריקאי של הרחבת הגדרת חתם, או שמא במודל אחר מותאם לשוק הישראלי.

המודל האנגלי מפשט את פעולות האכיפה שכן במסגרתו לא מתעוררת כלל שאלה שבעובדה מיהו חתם ומי לא, שכן שאלה זו כלל לא רלוונטית לשאלת קיומו של מעין מבקר חיצוני לתשקיף. על החברה למנות אחראי הנפקה מתוך רשימה של אותם אלו המאושרים על ידי הרשות המפקחת. במודל האמריקאי לעומת זאת ההבחנה בין מיהו חתם לבין מיהו מפיק מוכרעת אך ורק על פי גובה העמלה המשולמת דבר העלול ליצור קשיי אכיפה שיסבו סביב שאלות של מהי גובה עמלת הפצה סבירה¹¹.

מנגד, באימוץ השיטה האנגלית, קיימת הסכנה כי גם אם תהיה חובה למנות אחראי הנפקה, אין כל ערובה כי גופים אלו יגיעו לגודל קריטי, שכן יתכן שיהיה פיצול בין הגופים שיבצעו את מכירת ניירות הערך לבין אחראי הנפקה. בשיטה האמריקאית המשתתפים במכירה הם אלו שעליהם חלה האחריות לפרטים בתשקיף (אימוץ המודל האנגלי בדבר חיוב בספונסר במלואו יתכן שיביא לתוצאה הרצויה באשר לגודלו של הספונסר שכן כאמור עסקיו לא יתרכזו רק בהנפקות אלא גם בליווי החברה בדיווחיה השוטפים. חיוב קיומו של ספונסר במובנו הרחב מחייב הרחבה של הדיון שכן אל מול היתרונות שבקיומו מתעוררות שאלות שהעיקריות שבהן הן שאלת העלויות ושאלת האפקטיביות. ככל שתתקבל החלטה לבחון פונקציה שכזו ניתן יהיה ללמוד מניסיון השוק הבריטי).

¹¹ גם בחוק הישראלי, קיימת התייחסות לגובה עמלת ההפצה המשולמת- החוק מתיר תשלום עמלת הפצה סבירה ומקובלת, כחריג למחיר האחיד.

ניתן לחשוב על חלופה שלישית, לפיה תקבע הגדרה רחבה של מיהו חתם שלא תתבסס על גובה העמלה המתקבלת. כלומר- תיקבע דרישה לפיה במקרים בהם אין חיתום מלא, יידרשו כל השחקנים שנטלו חלק בהליך המכירה לציבור, בין אם הם חתמים, יועצים, משווקים או מפיצים- יהיה כינויים אשר יהיה - לחתום על התשקיף ולשאת באחריות לפרטים מטעים בו. יחד עם זאת, לא יידרשו לעמוד בתנאי הכשירות הקבועים בתקנות ביחס לחתמים. על אחד מבין החותמים להיות חתם הרשום במרשם החתמים. היה ומתקיים חיתום מלא להנפקה יהיו שאר המשתתפים פטורים מחתימה על התשקיף¹².

דרך זו סוגרת את הפרצה הקיימת כיום עת משתתפי מכירה שונים מבצעים פעולות המאפיינות את פעולות החתם – בעיקר תמחור ושיווק – אך בלא ההתחייבות הביטוחית ולפיכך לא מחוייבים להיות אחראים לגילוי בתשקיף. חשוב להדגיש כי לאחר התיקונים האחרונים אין כמעט צורך באחריות הביטוחית- למעט באשר לאיתות שיש לעצם קיומו של חיתום להנפקה- בשל לוח הזמנים האפשרי על פי הדין בהנפקה. על פי ציר זמנים זה ניתן לקבוע את מחיר ההנפקה ולחתום על הסכם חיתום חמש שעות לפני תחילת המכירה. לפיכך התקופה המכוסה על ידי ההתחייבות הביטוחית יכולה להתקצר ליום אחד בלבד.

מודל שלישי זה משלב למעשה בין שתי השיטות – זו האמריקאית וזו האנגלית. מהשיטה האמריקאית נלקחת החובה על כל מי שמשתתף בהליך ההפצה להיות אחראי לנאמר בתשקיף אך זאת ללא "ההקלה" על מי שעושה זאת תמורת עמלת הפצה סבירה. שלא כבשיטה האמריקאית לא תוטל האחריות על משתתפים אלה ככל שיהיה חיתום מלא להנפקה. מהשיטה האנגלית נלקחת החובה לקיומו של אדם אחד לפחות המפוקח על ידי הרשות ושיהיה אחראי לנאמר בתשקיף.

היתרונות בחלופה זו הם: פשטותה – אין צורך לבחון מי שימש בתפקיד מסוים אף שכותרת תפקידו אחרת. יתרון נוסף - החלופה גם תגרום קרוב לוודאי לשימוש נרחב יותר בהנפקות בהן חיתום מלא. אמנם רכיב הביטוח בחיתום אינו מעניינה של הרשות אך תוצאה של ריבוי הנפקות שבהן קיים הרכיב הביטוחי היא רצויה שכן דרך הסיכון שבהתחייבות הביטוחית (אף אם זה נמוך) נוצר תמריץ לחתמים לבחור בהנפקות איכותיות יותר. ככל שההנפקה גרועה יותר על החתם סיכון רב יותר לאי הצלחת שווקה ולמימוש ההתחייבות החיתומית.

החיסרון של חלופה זו ברור – אין אנו "מתגלחים" על זקנם של אחרים ונצטרך ללמוד מהטעויות של עצמנו.

אנו מבקשים לפתוח נקודה זו לדיון.

¹² בנייר עמדה פנימי שהוכן על ידי ד"ר מאיר חת עבור הרשות בראשית שנות ה-90 נכללה המלצה למינוי חובה של פונקציה הדומה לספונסר האנגלי.

החלטה שלישית – ביטול ההתחייבויות המוקדמות

כמוסבר לעיל, מנגנון ההתחייבויות המוקדמות נולד עת לא הייתה השיטה הלא אחידה. כיום "דרך המלך" פתוחה ואין עוד סיבה לשמר מנגנון מעוות זה.

מנגנון זה גורם לכך שרוב החיתום לא נעשה על ידי החתמים ובכך מחליש את חשיבותם וגודלם. עמלת ההתחייבות המוקדמת יוצרת מחיר לא אחיד ומפלה לרעה את יתר המשקיעים.

מוצע להוריד את האחוז המותר בהתחייבות מוקדמת בהדרגה; הורדה מיידית עלולה להביא לשיתוק שוק ההנפקות מאחר שכאמור החתמים התנוונו עם השנים.

יצוין כי בשיחות שערכנו עם החתמים, אלו ביקשו דווקא להעלות את אחוז ההתחייבות החיתומית המותרת ל-100%, ואף לאפשר אותה גם בשיטה הלא אחידה (דבר האסור כיום לחלוטין¹³). לטענתם בשוק ראשוני בשפל (כפי שהיה בשנה החולפת) קשה להם לסגור הנפקה וזאת מהסיבה הבאה – ציבור שאינו מוסדי לא משתתף בשוק כזה. המוסדיים אינם רוצים לרכוש שלא במסגרת התחייבות מוקדמת משני טעמים: ראשית, התשואה המיידית נמוכה יותר אל מול רכישה במסגרת ההתחייבות המוקדמת בשל העמלה שלצידה; שנית, בהינתן העובדה כי החתמים בארץ קטנים, אם החתם יאלץ לממש את התחייבותו החיתומית הוא יטה בדרך כלל "לזרוק" את הסחורה לשוק בהזדמנות הראשונה ויהיה מוכן לעשות כן במחיר נמוך ממחיר ההנפקה עד גובה העמלה שקיבל. מוסדיים שרכשו במסגרת ההתחייבות המוקדמת "מרופדים" מפני ירידות שערים עד לגובה העמלה שהם קיבלו ואולם אלו שרכשו שלא במסגרת ההתחייבות המוקדמת מופסדים בהנפקה למן השקל הראשון.

נזכיר גם כי בשיטה האמריקאית עליה נסמכה שיטת ההצעה הלא אחידה שנקבעה בדין הישראלי, אין אפשרות להתחייבויות מוקדמות.

המלצתנו- אנו בדעה שיש לבטל את ההתחייבות המוקדמת לחלוטין, ולהגיע ליעד זה באופן הדרגתי.

כפי שציינו קודם לכן, היו חתמים שביקשו להתיר התחייבויות מוקדמות בשיטה הלא אחידה. לדעתם צעד זה יביא לשימוש רב בשיטה הלא אחידה.

כאמור, דעתנו היא שהשיטה הלא אחידה אינה בהכרח העדיפה ולכן אין סיבה ליצור מנגנונים לעודד אותה. עם זאת, אנו מציעים לבטל באופן הדרגתי את ההתחייבויות המוקדמות בשיטה האחידה. קבלת המלצה זו, צפויה להביא, בין השאר, להסרת אחד התמריצים המרכזיים להעדפת שיטת ההצעה האחידה על פני ההצעה הלא אחידה, ומשכך יש לצפות לשימוש רב יותר בשיטה הלא אחידה.

¹³ בחוק נקבע כי התחייבות מוקדמת שלא בשיטה האחידה או לא לפי התנאים הקבועים בתקנות- בטלה.

החלטות שונות ביחס לניגודי העניינים –

החלטה רביעית – הפרדה בין עסקי החיתום לעסקים אחרים בשוק ההון

כפי שציינו לעיל, לדעתנו, על מנת ששומר סף יוכל להיות שומר סף אפקטיבי עליו להיות בעל גודל קריטי.

לצורך כך אין זה נכון לנתק את חברות החיתום מפעילויות בשוק הכספים וההון לחלוטין. ראשית עסקי החיתום עצמם לא מספקים מסה קריטית וזאת אנו למדים מהקורה בעולם. שנית, שוק ראשוני מאופיין במחזוריות ויתכנו תקופות, העלולות אף להימשך מספר שנים, ללא הנפקות כמעט בכלל. פעילויות בתחומים אחרים משוקי הכספים וההון לא עולות בקנה אחד עם יכולות הליבה הנדרשות לעסקי החיתום. אשר על כן, אין לפעול להפרדה מוחלטת כאמור.

המלצתנו לפיכך היא שלא לדרוש כי גופי החיתום יצאו לחלוטין מבתי ההשקעות הגדולים. עם זאת, יש למצוא דרכים חלופיות להפחתת ניגודי העניינים בין תחום החיתום לבין פעילויות בשוק הכספים וההון (ראה ההחלטה השישית להלן).

החלטה חמישית – כללים להפחתת ניגודי עניינים

לפי נוסח החוק הנוכחי, בסמכות חוק ניירות ערך להטיל מגבלות על מנת להפחית ניגודי עניינים רק כאשר קיים חתם. בהתאם לסמכות זו נקבע בתקנות, בין היתר, כי בהצעה לא אחידה שבה הפוטנציאל הגדול ביותר לניצול ניגודי העניינים, מוגבל היקף המכירה למוסדיים קשורים.

מוצע לפתוח לדיון האם להסתפק במגבלות הקיימות היום, או להרחיב את המגבלות, כך שיגבילו עוד יותר מכירות של החתם למוסדיים הקשורים אליו-בשיעורים גבוהים מהקבוע היום ביחס להצעות לא אחידות ואולי גם בהצעות אחידות (ביחס אליהן אין מגבלת מכירה נכון להיום).

החלטה שישית – כללים להפחתת ניגודי עניינים – זהות החתם המתמחר

כפי שצוין, נקבע כי חתם הקשור לחברה המנפיקה לא יוכל לשמש כחתם מתמחר למעט בהנפקה חוזרת של נייר ערך הנכלל במדד ת"א 25 וזאת בשל ההנחה שלנייר זה קיים מחיר שוק בלתי תלוי בחתם.

הפתרון בו נקטו התקנות לטיפול בניגודי העניינים הפוטנציאליים הוכח כפתרון חלקי בלבד – די היה, כפי שאכן קרה במספר מקרים, שהחתם הקשור יהפוך מחתם למפיץ או ליועץ הנפקה (או שניהם יחדיו) כדי שהמגבלה לא תחול עליו והוא יוכל לקחת חלק בתמחור ההנפקה.

מנגד אין זה סביר לאסור על חתם קשור לחברה המנפיקה להיפגש עם מוסדיים או לעזור לחברה במשא ומתן אל מול חתמים אחרים באשר למחיר ההצעה של נייר הערך (לעיתים אף יתכן שאותו אדם הנו נושא משרה בחברת החיתום ובחברה המציעה גם יחד).

מוצע כי ככל שחברה הקשורה לחתם תרצה לשתפו בשלבים השונים של ההנפקה – שילוב הנראה טבעי ביותר וכמעט ניתן לומר, מחויב המציאות – היא תוכל לעשות כן ובתנאי שיהיה חיתום מלא להנפקה על ידי חתמים לא קשורים. החשיפה שחתמים אלו ייקחו על עצמם תרפא את ניגודי העניינים.

החלטה שביעית - הצעה לא אחידה –

כאמור, מוצע להפוך להוראת קבע את כללי ההצעה הלא אחידה. אמנם התקופה שעברה לא הוכיחה את יתרונותיה ומגרעותיה אך אנו בדעה כי בוודאי אין כל סיבה לבטלה – התערבות רגולטורית, ובוודאי בשלב מוקדם כל כך, לא אמורה לבטל חלופה שלא נעשה בה שימוש אלא רק כזו שנעשה בה שימוש לרעה שלא ניתן לריפוי ב"עלות" נמוכה יותר. מוצע לנסות ולהפוך את ההסדר הקיים להסדר של קבע כלשונו כיום, ובמקביל להמשיך ולבחון את השוק ואת ההתאמות שיידרשו בתקנות השונות וזאת כבכל נושא אחר בשוק ובהסדרה שלו, ומבלי לכבול את הרשות לסד זמנים קצוב לבחינת ההסדר.

ככל שניתן יהיה להעביר לסמכות הרשות נושאים כגון אלו, ניתן יהיה לבצע את ההתאמות הנדרשות לקולה או לחומרה בקצב אשר מתאים לקצב ההתפתחויות בשוק.

חתמים ביקשו כי נבטל את הדרישה לחיתום מלא בהצעה לא אחידה. מאחר שאנו בדעה כי יש להרחיב את הדרישה לחיתום אין אנו מציעים להיענות לבקשה זו. יש גם לזכור שדרישת החיתום המלא מחייבת שהחתם בהנפקה יהיה גדול יחסית. מאחר שיש לצפות למתאם (גם אם לא של 100%) בין גודל החתם לבין איכות התנהגותו אזי תוביל דרישת החיתום המלא לכך שרק חתמים גדולים יחסית יפעלו בה ובכך יתרון נוסף.

חשוב להדגיש כי הנפקות לציבור מסוים כגון עובדים, הנפקת זכויות וכד' יכולות להתבצע רק תחת פרק ההצעה הלא אחידה שבתקנות שכן הן אינן מופנות לכל הציבור. גם בשל כך יש חובה כי פרק זה שנקבע כהוראת שעה לא יפקע.

מוצע לפיכך להפוך את הוראת השעה להוראת קבע.

החלטה שמינית – קיום מחיר מרבי בשיטת ההצעה האחידה –

כחלק מהרפורמה נקבע כי אין לאפשר קביעת מחיר מרבי במכרז. הדבר נבע מביקושי היתר בהנפקות אשר יצרו חימום מלאכותי של השוק ואפקט של קזינו.

בעבר נקבע לתקופות זמניות איסור מחיר מרבי אם בצו שר אוצר ואם בתקנון הבורסה. לאחרונה לפני כניסת הרפורמה לתוקף קבעה הבורסה כלל חלופי אשר על פיו ניתן היה לקבוע מחיר מרבי בהנפקה אך היקף הבקשות של כל מבקש במכרז הוגבל ל-15% מהיקף ההנפקה¹⁴.

מנגנון זה נראה שתיפקד היטב למעט אולי בעיית אכיפה מסוימת שכן לבורסה לא הייתה היכולת לבדוק האם מאחורי שמות שונים מסתתר אותו מבקש. אנו סבורים שגם לרשות לא יהיה זה פשוט לאתר את המידע האמור, אך באמצעות מודיעין והרתעה בעיצומים ובאפיק הפלילי ניתן לדעתנו לאמץ מודל דומה.

החלפת האיסור מקטינה את המעורבות בשוק מקום שיש כלי אפקטיבי אלטרנטיבי. במקביל ניתן יהיה להסיר את המגבלה הקיימת בשיטה הלא אחידה על היקף המכירה למי שאינם מוסדיים (במסגרת מכרז על כמות), שנועדה מלכתחילה למניעת עקיפת האיסור על קביעת מחיר מרבי, כאמור לעיל.

מוצע לפיכך לבחון את היתרונות והחסרונות של השיטה הנוהגת כיום אל מול האפשרות לבטל את האיסור על מחיר מרבי בכפוף למגבלת מזמין בודד, ובהתאמה ביטול המגבלה הקבועה כיום בהצעות לא אחידות אשר אינה מתירה מכירה לציבור שאינו מוסדי, בשיעורים גבוהים מ- 30% מסך ההנפקה.

¹⁴ מגבלה זו נקבעה גם בתקנות באשר למכרז על כמות, בהצעה לא אחידה, וביחס לחלק שמוצע לציבור הרחב, ככל שיש כזה.