

רשות ניירות ערך

רפורמה בחיתום

הצעה לשינויים בשיטת החיתום בישראל

מצע לדיון

הוכן בידי:

איריס ציבולסקי חביליו

רון עמיחי

יוני 1997

רשות ניירות ערך

(hi970111)

רפורמה בחיתום - הצעה לשינויים בשיטת החיתום בישראל

תוכן עניינים

עמ'

1	1. דברי פתיחה
4	2. בעיות מבניות בסביבתו העסקית של החתם
7	3. חיתום ניירות ערך בישראל - המצב הקיים
8	3.1 חוק ניירות ערך, התשכ"ח- 1968
8	3.2 תקנות החיתום וחוק יועצי השקעות
11	3.3 תקנון הבורסה והנחיותיה
13	3.4 צו ניירות ערך (ביטול מחיר מרבי)
13	3.5 סקירת הפסיקה
14	3.6 שיטת החיתום בישראל הלכה למעשה
17	4. חיתום ניירות ערך בארה"ב
17	4.1 שלב בחירת החתם
18	4.2 טיוטת התשקיף
20	4.3 מתן היתר ומכירת ההנפקה
20	4.4 הסכם החיתום
21	4.5 התמורה להנפקה
21	4.6 ייצוב שערים
22	4.7 הקצאת ניירות ערך על ידי החתמים
22	4.8 טכניקת ביצוע ההקצאה והקצאת היתר
23	4.9 עמלות החיתום
24	4.10 פיזור
24	4.11 חובת משלוח תשקיף
25	4.12 אחריות החתם לתשקיף
26	4.13 שיפוי החתמים
27	4.14 חיתום שיש בו ניגוד עניינים

28	4.15	מי שיכול לשמש כחתם
29	5.	דיון - בחינת שיטת החיתום בישראל
29	5.1	כללי
30	5.2	הצעת ניירות ערך על פי טיוטת תשקיף
32	5.3	באיזו מידה על המחוקק להתערב בשיטת מכירת ניירות ערך בשוק הראשוני
33	5.3.1	שיטת המכירה הישירה
36	5.3.2	השיטה הדו-שלבית
39	5.3.3	שילוב בין השיטה כיום לבין שיטת המכירה הישירה
40	5.3.4	גישת שילוב שלוש השיטות
40	5.4	אחריות מנהל הקונסורציום, חתמים אחרים ומפיצים בגין התשקיף
42	5.5	הסדרי שיפוי
42	5.6	דרישות כשירות של חתמים
		א. הון עצמי נדרש
		ב. דירוג איכות / פרסום נתונים על ביצועים
43	5.7	הגבלות על חיתום הנובעות ממצבי ניגודי עניינים
44	5.8	ייצוב שערי ניירות ערך
47		נספח - כללי ה- NASD החלים במקרה של הנפקה חמה (תקציר)

ר שות ניירות ערך

(hi970109)

רפורמה בחיתום - הצעה לשינויים בשיטת החיתום בישראל

1. דברי פתיחה

מטרת מסמך זה הנה לבחון את מבנה שיטת החיתום של ניירות ערך בישראל ולהציע שינויים במקום בו הם נדרשים. נתייחס אל החתם בכל שלושת התחומים המרכזיים בהם הוא נותן את שרותיו¹:

1. מבטח ההנפקה - החתם מתחייב לרכוש את מניות החברה באם לא ימצא להן קונה, או - בשיטה האמריקאית - החתם רוכש את כל ההנפקה והסיכון של מציאת רוכשים לניירות הערך עליו.

2. משווק ההנפקה - החתם פועל לשם שיווק ההנפקה בין הקונים הפוטנציאליים.

3. מעין מבקר חיצוני לתשקיף - החתם בהיותו אחד מהחותמים על התשקיף נושא באחריות לכך שאין בו פרט מטעה.

שוק ההון עבר בשנים האחרונות טלטלה עזה. לאחר מספר שנות גאות בשוק המשני והראשוני, שבהן כמעט כל חברה שרצתה בכך יכלה להנפיק את ניירות הערך שלה בהצלחה, הגיעו שנות שפל שבהן לא ניתן כמעט לאף חברה לבצע זאת. לשינויים קיצוניים אלה אחראים מספר גורמים שבעיקרם הינם מקרו כלכליים. ניתוח מכלול הסיבות שהביאו לשאירע לשוק ההון אינו מלאכה פשוטה כלל ועיקר וממילא המשקל הניתן לכל גורם תלוי בהשקפתו של המתבונן. ניתוח זה גם חורג ממטרות נייר זה, אך בין אותם גורמים ניתן להצביע על גורם אחד הקשור לענייננו - משבר האמון בשוק שהחל בשנת 1994. משבר זה נבע ככל הנראה בין היתר מכניסתן לבורסה של חברות שספק אם מקומן היה שם ושהונפקו במחירים מופרזים, כגון חברות ש"יפוי" את דוחותיהן ערב ההנפקה והנחילו אכזבה למשקיעים בהן מאוחר יותר, חברות שגזרו רק חלק קטן מפעילותן והנפיקו רק חלק זה תוך יצירת מצב של ניגוד עניינים מובנה בין החברה לבעלי השליטה בה, חברות בעלות שווי קטן ביחס לאחוז המונפק וכדומה. תופעות אלו עלולות לגרום לפגיעה באמון המשקיעים בשוק ניירות הערך, זאת כאשר מתברר לאחר זמן שאכן חברות אלו מצמיחות פרי

¹ אפשרות שימוש בשיירותי חיתום קיימת הן בהנפקות והן בהצעות מכר ללא הבדל באופי השירותים הניתנים. לפיכך בכל מקום בנייר בו מדובר בהנפקה הכוונה גם להצעת מכר ולהפך.

באזשים. בשוקי ההון ידועה תופעת העדר או השרפה בשדה הקוצים ולפיכך כאשר נוצרת פגיעה באמונו של ציבור המשקיעים בשוק, בעקבות אירועים הקורים במספר חברות בלבד, היא עלולה להתפשט לכל השוק כולו והשימוש בבורסה ככלי לגיוס כספים הופך לבלתי אפשרי.

נראה שלפחות שני מסננים היו אמורים לסנן חברות אלו - החתמים וציבור המשקיעים². לחתמים, שלהם שוק הון המתפקד היטב חשוב ביותר שכן שוק זה בעבורם הנו "הלחם והחמאה", היה אמור להיות אינטרס שיווקי שלא לתת שירותים לחברות "לא מתאימות" (אף בראותם שתנאי השוק מאפשרים את הנפקתן) זאת על מנת ליצור לעצמם שם של חתמים אשר נותנים שירותי חיתום לחברות הנושאות תשואה הולמת למשקיעים בהן (להלן - אפקט הקליינטורה). שכן על ידי כך אותם משקיעים שרכשו ניירות ערך בהנפקות בהן הם שימשו כחתמים ישוּבו וירכשו גם בעתיד ניירות ערך בהנפקות שבהן הם יתנו שירותים אלו בהסתמכם בעיקר על ההנחה שאם אותם חתמים בחרו ללוות חברות אלו זאת תהיה קרוב לוודאי השקעה נבונה. חתם המשכיל לשמור על ציבור לקוחות שכזה יוכל להציג בפני חברות שירצו להנפיק בעתיד יכולת שיווקית טובה יותר מחתמים אחרים שלא ישכילו לעשות זאת³.

בפועל בשנות הגאות לא פעל מסנן החתמים שכן תמיד נמצא אותו חתם שהיה מוכן להנפיק חברות שנדחו על ידי אחרים. יתכן שהחתמים על סמך ניסיון העבר הבינו שהשוק בארץ מתנהג בקיצוניות ואפקט הקליינטורה כלל לא קיים - בשפל אף חתם לא יוכל לשווק הנפקות ממילא ובגאות כל חתם יוכל לעשות כן. כמו כן יתכן שאפקט הקליינטורה נפגע בארץ מסיבה נוספת - שיטת החיתום; על פי השיטה הנהוגה בארץ ניירות הערך נמכרים במכרז לפיכך הקשר בין החתם ללקוחות רופף - החתם יכול להציג את החברה בפני ציבור המשקיעים ערב ההנפקה לאחר קבלת ההיתר אך אין הוא יכול לקשור עסקאות עמם או להבטיח להם חלק מההנפקה אלא רק להמליץ להם להגיש בקשות במכרז על מנת שינסו לזכות בניירות הערך האמורים. זאת לעומת שיטת החיתום האמריקאית שבה בידי החתם האפשרות להחליט למי מהמשקיעים להקצות ואיזו כמות תוקצה לכל אחד מהם. לבסוף נציין שיתכן ואפקט הקליינטורה לא פעל בשל המבנה הריכוזי של השוק - רוב החתמים מספקים בעצמם או באמצעות חברות קשורות שירותי ניהול תיקים, קרנות נאמנות וקופות גמל; יתכן וקשרים אלה נתנו לחתמים רמת בטחון כי בעתיד יוכלו תמיד למצוא קונים לניירות הערך בהנפקות בהן הם ישמשו חתמים.

² במסמך זה ננתח רק את הסיבות האפשריות להתנהגותם של החתמים. ניתוח התנהגות המשקיעים חורג ממסגרת דיון זה.

³ יש הטוענים שלחתמים אינטרס נוסף לסינון חברות - שיקולי הטווח הארוך מול הטווח הקצר. על פי טענה זו הריווח של הטווח הקצר מעמלות החיתום מהנפקת חברות לא מתאימות קטן מההפסדים העתידיים של שנות "היובש" שעולות לבוא אם ציבור המשקיעים ידיר רגליו מהשוק. טענה זו בעייתית במקצת שכן היא טומנת בחובה את הכשל המצרפי - כל חתם אם רק הוא לבדו "יחדיר" לשוק חברות כושלות לא יגרום לפגיעה בשוק ההון שכן ההנחה היא שכל החתמים האחרים מבצעים מלאכתם נאמנה. יחד עם זאת אם כל החתמים מאמצים לעצמם ראייה דומה כמות החברות הכושלות שירשמו למסחר אכן תביא לפגיעה קשה בשוק. בכיוון הפוך - אם חתם חושב שהוא היחיד שיסנן חברות לא הולמות הרי הוא גם יפגע בטווח הארוך כמו יתר החתמים כשהשפל יגיע לשוק, ואולם שלא כמו יתר

על אף שהמשבר בשוק ההון מהווה רקע לנייר זה הרי הדיון יתפרס על מגוון רחב של השאלות הקשורות בנושא שיטת החיתום. נחזור ונציין שהבעיות של שוק ההון נמצאות רובן ככולן במגרש אחר ולפיכך הרפורמה המוצעת בשיטה תחליש אולי במידה מסוימת את עצמתן ותשמש בסיס פוטנציאלי חיובי למועד בו יטופלו הבעיות האחרות אך בוודאי לא תביא להן מזור כולל.

בפרק 2 נסקור את הבעיות המובנות בתפקידי החתם, תהא שיטת החיתום אשר תהא. לאחר מכן בפרק 3 נסקור את שיטת החיתום בארץ. בפרק 4 נסקור את שיטת החיתום האמריקאית. שוק זה הוא כידוע המפותח מבין כל שווקי ההון ולפיכך חשיבות הבנתו כבסיס לשינויים אפשריים בשיטה הישראלית רבה. לבסוף בפרק 5 נדון בשיטת החיתום המומלצת ובחלופות שונות⁴.

החתמים שייחנו מהעמלות בטווח הקצר הוא יפגע גם בטווח הקצר. ממילא אם כל החתמים דוגלים בגישה הזו אף אחד לא יפעל לסינון חברות.

⁴ ברצוננו להודות לכל הגורמים הקשורים בענף החיתום בארץ ובארצות הברית שעזרו לנו רבות באינפורמציה רבה שסיפקו ובגיבוש ההמלצות.

2. בעיות מבניות בסביבתו העסקית של החתם

הבעיה המבנית העיקרית בסביבתו העסקית של החתם, תהא שיטת החיתום אשר תהא, היא בעיית ניגודי העניינים. החתם פועל בסביבה עסקית המשופעת בניגודי עניינים, חלקם מובנה בפעילותו וחלקם נובע מעובדת היות החתם במקרים רבים קשור לגופים שלהם פעילויות נוספות בשוקי הכספים או ההון. להלן נפרט את עיקר ניגודי העניינים:

א. על החתם פועלים אינטרסים מנוגדים בכל הקשור לדרך הצגת החברה בפני המשקיעים. מחד אחד מתפקידיו המרכזיים הוא שיווק ההנפקה. בתפקידו זה הוא ירצה "לייפות" את התשקיף ולהצליח בהנפקה, וזאת הן בכדי לזכות בעמלת השיווק והן בכדי לספק את השרות לחברה ששכרה את שרותיו. בהנפקות בהן החתם מעניק שירות ביטוחי האינטרס שלו בכיוון האמור נובע גם מחוסר רצונו להיקלע למצב בו אכן יתממש מקרה הביטוח והוא "יתקע" עם ניירות הערך.

מאידך קבע המחוקק שהצגת החברה בפני המשקיעים תעשה על פי תשקיף ובו תאור מלא של החברה ושל ניירות הערך שלה. בכדי לתמוך במטרה זו הטיל המחוקק על החתם אחריות בגין פרט מטעה בתשקיף. החתם יזכה להגנה אם יבצע בדיקת נאותות⁵. מכיוון זה יהיה האינטרס שלו לא "לייפות" את תמונת החברה. זאת ועוד, בהצגה "מייפה" מידי החתם עלול לפגוע בציבור המשקיעים אך לאילו הרי ישוב ויזדקק בהנפקות עתידיות, כך שגם מכאן מופעל על החתם אינטרס למתן תמונה מלאה.

ב. בתימחור ההנפקה נמצא החתם בניגוד עניינים גם כן. מחד מחיר נמוך יותר מיטיב עם המשקיעים ולפיכך תורם לקשרי החתם עמם ומגדיל את ההסתברות שיישארו לקוחותיו גם בהנפקות הבאות. כמו כן מחיר נמוך יקל עליו למכור את ההנפקה. מאידך, מחיר נמוך מידי יפגע בחברה ששכרה את שירותיו כחתם ולפיכך אולי לא תרצה היא בעתיד לשוב ולעבוד עמו. מעבר לכך, יתכן שחברות אחרות, בשעה שיראו כי חתם זה קובע מחירים נמוכים מידי, לא ירצו לעבוד עמו אף הן. כמו כן, יתכן כי במקרים מסוימים מחיר נמוך עלול להביא לנסיקה במחירי ניירות הערך בשוק המשני ולנפילה בו אחר כך⁶. במקרים אלו יתכן שהמחזיקים בניירות הערך בזמן הנפילה יראו את החתם כגורם לכך ולא ירכשו ניירות ערך בהנפקות עתידיות להן ישמש כחתם. ולבסוף, מחיר נמוך יקטין בדרך כלל את שיעור העמלות שיקבל החתם שכן ברובן נקבעות עמלות אלה כאחוז מתמורת ההנפקה.

ג. אחת הסיבות העיקריות לניגודי עניינים בסביבה העסקית של החתם קשורה למבנה המוסדי של שוק ההון. בדרך כלל עוסקים החתמים עצמם או חברות קשורות להם בפעילויות נוספות בשוק ההון כגון ייעוץ בניירות ערך, ניהול תיקים, קרנות נאמנות וקופות גמל וכדומה.

⁵ מאידך אם יעשה בדיקות קפדניות מדי יכולה החברה שלא להשתמש עוד בשירותיו בעתיד.

פעילויות אלה עומדות במקרים רבים בניגוד עניינים עם פעילותם כחתמים. להלן מספר דוגמאות לניגודי עניינים העלולים להיווצר:

(1) כאשר החתמים או חברות הקשורות אליהם עוסקים גם בניהול כספי אחרים קיים הפיתוי, במקרה שההנפקה זוכה לביקוש חסר, למכור ניירות ערך של חברות להן הם משמשים כחתמים לתיקים המנוהלים על ידם או במקרה שהנפקה זוכה לביקוש יתר למכור את ניירות הערך לתיקי לקוחותיהם תחילה וזאת על מנת שהאחרונים ייהנו מעלויות המחירים של ניירות אלה. ההחלטה האם לבצע פעולות אלו תלויה במידת האינטרס שיהיה להם כחתמים מול האינטרס שיהיה להם בפעילויותיהם האחרות והיא יכולה להיות שונה ממקרה למקרה.

(2) בארצות הברית חתמים משמשים גם כאנליסטים ובהרבה מקרים הם ימשיכו ללוות בניתוחים כלכליים את החברות שהונפקו על ידם כאשר למעשה שירות זה מהווה את אחד הנימוקים לבחירתם כחתמים. בתוך כך עלול להיווצר ניגוד עניינים בהנפקה חוזרת בין הרצון לסייע בהנפקה - לדאוג כי האנליסט יפרסם דוחות טובים (או יגנוז דוחות גרועים) - לבין הרצון לשמור על אמינות הדוחות האמורים.

(3) כאשר גופים קשורים לחתמים נותנים הלוואות ומתעורר ספק בקשר ליכולתם של מקבלי ההלוואות לפרוע אותם עשוי להיווצר תמריץ להנפקתם לציבור בכדי להבטיח את החזר ההלוואה. בארץ מסיבות הסטוריות חלק גדול מהחתמים הגדולים קשורים לבנקים המסחריים בין היתר כיוון שתקופות השפל בשוק ההון לא אפשרו לחתמים רבים שהחלו להופיע בתקופות הגאות לשרוד. ניגוד עניינים זה כמעט ואינו קיים בארצות הברית שם הפריד חוק גלאס-סטיגל מ-1933 (Glass-Steagall Act) בין בנקאות מסחרית לבנקאות להשקעות.

ד. בארצות הברית, שם לחתם מותר למנוע ירידות במחירי ניירות הערך בשוק המשני על ידי ייצוב שערים בימים שלאחר ההנפקה, יכול הדבר להביא לכדי ניגוד עניינים בין מחויבותו של החתם למכור את ניירות הערך במחיר הוגן לבין רצונו שלא "להיתקע" עם הסחורה. במקרה שהחתם נתקל בהנפקה שלא נמכרת היטב כל שעליו לעשות הוא למנוע את ירידת מחירי ניירות הערך ובכך לגרום לציבור להשתכנע שהמחיר הנכון לנייר הוא מחיר ההנפקה ולאחר מכן להיפטר מניירות הערך כאשר הציבור הוא זה שנשאר "תקוע" עמם בסופו של דבר.

⁶ ראה הסבר לתופעה זו בפרק 4 הדן בשיטת החיתום האמריקאית להלן.

בעיה מבנית נוספת נובעת מכך שברוב ההנפקות מאמצי השיווק הנדרשים למכירתן מביאים להקמת קונסורציום של חתמים (להלן - קונסורציום). דרך פעולה זו של החתמים יוצרת קשרים עסקיים הדוקים בין החתמים לבין עצמם העלולים ליצור קרטליזציה של הענף אשר פוגעת בעיקר בחברות המנפיקות (בארה"ב קיימת טענה שכך אכן קרה).

3. חיתום ניירות ערך בישראל - המצב הקיים

העיקרון המנחה בשיטת החיתום בישראל הוא העיקרון של שוויון ההזדמנויות לכל. עקרון זה נקבע בסעיף 46(א)(2)(ד) לחוק המאפשר לבורסה לקבוע בתקנונה כי הנפקת ניירות ערך תעשה בתנאים במחיר ובדרך השווים לכל⁷.

הסיבה העיקרית לקביעתו של עקרון זה היא המחשבה שיש בו כדי להביא להגינות בשוק ההון, תכונה ההכרחית לקיומו של שוק הון המתפקד היטב לאורך זמן.

קיימות מספר הנמקות אפשריות לעקרון המונח בבסיס השיטה הישראלית:

ראשית עקרון השוויון מבטיח שכל מי שחפץ לרכוש ניירות ערך יוכל לעשות זאת אם יציע את המחיר המתאים ללא מסננת של חתם. בכך יוגדל מספר השחקנים בשוק ההון, מה שיבטיח שוק הון עמוק יותר בעל סחירות גדולה יותר. אולם, הכמות הצפה בשוק, החזקות בעלי עניין והיקף המסחר מלמדים כי השיטה הקיימת, ככל הנראה, לא הצליחה להשיג מטרה זו.

לכאורה גם לחתם חשוב שהסחירות בנייר הערך שהוא משמש חתם להנפקתו תהיה גדולה. אולם, לחתם, בשיטה האמריקאית, ישנם שיקולים אחרים כגון הרצון להטיב עם לקוחות גדולים, אשר עשויים לגבור על אינטרס זה.

שנית, גם בזירת המסחר, בשוק המשני, נמכרים ניירות ערך למרבה במחיר. לטעון זה ניתן להשיב כי מי שרוצה למכור לקונה ספציפי יכול לעשות זאת בעסקה מחוץ לבורסה.

שלישית, בשוק הון קטן וריכוזי כמו השוק בישראל, קיומה של מכירה בדרך של מכרז למרבה במחיר מונעת העדפה של גורמים מקורבים או תופעות של "שמור לי ואשמור לך" בין הגופים המעטים הפועלים בשוק החיתום⁸. סכנה זו הנה פחות מוחשית ככל שהשוק גדול יותר והשחקנים בו רבים יותר.

להלן נסקור את הסביבה החוקית בה פועלים החתמים בישראל. ההסדרים הנוגעים לשיטת החיתום קבועים בחוק, בתקנות, בחוק השקעות משותפות בנאמנות, בחוק יועצי השקעות ובתקנון הבורסה ובהנחיותיה. נציין כבר עתה כי מצב בו חלק מההסדר החוקי הנוגע לשיטת החיתום קבוע

⁷ נציין כי המחוקק אפשר לסטות מעקרון זה לגבי סוגים של דרכי הנפקה או של רוכשים. כך לדוגמה נקבע ביחס למשקיעים מוסדיים כי יוכלו להתחייב בהתחייבות מוקדמת לרכוש ניירות ערך בהנפקה תמורת עמלה, וכי יזכו להעדפה בהקצאה של ניירות הערך; לגבי מנגנון ההקצאה למוסדיים ראה סעיף 3.3 להלן.

⁸ השיטה האמריקאית אינה רואה בשוק הפועל בין היתר על בסיס של "שמור לי ואשמור לך" תופעה שלילית כל עוד התנהגות זו מושתתת על בסיס עסקי בין שני צדדים לא תלויים (Arm's length).

בתקנון הבורסה עלול להוביל, באם תקום בורסה שניה, לקיומם של הסדרי חיתום שונים בבורסות השונות.

3.1 חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן "החוק")

המונח "חתימה" הוגדר בתקנות ניירות ערך (חיתום), התשנ"ג-1993 (להלן - תקנות החיתום) כמי שהתחייב בהתחייבות חיתומית, שהיא ההתחייבות לרכוש ניירות ערך המוצעים בתשקיף במידה ולא ירכוש אותם הציבור.

הלוקח על עצמו התחייבות שכזו צריך לחתום על התשקיף (סעיף 22(ג) לחוק). מי שחתם על תשקיף אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך מן המציע, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה⁹ (סעיף 31(א) לחוק).

אותה אחריות לא תחול על מי שהוכיח שנקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף וכי האמין בתום לב שאכן אין פרט כזה (סעיף 33 לחוק). זהו הבסיס החוקי להגנה הנובעת מביצוע בדיקת נאותות של התשקיף (Due Diligence) על ידי החתם.

במידה ששניים או יותר אחראים תחול אחריותם יחד ולחוד (סעיף 34 לחוק).

על החתם חלה גם אחריות פלילית במידה ויש בתשקיף או בטיטות התשקיף פרט מטעה (סעיף 53 לחוק).

יוצא אם כן שעל החתם מוטלת אחריות משני סוגים: אחריות ביטוחית - אשר נמשכת עד למועד סגירת רשימת החתימות שאז היא מתממשת או פוקעת ואחריות אזרחית ופלילית בשל פרט מטעה אשר נמשכת מעבר למועד סיום ההנפקה.

3.2 תקנות החיתום וחוק יועצי השקעות

הוראות לעניין חיתום נקבעו בתקנות החיתום וכן בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן - "חוק יועצי השקעות").

עיקרי תקנות החיתום הינם:

(א) תנאי כשירות

⁹ פרט מטעה - לרבות דבר העלול להטעות משקיע סביר וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר.

תנאי הכשירות נוגעים ליכולת הכספית של החתם וקובעים דרישות מינימליות של הון עצמי וביטוח אחריות.

הדרישה לעניין הון עצמי מזערי (תקנה 4) היא כי אותו הון לא יפחת בכל עת מסכום של 1,200,000 ש"ח (צמוד למדד שפורסם במרס 1993). כמו כן יש להפקיד בבנק או להשקיע בניירות ערך שיופקדו למשמרת בבנק או אצל חבר בורסה סכום בגובה ההון עצמי המזערי (תקנה 6א)).

(ב) דרישת דיווח

דרישות הדיווח כוללות הגשת דו"ח שנתי ודוחות ביניים, דו"ח על כל הנפקה, ודו"ח נוסף באם החתם נאלץ לקיים התחייבות חיתומית.

(ג) הוראות שמטרתן לצמצם ניגודי עניינים

1. איסור על בנק או מבטח לשמש כחתם לחברות בשליטת כל אחד מהם.
2. דרישה כי לפחות לשליש מחברי הדירקטוריון לא תהיה זיקה כלכלית לחתם או קשר מהותי להנהלתו העסקית.
3. איסור על נטילת התחייבות חיתומית בשיעור של למעלה מ-25 אחוזים מסך ההתחייבות החיתומית במקרים הבאים:
 - א. בהנפקה של חברה שולטת, של חברה בת, של "אחות" או של מסונפת של החתם (להלן כולן יחדיו - חברה קשורה).
 - ב. אם יתרת חובו של המציע או המנפיק לחתם או לחברה קשורה אליו עולה על 25 אחוזים מסך המאזן האחרון של המציע או המנפיק.
 - ג. אם למעלה מ-25 אחוזים מתמורת ניירות הערך המוצעים מיועדים לפירעון חובות לחתם או לחברה קשורה אליו.
4. דרישה לגילוי בתשקיף בדבר כוונת החתם להזמין ניירות ערך עבור עצמו.
5. כללים המסדירים הזמנת ניירות ערך ללקוחות החתם באם הוא נותן ייעוץ בניירות ערך או מנהל תיקי ניירות ערך עבור לקוחות.

כללים אלה קובעים:

א. חתם הנותן ייעוץ ללקוח לא **יזמין** עבורו ניירות ערך שלהצעתם הוא משמש כחתם, אלא אם הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב, בין דרך כלל ובין ביחס להצעה מסוימת. הוזמנו ניירות ערך כאמור, על החתם למסור ללקוח בכתב בסמוך לאחר ההזמנה פרטים על חלקו בהתחייבות החיתומית ומהי התמורה שקיבל בעד ההזמנה של הלקוח.

ב. אסור לחתם **למכור** ללקוחו ניירות ערך **שרכש** עקב קיום התחייבותו החיתומית אם החברה שהונפקה היא חברה קשורה שלו בתוך 3 חודשים ממועד קיום התחייבותו אלא אם הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב. בשלושת החודשים הבאים אחריהם תבוצע המכירה ללקוח בשער שלא יעלה על שער הבורסה.

הוראות חוק יועצי השקעות בנושא זה הינן:

סעיף 14(א) קובע כי יועץ השקעות יגלה ללקוח, בגילוי נאות, את כל העניינים המהותיים לעסקה המוצעת או לייעוץ הניתן.

סעיף 16(א) קובע כי במתן ייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות לא יעדיף בעל רשיון ניירות ערך או נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד או שותף, בשל הקשר האמור.

סעיף 16(ב) אוסר על מנהל תיקים **להזמין** עבור לקוח ניירות ערך שתאגיד קשור אליו שימש חתם להצעתם אלא אם כן הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב. סעיף 16(ג) אוסר על מנהל תיקים **לרכוש** עבור לקוחותיו ניירות ערך שתאגיד קשור אליו שימש חתם להצעתם כל עוד לא חלפו שלושה חודשים ממועד קיום ההתחייבות החיתומית, אלא אם הסכים לכך הלקוח מראש בכתב **ביחס לעסקה מסוימת**. בשלושה חודשים הבאים נדרשת הסכמה מראש ובכתב אך הסכמה כללית מספיקה. רכישות עפ"י סעיפים 16(ב) ו-16(ג) יבוצעו רק בשער שלא עולה על מחיר הבורסה הידוע ביום הרכישה, ויימסר דיווח ללקוח תוך 30 יום ממועד הרכישה.

לעניין מכירה של ניירות ערך - חוק יועצי השקעות שינה למעשה את תקנות החיתום בכך שאסר על החתם לנהל תיקי השקעות או להיות יועץ השקעות ולכן אין מצב שבו חתם מוכר ניירות ערך **ללקוחו**. באם החתם הוא חברה קשורה למנהל תיקים מכביד חוק יועצי השקעות את הדרישות אל מעבר לתקנות החיתום - נדרשת הסכמה ספציפית של הלקוח בשלושת החודשים הראשונים שלאחר ההתחייבות החיתומית, והסכמה כללית או ספציפית בשלושת החודשים הבאים. הכללים שנקבעו בתקנות החיתום לעניין מתן ייעוץ ללקוח על ידי חתם מתייתרים שכן כאמור, אסור לחתם לנהל תיקי השקעות עבור לקוחות (סעיפים 7 ו-8 לחוק ייעוץ השקעות).

3.3 תקנון הבורסה והנחיותיה

תקנון הבורסה קובע תנאים לרישום למסחר; לחלק מתנאים אלה נגיעה ישירה לשיטת החיתום. מטרתם של תנאים אלה להבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה (סעיף 64). סעיף 66. לתקנון הבורסה קובע כי הצעת ניירות ערך תעשה בתנאים, במחיר ובדרך השווים לכל, אולם ניתן לנהוג אחרת לגבי סוגים של דרכי הנפקה או של רוכשים, או לגבי הקצאה לעובדים או למשקיעים מוסדיים - הכל כפי שייקבע בהנחיות. סעיף 66.ה. קובע כי הקצאת ניירות הערך במסגרת הצעה לציבור תעשה על בסיס יחס שווה לבקשות המזמינים, אולם ניתן לקבוע בהנחיות תנאים ונסיבות בהם ניתן לנהוג אחרת לגבי סוגים או קבוצות של רוכשים.

פרק ב' להנחיות הבורסה קובע הנחיות כלליות לגבי קביעת המחיר בהנפקה וההקצאה למזמינים והסדרים ספציפיים לגבי הנפקת זכויות, משקיעים מוסדיים ועובדים. העיקרון המנחה הוא עקרון השוויון: מחיר שווה לכל, והקצאה שוויונית בתוך כל קבוצה (מוסדיים ושאינם מוסדיים) באופן שיוסבר להלן.

ההנחיות קובעות את האופן בו יוקצו ניירות הערך במידה והביקוש עולה על ההיצע: במידה ומדובר בהצעה בדרך של מכרז, מי שהגיש את ההצעות הגבוהות ביותר יקבל את מלוא הזמנתו ומי שהגיש במחיר שנקבע להיות מחיר ההנפקה (שהוא המחיר שבו או מעליו היקף הביקוש שווה או עולה על ההיצע) יקבל רק חלק מהצעתו. במידה ונקבע מחיר מכסימום, ובמחיר זה הביקוש עולה על ההיצע, ההקצאה תעשה פרי פסו בין כל המזמינים, למעט העדפת המשקיעים המוסדיים כפי שיפורט להלן.

לגבי עובדים נקבע כי לא יחול הכלל הקבוע בסעיף 66.ד. לפיו הצעת ניירות ערך תעשה בתנאים, במחיר ובדרך השווים לכל. לפיכך ניתן להקצות מניות לעובדים לפי החלטת החברה ובמחיר שתקבע. החלטה זו היא בדרך כלל של החברה ולא של החתם כיוון שבדרך כלל הסיבה להקצאה לעובדים אינה הרצון לגייס כסף לחברה אלא סיבות מתחום יחסי העבודה.

הנחיות הבורסה כוללות הוראות לגבי התחייבויות מוקדמות של משקיעים מוסדיים לרכוש ניירות ערך בהנפקה והקצאה למוסדיים במקרה של חתימת יתר. היקף ההתחייבות המוקדמת של המוסדיים מוגבל ל- 40 עד 80 אחוזים כפונקציה של היקף ההנפקה וסוג ניירות הערך המונפקים. ככל שהיקף ההנפקה גדל כך יכול שיעור ההתחייבות המוקדמת של מוסדיים לגדול.

עוד קובעות ההנחיות כי במקרה של חתימת יתר תעשה ההקצאה בנפרד למשקיעים מוסדיים ולשאינם מוסדיים, כאשר לאחרונים יוקצה שיעור גדול יותר מהזמנתם. כך לדוגמה אם מדובר בהנפקת מניות בהיקף של 20 מליון דולר שבה היקף הזמנות המוסדיים לא יעלה על 40 אחוזים משווי ניירות הערך המוצעים הרי במידה וחתימת היתר היא עד פי 2 מהכמות שהוצעה לציבור תוקצה לכל משקיע מוסדי 100 אחוזים מהכמות שהתחייב לרכוש, כלומר כל

המוסדיים יקבלו יחדיו 40 אחוזים מהיקף ההנפקה. אם חתימת היתר היא יותר מפי 8 מהכמות שהוצעה לציבור, יוקצו לכל משקיע מוסדי 33 אחוזים מהכמות אותה התחייב לרכוש, כלומר כל המשקיעים המוסדיים יקבלו יחדיו כ- 13 אחוזים מהיקף ההנפקה בלבד.

חשוב להדגיש כי ההעדפה הניתנת למשקיעים המוסדיים בשיעור ההקצאה הנה רק בהשוואה להזמנות במחיר (או בשיעור ריבית על אגרות חוב) הזוהה למחיר ההנפקה. מזמינים מן הציבור שהזמינו ניירות ערך במחיר גבוה יותר יקבלו את מלוא הזמנתם והמשקיעים המוסדיים יקבלו את ההעדפה בשיעור ההקצאה רק ביחס ליתרה שנותרה לחלוקה.

הנחיות הבורסה מאפשרות מתן עמלה למשקיעים המוסדיים תמורת ההתחייבות המוקדמת. משמעות העמלה היא כי המחיר שהם משלמים עבור ניירות הערך נמוך יותר מזה שמשלמים אחרים. על מנת לאפשר למשקיעים מוסדיים לקבל כמות קרובה ככל האפשר לזו שביקשו לרכוש היינו עדים לאחרונה למנגנון שעל פיו חלק מהעמלה שיקבלו משקיעים אלו הינה האפשרות לרכוש מן המציע מניות נוספות במחיר ההנפקה¹⁰.

מטרתם של הסדרים אלה הנה להתגבר על הבעייתיות בשיטת החיתום הישראלית שבה החברה והחתם אינם רשאים להחליט למי להקצות את ניירות הערך. היות ושילובם של משקיעים מוסדיים בהנפקה נחשב לרצוי הותרו הסדרים אלה על מנת לנסות ולהבטיח שבהנפקות מבוקשות לפחות חלק מהרוכשים יהיו משקיעים מוסדיים.

¹⁰ הדבר דומה למנגנון ה-Green Shoe הקיים בארצות הברית. לתיאור מנגנון זה ראה בפרק 4 להלן.

3.4 צו ניירות ערך (ביטול מחיר מרבי) (הוראה שעה), התשנ"ד-1993

עד נובמבר 1993 ניתן היה לקבוע בכל הנפקה מחיר מזערי ומרבי לניירות הערך המוצעים. באם במחיר המרבי עלה הביקוש על ההיצע (מצב של חיתום יתר) חולקו המניות בין המציעים במחיר הגבוה ביותר פרו-רטה בהתאם לגודל הבקשות.

בשנות הגאות בשוק ההון הישראלי (1992-1993) נוצר מצב של חיתומי יתר של מאות ואף אלפי אחוזים, וכל מזמין קיבל שבריר אחוז מהזמנתו. בשל החובה להפקיד את מלוא התמורה בגין הזמנתם נאלצו המזמינים ללוות את סכום ההפקדה מהבנקים ליום אחד, הבנקים על מנת לעמוד בחובת הנזילות לקחו הלוואות מוניטריות מבנק ישראל, שנאלץ להעמיד להם הלוואות אלה. חובת ההפקדה בוטלה בפברואר 1994.

בנובמבר 1993 נחקק צו ניירות ערך (ביטול מחיר מרבי) (הוראת שעה), התשנ"ד-1993. צו זה אסר על קביעת מחירי מכסימום בהנפקות וקבע שמחיר ניירות הערך המוצעים יקבע בדרך של מכרז ללא מחיר מרבי. (הוראות אלה אינן חלות על הצעת ניירות ערך בדרך של זכויות ועל הצעה לעובדים). בינואר 1997 פג תוקפו של הצו האוסר קביעת מחיר מרבי וניתן לבצע הנפקות שנקבע בהן מחיר מרבי, ואף הנפקות ללא מכרז כלל.

לאור העובדה שהנחיות הבורסה אסרו על מתן העדפה בהקצאה למשקיעים מוסדיים באם בוצעה ההנפקה בדרך של מכרז ללא מחיר מרבי, לא יכלו חברות, לאחר חקיקת הצו, להבטיח לעצמן היקף החזקות כלשהו של מוסדיים. במאי 1996 שונו ההנחיות כך שכיום ניתן לתת העדפה כאמור. ממועד זה ועד לביטול צו מחיר מרבי במידה והמחיר שנקבע לבסוף במכרז היה גבוה מהמחיר בו התחייבו המשקיעים המוסדיים לרכוש, לא קיבלו אלה ניירות ערך כלשהם. מצבים אלה אינם רצויים שכן החברות לא יכלו להבטיח מראש כניסתן של "ידיים חזקות".

3.5 סקירת הפסיקה

בפסקי דין מעטים בלבד נדונו תפקידי החתם ואחריותו. להלן נביא את תמציתם.

בפס"ד קופמן¹¹ נתבע הבנק הבינלאומי על ידי החברה בגין חזרתו של הבנק מהסכמתו לשמש כחתם להנפקה וזאת בסמוך לפני המועד לפרסום התשקיף. בפסק הדין נדונה השאלה האם באותו מועד כבר התגבש הסכם חיתום מוגמר בין הצדדים. נפסק כי לאחר בדיקה התחלתית של נכסי החברה עדין לא מתגבש הסכם חיתום מוגמר. ההסכמה העקרונית של הבנק לשמש חתם, שהייתה צריכה להיהפך להתחייבות עם חתימת הסכם החיתום אינה מבטיחה סופית את התחייבותו, אשר תלויה בנסיבות רבות. הבנק מסייע בפעילות ההנפקה, בודק, מייצע ואף דורש מילוי תנאים אלה ואחרים. במערכת היחסים שבין הבנק לחברה המנפיקה ישנה

¹¹ ת"א (י-ם) 556,501/85 קופמן ואח'י נ' הבנק הבינלאומי הראשון, פסקים תשמ"ח(1)265

התחשבות בתנאי השוק ואין מניעה כי מי מהצדדים - בין הבנק ובין החברה - יחזור בו בשל נסיבות אלה או אחרות מהכוונה לצאת בהנפקה. עוד נדונה בפסק הדין מהותו של הסכם החיתום וכך נאמר שם: "בחווה מסוג זה מקבל החתם על עצמו אחריות לתוכן התשקיף ולתנאיו ואילו לחברה המנפיקה הוא מבטיח כי יהיה קונה לניירות ערך המוצעים על ידי שהוא (החתם) מתחייב לרכוש את ניירות הערך שלא יירכשו על ידי הציבור. כן אחראי החתם לנכונות התשקיף אחריות פלילית ואזרחית: סעיף 31 וסעיף 53 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968" (עמוד 272)¹²

בפסק דין רובינשטיין¹³ נתבע החתם תביעה פלילית בגין קיומו של פרט מטעה בתשקיף. נפסק שם כי החתם אינו אחראי לקיומו של הפרט המטעה בתשקיף וזאת לאור העובדה שבמועד ביצוע העבירה היה נוסח החוק כזה שדרש כי העבירה תבוצע "ביודעין". כלומר מחשבה פלילית ולא רק רשלנות. בית המשפט לא נכנס לשאלה מה היה דין החתם לאור תיקון מספר 9 לחוק שהשמיט את הדרישה כי העבירה תבוצע "ביודעין".

3.6 שיטת החיתום בישראל הלכה למעשה

הנפקת ניירות ערך לציבור נעשית בדרך כלל בעזרת בנק השקעות או חתם. אותו חתם בודק את מצבה של החברה, עוזר לה בקביעת גודל ההנפקה, מבנה ההנפקה, הרכב ניירות הערך המוצעים ומחירים, מבצע בדיקת נאותות, ולוקח על עצמו אחריות ביטוחית להנפקה¹⁴.

קיימות שתי שיטות לבחירת החתם. הראשונה שהיא נדירה יותר הנה התקשרות בדרך של מכרז והפרמטר העיקרי לבחירת החתם בשיטה זו הוא התמורה שתקבל החברה בהנפקה. השיטה השנייה והמקובלת יותר היא בחירת החתם תוך כדי ניהול משא ומתן עמו. בשיטה זו בדרך כלל פועל החתם גם כיועץ הנפקה.

בשלב זה קיימת כוונה של הצדדים ללכת לקראת הסכם חיתום אולם לא נחתם כל מסמך פורמלי. בשלב זה מתחילים החברה והחתם בהכנת טיוטת התשקיף. תהליך זה לוקח כ- 6 שבועות.

כשטיוטת התשקיף מוכנה היא מוגשת לבדיקה לרשות ולבורסה. בישראל, בשונה מבארצות הברית, החתם לא תמיד מעורב בהכנת טיוטת התשקיף ולא תמיד מבצע בדיקות נאותות לפני הגשת טיוטת התשקיף לרשות אלא רק במקביל לבדיקות הרשות והבורסה.

¹² על פסק דין זה הוגש ערעור לבימ"ש עליון. ערעור זה נדחה. פסק הדין לא פורסם.

¹³ תפ' (ת"א) 229/87 מדינת ישראל נ' רובנשטיין ושות', חברה קבלנית בע"מ, פסקים תשנב(1) 89.

¹⁴ לעתים מתקשרת החברה עם יועץ הנפקה שאינו משמש כחתם. הוא שמבצע את הבדיקות המקדמיות ומחליט יחד עם החברה על מבנה ההנפקה. יתכן שבמקרה זה תדחה בחירת החתם המוביל לשלב מאוחר יותר אך יתכן גם כי החברה תצא להנפקה ללא חיתום כלל.

במשך התקופה הבאה שאורכת בדרך כלל 4 עד 6 שבועות תתקן החברה את טיוטת התשקיף בהתאם להערות המתקבלות מהרשות, מהבורסה ומהחתמים. בסוף תקופה זו ניתן לחברה היתר לפרסום התשקיף.

עד למתן ההיתר אסור לחברה להציע ניירות ערך לציבור (וזאת בשונה מבארצות הברית). לפיכך אסור לה להיפגש עם משקיעים שאינם מוסדיים ולנסות לעניין אותם בניירות הערך. בפועל נראה שלא בכל המקרים עומדים החברות והחתמים בהגבלה זו.

סמוך לפני קבלת ההיתר מתקשרת החברה בהסכם חיתום עם קבוצת חתמים שאותה מארגן מנהל הקונסורציום. הסכם זה כולל את פירוט העמלות המגיעות לכל חתם, את מחיר ההנפקה הסדרי שיפוי וסעיפי מילוט לחתמים.

העמלות המשולמות כוללות בדרך כלל את העמלות הבאות:

עמלת חיתום הניתנת בעבור האחריות הביטוחית - בהתאם להיקף ההתחייבות הכוללת בהתבסס על מחיר המינימום.

עמלת הפצה - מחושבת כאחוז מהמחיר בו ימכרו ניירות הערך בפועל, והיא משולמת לחתמים כאשר הם משמשים גם כמפיצים (עמלה זו משולמת גם למפיצים שאינם חתמים).

עמלת ניהול - למנהל הקונסורציום.

לעתים משולמת גם עמלת הצלחה המחושבת כשיעור מן ההפרש בין המחיר בו ימכרו ניירות הערך בפועל לבין מחיר המינימום.

ההתחייבות הביטוחית של כל חתם הינה לרכוש אחוז מסוים מההנפקה במידה ולא ירכוש אותו הציבור בגין הכמות לה התחייב בתשקיף בניכוי ניירות הערך שהופצו על ידו. כלומר - ככל שהחתם יפיץ את החלק לו התחייב בצורה טובה יותר, הוא ירוויח יותר עמלות הפצה, ולעתים גם עמלות הצלחה, ובה בשעה תקטן התחייבותו הביטוחית.

הסיבה לחתימת הסכם חיתום סמוך ככל האפשר למועד מתן ההיתר להנפקה הוא הרצון להקטין ככל האפשר את חשיפת החתמים. חשיפה זו נובעת מהתחייבות החתמים לרכוש את ניירות הערך, אם לא ירכוש אותם הציבור, במחיר הקבוע בתשקיף ובעמלות הקבועות בתשקיף. התחייבות זו ניתנת חמישה ימים לפחות לפני יום המכירה בו יתברר האם על החתם לממשה והיא עומדת בעינה גם אם יהיו שינויים במשק אשר ישפיעו על מחיר ניירות הערך. מטעם זה קיים בהסכמי החיתום סעיף מילוט המאפשר לחתם המוביל לבטל את ההנפקה עד מספר שעות לפני תחילת המכרז אולם ההשלכות של ביטול כזה חמורות והחתמים לא ימהרו לנקוט בו. זאת כיוון שביטול יגרום נזק רב למנפיקה וכן למוניטין של החתם. לפיכך ישתמשו החתמים במוצא זה רק במקרים נדירים.

המסחר בבורסה מתחיל 3-4 ימים לאחר סיום המכרז (בכפוף לעמידה בכללי הפיזור שנקבעו בהנחיות הבורסה).

4. חיתום ניירות ערך בארה"ב

שתי שיטות חיתום קיימות בארה"ב: האחת לפיה החתם רוכש את מלוא ההנפקה ואם לא יוכל למוכרה הלאה יישאר עם החלק הלא מכור (Firm Commitment) והאחרת לפיה החתם עושה את מירב המאמצים למכור את ההנפקה אך לא מתחייב לרכוש ניירות ערך שלא נרכשו על ידי אחרים (Best Efforts). רוב ההנפקות נעשות בשיטה הראשונה ואליה תתייחס גם הסקירה בהמשך.

המונח "חתם" מוגדר בסעיף 2(11) לחוק של 1933 (the Securities Act of 1933). הגדרה זו הנה רחבה מאד וכוללת כל מי שקנה ממנפיק או שמכר או הציע עבור מנפיק ניירות ערך בקשר עם הפצתם.¹⁵

יש חשיבות רבה לשאלה מי נכנס להגדרת חתם שכן על פי סעיף 4 לחוק של 1933 לעסקאות המבוצעות על ידי מי שאינו מנפיק, חתם או סוחר בניירות ערך יש פטור מחובת תשקיף.

4.1 שלב בחירת החתם

לאחר שחברה החליטה כי ברצונה להנפיק ניירות ערך לציבור עליה לבחור את החתם המוביל בהנפקה. החברה תפנה למספר חתמים וכל אחד מהם ייתן הערכת מחיר לניירות הערך המוצעים, שתבוסס על השוואת החברה לחברות דומות נסחרות ושלגביהן קיימים נתונים ציבוריים. השיקולים של החברה בבחירת החתם יהיו המוניטין של החתם והמחיר שהוא מעריך שהחברה תקבל עבור מניותיה.

¹⁵ 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.

אין כל הגדרה בחוק האמריקאי לביטויים "distribution" או "view to distribution" או "in connection with a distribution". לכן, לא ניתן להסיק מסקנה ברורה באיזה מקרה מי שרכש ניירות ערך בהצעה שלא על פי תשקיף, הרוצה למכור את ניירות הערך אשר רכש בהצעה זו, ייכנס בהגדרת חתם.

המוניטין של החתם מתבטא בטיב ניירות הערך אותם הוא משווק, באופן בו ייצב את מחיר ניירות הערך מיד לאחר ההנפקה כמפורט להלן, בהתחייבות שלו "לעשות שוק" במנייה וכן בלווי החברה בעתיד על ידי אנליסט מטעמו, שהוא בעל מוניטין כשלעצמו, שיעקוב אחר החברה ויפרסם למשקיעים המלצות לגבי ניירות הערך. מטרת ייצוב מחיר ניירות הערך היא לדאוג לכך שהמחיר בשוק לאחר ההנפקה לא יפחת ממחיר ההנפקה וכי לא יהיו תנודות חזקות במחיר. פעולות אלה מקטינות את הסיכון שברכישת ניירות הערך ומעודדות השקעה בשוק הראשוני.

משקיעים מוסדיים יטו לרכוש ניירות ערך מחתמים בעלי מוניטין מכמה סיבות: כאמור זוהי אינדיקציה לגבי טיב ניירות הערך המשווקים; שנית, בכך מובטח להם שאם תתגלה עילת תביעה יהיה להם אל מי לפנות; שלישית, אם יתבעו בעתיד על ידי לקוחותיהם תשמש להם העובדה שבחרו בחתם בעל שם כאחד מטעוני ההגנה; ולבסוף כך הם מבטיחים קבלת דוחות אנליסטים על החברה בעתיד.

4.2 טיוטת התשקיף

לאחר שהחברה בוחרת את החתם המוביל נחתם מכתב כוונות בין החברה לחתם ונכתבת טיוטה ראשונה של תשקיף. טיוטה זו מוגשת לרשות ניירות ערך האמריקאית (להלן - S.E.C) אשר מעבירה את הערותיה לחברה בכתב. לאחר קבלת מכתב ההערות החברה שולחת ל-S.E.C טיוטה חדשה וכן מכתב המפרט איך טיפלה המנפיקה בכל הערה והערה. לאחר הפקדת הטיוטה ב-S.E.C מותר לחברה להציע את ניירות הערך על פי טיוטת התשקיף המכונה "Red Herring" אך אסור לה למכור או להתחייב למכור את ניירות הערך. במידה ובעקבות הערות ה-S.E.C חלים שינויים מהותיים בטיוטה¹⁶ קיימת חובה להפיץ מחדש את הטיוטה המתוקנת לכל הניצעים. לפיכך בפועל מופצת בדרך כלל טיוטת התשקיף, בעיקר בהצעה ראשונה לציבור, רק לאחר סבב הערות ה-S.E.C, וכאשר לדעת החברה והחתמים התשקיף הסופי יהיה דומה מאוד לטיוטה שבידיהם.

טיוטת התשקיף צריכה לכלול את כל הפרטים שיהיו בתשקיף הסופי לרבות העמלות הניתנות לחתמים, אולם אין חובה לכלול מחיר סופי. ניתן לקבוע טווח מחירים שאף ממנו ניתן לסטות. על הפרטים הכלולים בטיוטת התשקיף חלה אחריות פלילית למידת דיוקם ושלמותם וזאת על פי סעיף 17(a) לחוק של 1933.

¹⁶ כך לדוגמה שינוי של 20% ומעלה בכמות ניירות הערך המוצעת או במחירם מהווה שינוי מהותי הגורר הפצה מחדשת של טיוטת התשקיף.

בנוסף ל-S.E.C מועברת טיוטת התשקיף ל-NASD ארגון הברוקרים והדילרים (National) Association of Securities Dealers, inc. שלו הסמכות לבדוק האם התמורה לחתמים בכל הנפקה והנפקה היא סבירה והוגנת, ואישור על כך הוא תנאי לקבלת היתר ה-S.E.C. הגדרת "תמורה" לעניין זה היא רחבה מאוד וכוללת ניירות ערך שהונפקו לחתמים בשנה שקדמה להנפקה, עמלת יעוץ ועוד¹⁷. ה-NASD הוסמך, בתיקון לחוק 1934 שנקרא "Maloney Act" ואשר חוקק ב-1938, להיות הגוף האחראי לרישוי ברוקרים. חשיבות הרישוי היא בין היתר בכך שכחתם יכול לשמש רק מי שהורשה לשמש כברוקר.

במקביל לקבלת הערות ה-S.E.C והכנת תשקיף סופי מקיים מנהל קונסורציום החתמים הליך שמטרתו תמחור ההנפקה (pricing). הליך זה נקרא "road show" -"מסע חשיפה". במהלך מסע זה נפגשים מנהל הקונסורציום ומנהלי החברה עם משקיעים, עורכים מצגת על החברה, עונים על שאלות ומקבלים אינדיקציות להיקף הביקוש במחירי ההנפקה המתוכננים¹⁸. את הנתונים מרכז מנהל הקונסורציום בספר ההזמנות ("the book"). בדרך כלל המחיר הסופי יהיה בטווח המחירים שנקבע בטיטת התשקיף, אולם יתכנו מקרים בהם המחיר הסופי יהיה מעל או מתחת לטווח.

מחיר נייר הערך יהיה המחיר הגבוה ביותר שבו היקף הביקושים יהיה "משביע רצון" - מחיר בו לדעת החתם ההנפקה תוכל להימכר במלואה ושבו יוותרו ביקושים מספיקים

¹⁷ לפי ה-NASD Manual, התמורה לחתם כוללת:

...the gross amount of the underwriter's discount; total expenses payable by the issuer, whether accountable or non-accountable, to or on behalf of the underwriter which normally would be paid by the underwriter; underwriter's counsel's fees and expenses; finder's fees; financial consulting and advisory fees, and any other item of value accruing to the underwriter and related persons. Such other items of value include, but are not necessarily limited to, stock, options, warrants and convertible and other debt securities, when deemed to have been received in connection with or in relation to the proposed offering, and when given by or acquired from the issuer, seller, or persons in control or common control of the issuer or related parties of the issuer or such other persons. Expenses normally borne by the issuer, such as printing costs, registration fees, blue sky fees, and accountant's fees, are excluded from compensation even if paid through the underwriter.

¹⁸ הליך זה אינו מוסדר בחוק. בפועל עלול להינתן במהלכו למשקיעים מידע נוסף על זה הכלול בתשקיף כגון תחזיות לגבי תוצאות עתידיות של החברה, דבר האסור על פי החוק. לפיכך המידע היחיד שנמסר למשקיעים **בכתב** הוא התשקיף.

לשוק שלאחר ההנפקה ("aftermarket"). זוהי למעשה עיקר מומחיותו של החתם שכן אין כאמור התחייבות מצד המשקיעים לרכוש את ניירות הערך שבמהלך מסע החשיפה אמרו כי ירכשו ועל החתם להעריך מה בין האינדיקציות שקיבל לביקוש "האמיתי" וזאת בהסתמך על היכרותו את המשקיעים השונים, את החברה המנפיקה ואת השוק בכללו. כך לדוגמה כשהלקוחות מעריכים שמדובר בנייר ערך מבוקש הם יתנו היקף ביקושים פיקטיבי, העולה על הכמות שהם באמת מעוניינים בה, על מנת לקבל לפחות חלק מבקשתם. לפיכך יתכנו מקרים בהם למרות ביקושי יתר גבוהים מנהל קונסורציום החתמים לא יעלה את המחיר אלא ידבק במחיר שלדעתו הוא ריאלי לפי שווי החברה המוערך על ידו.

4.3 מתן היתר ומכירת ההנפקה

לאחר השלמת הליך קבלת ההערות מה-S.E.C ותיקון התשקיף לפיהן, יכולה החברה לקבל היתר ("going effective"). את קביעת המחיר הסופי ואת חתימת הסכם החיתום יכולה החברה לדחות עד 15 יום לאחר קבלת ההיתר¹⁹. בפועל לא מנצלות החברות בדרך כלל אפשרות זו.

לפני קביעת המחיר הסופי מתקשרים החתמים לכל המשקיעים ומוודאים עימם את היקף הביקוש שלהם במחיר המתוכנן. במידה והיקף הביקושים משיב רצון, נקבע המחיר הסופי, נחתם הסכם החיתום, החתמים קונים את ההנפקה ומתבצעת מכירה למשקיעים. ברוב המקרים תהליך זה לוקח זמן קצר של מספר שעות בלבד. במקרים אלה הסיכון הביטוחי העומד בפני החתמים הוא נמוך מאוד שכן ניירות הערך נמכרים למשקיעים מיד לאחר שנקנו על ידם ולאחר שקיבלו תמונה עדכנית של הביקושים. בדרך כלל תמחור ההנפקה והחתימה על הסכם החיתום נעשים סמוך לפני תחילת המסחר.

4.4 הסכם החיתום

הצדדים להסכם החיתום הם המנפיקה ומנהלי הקונסורציום החותם בשמו ובשם יתר החתמים. ההסכם כולל מצגים של החברה לגבי עסקיה. אחד התנאים לחתימת החתמים על הסכם החיתום הוא קבלת מכתבי נוחות מרואי החשבון, כמפורט להלן וכן חוות דעת מעורכי הדין של החברה לפיה לא בא לידיעתם מידע המצביע על כך כי יש פרט מהותי חסר או מטעה בתשקיף.

כמו כן קיים הסכם בין החתמים לבין עצמם המסדיר את היחסים ביניהם והסכם בין מנהל הקונסורציום כנציג החתמים לבין מפיצים (selected dealers).

¹⁹ כלל 430A על פי חוק 1933.

4.5 התמורה להנפקה

לאחר מתן ההיתר החתמים רוכשים מהחברה את מלוא ההנפקה, ועליהם להעביר לחברה את התמורה תוך שלושה ימים. לאחר שרכשו פונים החתמים למשקיעים, מודיעים להם על כמות ניירות הערך המוקצית להם והמשקיעים מתחייבים לרכוש את ניירות הערך המונפקים. את התמורה עליהם להעביר לחתמים תוך שלושה ימים מסיום המכירה ("closing"). במידה וחל שינוי לרעה במצב החברה או השוק לאחר מתן ההתחייבות לרכוש ולפני העברת הכסף עשויים המזמינים להתחרט ולא להעביר את הכספים. במקרה כזה מבוטלת העסקה שנעשתה וניירות הערך חוזרים לידי החתם שצריך למצוא רוכש חדש. הסעדים שבידי החתם כלפי המשקיעים הם הן במישור דיני החוזים והן באיום לא להקצות לאותם משקיעים ניירות ערך בהנפקות הבאות.

במקרים נדירים יכול גם החתם לסגת מהסכם החיתום (וההנפקה מבוטלת) כמו לדוגמא אם בתקופה שבין מתן ההיתר לבין העברת הכספים התגלה לחתם מידע חדש על החברה. במקרה זה יבוטלו כל העסקאות שבוצעו והגלגל יוחזר אחורה²⁰.

4.6 ייצוב שערים

כלל 10b-7 מתיר לחתמים לייצב את מחיר ניירות הערך על מנת למנוע ירידה במחירם או להאיטה, וזאת כחריג לכלל הגדול האוסר מניפולציה. אחד הכלים הקיימים בידי החתמים לצורך כך הוא מכשיר הקצאת היתר (over allotment) בהנפקה, מכשיר המכונה גם "green shoe" שהשימוש בו יוסבר להלן²¹. כלי נוסף הוא רכישה במסחר על ידי החתם כמפורט בסעיף 4.8 להלן.

4.7 הקצאת ניירות ערך על ידי החתמים

לחתמים הזכות להקצות את ניירות הערך המונפקים, שנרכשו כאמור על ידם לפי שיקול דעתם הבלעדי. מטרת החתמים הנה להצליח ולמכור את כל ההנפקה וכן למנוע ירידת מחירים לאחר ההנפקה, שכן המשקיעים שרכשו ניירות ערך בהנפקה מצפים להרוויח, לפיכך חשוב לחתמים לא רק מהי הכמות הנמכרת אלא גם למי היא נמכרת.

²⁰ בהסכמי החיתום קיימים סעיפי "מילוט" המאפשרים לחתם לסגת כאמור. מסיבות עסקיות אין כמעט שימוש בסעיפים אלו. העוסקים בתעשיית ההנפקות צטטו בפנינו למעשה מקרה אחד בלבד שבו נעשה שימוש בסעיף המילוט. המדובר במקרה משנות השבעים בו חברת היי-טק שמקור כוחה נבע מכשרונו של אדם אחד עמדה לצאת בהנפקה ובתקופה של שלושת הימים שלאחר ההנפקה נהרג אותו אדם. בעקבות זאת מימשו החתמים את סעיף "המילוט".

²¹ הקצאת היתר מוגבלת עד ל- 15 אחוזים מעבר להיקף ההנפקה, שאם לא כן ניתן היה להפוך כל חיתום המוצהר כ-firm commitment ל-חיתום שבפועל הינו best efforts ובתוך כך להתחמק מדרישות ההון העצמי הקיימות רק בחיתום מהסוג הראשון.

מקובל למכור מניות בהנפקה ראשונה בהנחה של 10 עד 15 אחוזים מהמחיר לחברות דומות וזאת בשל הסיכון הטמון ברכישת ניירות ערך של חברה שאין לגביה או לגבי ניירות הערך שלה נתוני עבר. לפיכך יש ציפייה שעם תחילת המסחר המחיר יעלה. כתוצאה יהיו משקיעים שינסו לרכוש ניירות ערך בהנפקה ולממשם מיד לאחריה על מנת להרוויח את הפרמיה. משקיעים מסוג זה נקראים "פליפרים". כמובן שהחברה מצפה מהחתמים לבחור את המשקיעים בצורה שתמנע תופעה זו ככל הניתן.

לחתמים מספר מנגנונים שנועדו למנוע תופעה זו. ראשית, הם יעדיפו להקצות מניות למשקיעים אשר מוכרים להם כמשקיעים לטווח ארוך. שנית החתמים יכולים שלא לתת עמלות מכירה למפיצים שמכרו לאותם משקיעים או לסרב להקצות ניירות ערך לאותם משקיעים בהנפקות עתידיות.

4.8 טכניקת ביצוע ההקצאה והקצאת היתר

לצורך הסבר מנגנון ההקצאה נביא להלן דוגמא: חברה מעוניינת לגייס 9 מליון \$. לאחר מסע החשיפה הגיעו החתמים למסקנה שלצורך כך עליה להנפיק מליון מניות במחיר 10 \$ כך שבניכוי עמלות החיתום והוצאות אחרות בהן תישא החברה, בסך כולל של 1 \$ למניה, היא תגייס את הסכום הנחוץ לה.

היקף הביקושים במחיר 10\$ למניה עומד על 200 אחוזים מההנפקה.

יהיו משקיעים שהחתם יקצה להם חלק ניכר מהזמנתם שכן הוא מעריך שמטרתם להשקיע בחברה ויהיו משקיעים שלא יקבלו כלום שכן החתם מעריך שבכוונתם "לזרוק" את המניות לשוק מיד לאחר ההנפקה.

החתם יקצה למשקיעים מוסדיים, שעל פי ספר ההזמנות מעוניינים ב-10 מ' \$, 70% מהזמנתם, למשקיעים פרטיים מסוימים שהזמינו 9 מ' \$ 50% מהזמנתם ולשאר המשקיעים, שלדעתו מתכוונים להיפטר מיד מהמניות, לא יקצה כלום.

<u>כמות מוקצית</u>	<u>% הקצאה</u>	<u>ספר הזמנות</u>
7 מ' \$	70	מוסדיים 10 מ' \$
4.5 מ' \$	50	פרטיים א' 9 מ' \$
-	-	פרטיים ב' 1 מ' \$
<hr/>		
11.5 מ' \$		

בדוגמא זו החתם מקצה 115% מההנפקה למשקיעים. היות ויש בידו רק 100% של מניות הוא נמצא בפוזיציה של "short" לגבי 15%. מיד לאחר המכירה למשקיעים מתחיל המסחר. במידה ומחיר נייר הערך יציב או עולה וכל המשקיעים מעבירים את התמורה לחתם, הוא יקצה להם את ניירות הערך שהונפקו (100%) ובנוסף ינצל את זכותו להקצאת יתר. זוהי זכות של החתם כלפי החברה ומשמעותה היא שהחברה חייבת להקצות לו, לפי דרישתו עד 15% נוספים (בדוגמא זו - 1.5 מ' \$) במחיר ההנפקה. מבחינת החתם זוהי זכות שכן במקרה של עליית מחירים אם היה עליו לרכוש מניות בשוק בכדי להתכסות הוא היה משלם מחיר גבוה יותר. כמו כן ככל שהחתם מוכר ניירות ערך רבים יותר העמלות שהוא זכאי להן גדלות. במידה ועד 15% מהמשקיעים מוכרים את מניותיהם והמחיר בשוק יורד החתם ירכוש מניות אלה ויקטין את פוזיציות ה-"short" שלו. בדרך זו החתם מונע ירידת מחירים שכן אילולא הייתה בידו האפשרות לפעול כך מניות אלה היו נזרקות לשוק ויוצרות היצע שהיו עלולים להוריד את שער המניה.

החתם יכול להחליט להקצות גם למעלה מ-115% אלא שאז באם מחירי ניירות הערך בשוק יעלו לאחר ההנפקה הוא יצטרך לרכוש את הכמות הנוספת במחיר העולה על מחיר ההנפקה ולמכור אותה למזמינים במחיר ההנפקה ויגרם לו הפסד. הפסד עלול להיגרם לו גם במידה וישנן מכירות מסיביות של המניות בשוק והוא מחליט, על מנת לתמוך בשער המניה, לרכוש מניות לנוסטרו, ומחיר המניות ממשיך ויורד.

4.9 עמלות החיתום

היקף עמלות החיתום הוא ההפרש בין המחיר בו רוכשים החתמים את ניירות הערך מהחברה לבין המחיר בו הם מוכרים את ניירות הערך לציבור. כך אם נייר הערך נמכר לציבור ב-\$10 ולחתמים ב-\$9 עמלת החיתום או המרווח (spread) הוא \$1.

עמלת החיתום מתחלקת בדרך כלל כך :

60% - עמלת מכירה - משולמת לחתם שמוכר בפועל את ניירות הערך.

20% - עמלה בגין ההתחייבות החיתומית. משולמת לחתמים לפי האחוזים שהם מחויבים אליהם על פי התשקיף.

20% - עמלת ניהול - משולמת לחתמים המובילים - מסכום זה מנוכות הוצאות שהחתמים נושאים בהם ועל כן העמלה נטו נמוכה יותר.

בדרך כלל החתמים המובילים הם שמחליטים למי להקצות את רוב ניירות הערך. גם אם לדוגמא ההתחייבות החיתומית של החתמים הראשיים היא ל- 60% מההנפקה, הם עשויים לקחת על עצמם את ההחלטה על הקצאה של 90% מהמניות ואז הם גם מקבלים 90% מעמלות המכירה.

כפי שצינו, גובה עמלת החיתום מוגבל בכללי ה- NASD לאחוז מסוים מתמורת ההנפקה הצפויה, כשהאחוז משתנה לפי הסיכון שבהנפקה ולפי היקף ההנפקה בדולרים.²²

4.10 פיזור

בארה"ב קיימות דרישות פיזור בהנפקה ראשונה של סוג נייר ערך. הפיזור נבדק על פי ספר ההזמנות של מנהל הקונסורציום. באם לא מושג הפיזור הנדרש ידחה מנהל הקונסורציום את ההנפקה עד להשגתו.

4.11 חובת משלוח תשקיף

כל מכירה של ניירות ערך אחרי מתן ההיתר צריכה להיות מלווה בתשקיף או שהתשקיף יינתן לרוכש עוד לפני המכירה.

²² NASD Manual - Conduct Rules:

2710(c)(2) (E) The Maximum amount of compensation (stated as a percentage of the dollar amount of the offering proceeds) which is considered fair and reasonable generally will vary directly with the amount of risk to be assumed by the underwriter and related persons and inversely with the dollar amount of the offering proceeds.

למרות שהכנסות החתם מההנפקה הן העמלות שהוא זכאי להן הרי אחריותו האזרחית בגין פרט מטעה או חסר בתשקיף הנה בהיקף מלוא התמורה שהתקבלה בהנפקה. באם עקב קיומו של פרט מטעה או חסר נגרם למשקיע נזק הוא יוכל לתבוע את החתמים על מלוא הנזק שנגרם לו אך לא יותר מההפרש בין המחיר בו הונפקו ניירות הערך לבין מחירם בבורסה ביום הגשת התביעה. האחריות מוטלת בגין פרט מהותי לא נכון בתשקיף שקיבל היתר (became effective) או פרט מהותי החסר בו. הגורמים העלולים לשאת באחריות מעבר לחתם הנם המנפיק, כל אדם אחר שחתם על התשקיף, וכל מי שהכין חוות דעת הנכללת בתשקיף לגבי חוות דעתו.

רשאי לתבוע כל מי שרכש ניירות ערך ולא הוכח שידע על קיום הפרט המטעה או החסר. אולם אם ניירות הערך נרכשו לאחר שפורסם דוח שנתי לתקופה של שניים עשר חודשים שתחילתה לאחר מתן ההיתר, יהיה על הרוכש להוכיח כי הרכישה נעשתה תוך הסתמכות על פרט מטעה או עקב העדרו של פרט. כלומר, בתקופה זו שלאחר פרסום התשקיף חלה חזקה לטובת התובע ודי בצירוף הנסיבות של פרט מהותי חסר או מטעה ונזק על מנת לזכות בפיצוי. לאחר מכן על התובע להוכיח פוזיטיבית כי הרכישה נעשתה תוך הסתמכות על הפרט המטעה או החסר על מנת לזכות בפיצוי.

אחריות החתם חלה רק לגבי החלקים שנכתבו שלא בידי מומחים (non expertised parts) ולא לגבי החלקים שנכתבו בידי מומחים (expertised parts) בהם לדוגמא - חוות דעת של רואי החשבון על דוחות כספיים, חוות דעת של עורכי דין, עורכי פטנטים וכדומה.

האחריות המוטלת על המנפיק חלה על כל חלקי התשקיף והיא אינה ניתנת לשלילה - אחריות אבסולוטית. לאחראים האחרים ישנה עילת הגנה הקמה כאשר לנתבע, לאחר בדיקה סבירה (reasonable investigation), היה בסיס סביר להאמין והוא אכן האמין שאין בתשקיף פרט מטעה או שלא חסר בו פרט. בדיקה סבירה מוגדרת כבדיקה הנעשית על ידי איש זהיר בניהול עסקיו הפרטיים.

על מנת לזכות בהגנה זו מבצעים החתמים בדיקה הידועה בשם בדיקת נאותות (Due Diligence). כלל 176 על פי החוק מ-1933 מכיל רשימת קריטריונים לבחינת השאלה האם משתתף בהנפקה זכאי להגנה של בדיקת הנאותות. אחד הכלים בו משתמשים החתמים על מנת לזכות בהגנה זו הוא קבלת מכתבי נוחות מרואי החשבון של החברה (Comfort Letters). מכתבי הנוחות מופנים לחתמים בלבד והם מתייחסים למספר עניינים:

- א. הצהרה כי משרד רואי החשבון אינו תלוי במנפיקה.
- ב. אישור כי הדוחות המבוקרים הכלולים בתשקיף הוכנו על פי דרישות חוק 1933.
- ג. אישור ברמה של סקירה לגבי דוחות הביניים.
- ד. אישור כי הם בדקו נתונים מספריים מסוימים בגוף התשקיף לפי דרישות החתם וכי הם תואמים את הדוחות.

4.13 שיפוי החתמים

הסכמי החיתום כוללים בדרך כלל סעיף המקנה לחתמים זכות שיפוי מהמנפיק במקרה של פרט מטעה או חסר בתשקיף. קיימת חובה לציין קיומם של הסכמים אלה בתשקיף. בארה"ב סירבו בתי המשפט לאכוף הסדרי שיפוי שנכללו בהסכמי חיתום, כאשר החתם פעל בעצימת עיניים או בפזיזות. גם כאשר נהג החתם ברשלנות סירבו בתי המשפט ברוב המקרים לאכוף הסדרי שיפוי, אולם בפסקי דין בודדים הסכימו לאכוף הסדרים אלה. ההנמקה שנתנו בתי המשפט לכך שהם מסרבים לאכוף הסדרי שיפוי הייתה העובדה שחוק ניירות ערך בא, בין היתר, למנוע התנהגות רשלנית מצד החתם ולכן אין מקום לאכוף הסדרי שיפוי במקרים בהם החתם פעל ברשלנות²³.

החוק בארה"ב אינו אוסר על הסדרי שיפוי אולם ה-S.E.C הביע דעתו לפיה הסדרים אלו נוגדים את תקנת הציבור ולכן לא ראוי שבתי המשפט יאכפו אותם. דעה זו של ה-S.E.C נלקחה בחשבון על ידי בית המשפט כאשר נתן את פסיקתו.

המקרים בהם הסכימו בתי המשפט להכיר בשיפוי היו כאשר החתם זוכה במשפט ודרש שיפוי בגין ההוצאות המשפטיות בהן נשא. במקרים אלו קיבל בית המשפט את הטענה כי אכיפת השיפוי איננה נוגדת את תקנת הציבור, שכן הוכח שהחתם לא התרשל בביצוע מלאכתו. מקרים נוספים היו כאשר התביעה העיקרית נדחתה מחמת טענות מקדמיות כגון התיישנות.

הטענה הנטענת בעד הסכמי השיפוי היא שסביר לאפשרם לחתמים שכן כאמור היקף אחריותם הוא בגובה ההנפקה כולה בעוד שהכנסותיהם מהוות אחוזים בודדים בלבד מסכום זה.

Globus v. Law Research Service, inc. 397 U.S. 913 (1970); Loventhal v. Horwitch, 452 U.S. 963²³ (1981)

4.14 חיתום שיש בו ניגוד עניינים

א. חיתום של חברה קשורה

כאשר המנהל של קונסורציום החתמים הנו חברה הקשורה לחברה המונפקת קיים חשש לניגוד עניינים שכן שיקוליו בקביעת מחיר החברה עלולים להיות שיקולים זרים. במקרה זה חלים כללים מיוחדים שמטרתם לפתור את ניגודי העניינים המתעוררים: המנהל נדרש לצרף מנהל נוסף שיהיה חתם בלתי תלוי. לגבי חתם זה קיימות דרישות של מומחיות מקצועית וניסיון בתחום ניהול הנפקות. על חתם זה לתת הערכה בלתי תלויה של שווי החברה המונפקת והוא שיקבע את מחיר ניירות הערך המונפקים. לאחרונה נקבע בפסיקה כי גם אם מנהל זה לא לוקח על עצמו התחייבות חיתומית כלל, עדיין תקום לו אחריות בגין פרט מטעה או חסר עד לגובה מלוא ההנפקה, זאת בשל מעמדו המיוחד כמנהל עצמאי ובשל החשיבות שהציבור מייחס לחוות דעתו.

ב. הנפקה חמה

הנפקה חמה מוגדרת בכללי ה-NASD באופן טכני כהנפקה שעם תחילת המסחר בניירות הערך עולים מחיריהם מעבר למחיר בו הונפקו. למרות שהבדיקה יכולה להיעשות בדיעבד בלבד ניתן בדרך כלל לדעת על סמך ספר ההזמנות אם הנפקה מסוימת עתידה להיות הנפקה חמה. אם קיימים ביקושי יתר גדולים סביר להניח כי מדובר בהנפקה חמה, שכן צפוי שמחיר נייר הערך יעלה עם פתיחת המסחר בשל הביקושים העודפים.

בהנפקה חמה קיים חשש לניגוד עניינים שכן על רקע הציפייה לעליית מחירי ניירות הערך קיים לחתם תמריץ למכור את ניירות הערך למקורבים שיוכלו לממש רווחים מידיים. לפיכך הושתו מגבלות על מכירה לאנשים המקורבים לחברה או לחתמים בהנפקות המוגדרות כהנפקות חמות. הכללים החלים בהנפקה חמה מפורטים בנספח²⁴.

²⁴ IM-2110-1, Free-Riding & Withholding, מתוך חוברת ההוראות של ה-NASD.

4.15 מי יכול לשמש כחתם

כחתם יכול לשמש רק מי שהורשה על ידי ה-N.A.S.D. לשמש כברוקר - דילר. לצורך פעילות כחתם יש לעמוד בדרישות מינימום לגבי הון עצמי. חישוב ההון העצמי לצורך דרישה זו נעשה בהתחשב באופי הנכסים שבידי החתם, בהתאם למידת הסיכון שבכל סוג נכסים (בדומה לחישוב הלימות ההון בבנקים). ההתחייבות החיתומית שחתם רשאי לקחת על עצמו מותנית בהיקף ההון העצמי שלו במועד ההתחייבות. עם החתימה על הסכם החיתום מתחייב החתם לרכוש את ניירות הערך המוצעים בהנפקה. לצורך חישוב ההון העצמי השקעה במניות לא תחשב אלא באחוז נמוך שאז קטן ההון העצמי המחושב באחוז ניכר. לכן נוהגים החתמים לדחות את החתימה על הסכם החיתום עד למועד תמחור ההנפקה ומכירתה לציבור ובכך לקצר את התקופה בה יפגע הונם העצמי.

5. דיון - בחינת שיטת החיתום בישראל

5.1 כללי

בפרק זה נציג את המלצותינו לגבי שיטת החיתום הרצויה. עיקרן הן:

- ◇ מוצע להתיר **שיווק** ניירות ערך על פי **טיוטת** תשקיף כאשר **המכירה** תיעשה רק לאחר קבלת היתר הרשות.
- ◇ מוצע לדון בשאלת הקצאת ניירות ערך על ידי החתם לפי שיקול דעתו. בעניין זה קיימים שני מודלים: הראשון דומה במהותו למודלים הקיימים בארצות הברית ובאנגליה לפיהם הקצאת ניירות הערך המונפקים תוכל להיעשות לפי שיקול דעתם של החברה והחתמים ולא בהכרח בדרך של מכרז. השני מפריד בין משקיעים מסווגים, אשר להם יקצה החתם תחילה לפי שיקול דעתו, לבין יתר הציבור שלו יוקצו ניירות הערך שלא הוקצו בשלב הראשון וזאת במכרז. מודל זה **יחייב** מכירת שיעור מסוים מההנפקה (שהיקפו יקבע בדין) בשלב השני.
- ◇ מוצע ליצור אבחנה בין מנהל הקונסורציום לבין חתמים אחרים לעניין הקמת ההגנה של בדיקת הנאותות.
- ◇ מוצע לשקול אם יש מקום לקבוע כי חתמים יהיו אחראים בגין פרט מטעה בתשקיף כדי חלקם בהתחייבות החיתומית בלבד או שיהיו אחראים ביחד ולחוד.
- ◇ מוצע לפטור את מי שהינם מפיצים בלבד מאחריות בגין פרט מטעה בתשקיף.
- ◇ מוצע לשקול האם לקבוע בחוק בגין אילו עניינים רשאי חתם לקבל שיפוי או שיש להשאיר קביעת הסדרים אלה לפסיקה.
- ◇ מוצע לשקול האם לקבוע כי היקף ההון העצמי המזערי הנדרש כתנאי לפעילותו של חתם יהיה פונקציה של ההתחייבות החיתומית שכל חתם לוקח על עצמו.
- ◇ מוצע לפעול לעידוד פרסום של דירוג לחתמים שיקבע בין היתר בהסתמך על תשואות ניירות הערך שבהנפקתם שימש החתם כמנהל קונסורציום.
- ◇ מוצע להמשיך ולהטיל מגבלות על היקף החיתום אותו רשאי חתם לקחת על עצמו בהנפקה של חברה קשורה אליו או של חברה החבה לו או לצד קשור שלו סכום משמעותי. כמו כן מוצע לאסור עליו לשמש כמנהל קונסורציום באותה הנפקה.
- ◇ מוצע להתיר ייצוב שערי ניירות ערך בתקופה המיידית שלאחר ההנפקה.

5.2 הצעת ני"ע על פי טיוטת תשקיף

כיום טיוטת התשקיף נמסרת לרשות ולבורסה ואסור להציע על פיה ניירות ערך לציבור. הוראה זו עולה מסעיף 15(א) לחוק הקובע: "לא יציע אדם ניירות ערך לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה פרסומו" (ההדגשה לא במקור). הצעה לציבור הוגדרה בסעיף 1 לחוק "לרבות פניה לציבור להזמין ניירות ערך" לפיכך עד למתן ההיתר אסור להציע ניירות ערך לציבור. בארה"ב לעומת זאת מותר להציע ני"ע לציבור (אך לא למכור) מיד לאחר הגשת טיוטת התשקיף ל-S.E.C, על סמך הטיוטה שהוגשה.

הבעיות במצב הנוכחי:

- א. החברה והחתמים מתקשים לקבל אינדיקציות למחיר ההנפקה מלקוחות פוטנציאליים.
- ב. פעולות השיווק, קרי הפצת התשקיף והצעת ניירות הערך על פיו, מוגבלות לתקופה שלאחר קבלת ההיתר שהינה קצרה מאוד (בדרך כלל חמישה ימים שאינם בהכרח ימי עסקים).
- ג. למשקיעים נותרת תקופה קצרה יחסית להכרת החברה.
- ד. החתמים מחויבים למחיר המינימלי שנקבע בתשקיף במשך כל התקופה בה התשקיף פתוח וכל שינוי במחיר מהווה תיקון תשקיף.

המודל המוצע על ידינו הוא המודל הבא:

לאחר ההפקדה של טיוטת תשקיף ברשות תוכל החברה להתחיל בשיווק ניירות הערך (מסע החשיפה) על פי טיוטה זו; אין חובה לקבוע בה את מחיר ההנפקה (כפי שהדבר גם כיום) אולם החתמים יהיו רשאים לקבוע טווח מחירים משוער אך לא מחייב לניירות הערך. באם יהיה צורך בתיקונים מהותיים עקב הערות הרשות או מסיבות אחרות תידרש החברה להפיץ טיוטה מתוקנת.²⁵ במידה והתיקונים לא יהיו מהותיים תוכל החברה להסתפק בהפצת דפי תיקון בלבד כאשר השינויים יסומנו באופן ברור. האחריות לכך שהתיקונים יופצו לכל מי שקיבל טיוטה קודמת תוטל על החברה ועל מנהל הקונסורציום (ניתן לצפות שאם לדעת החברה ומנהל הקונסורציום עלולים להיות תיקונים מהותיים עקב הערות הרשות הרי שיעדיפו להתחיל בהפצת הטיוטה ובמסע החשיפה רק לאחר קבלת הערות הרשות).

²⁵ מוצע כי החובה להפיץ טיוטה מחדש במקרה של תיקונים מהותיים תקבע בחוק. ההחלטה האם התיקונים שהוכנסו הינם מהותיים תושאר בידי החברה ומנהל הקונסורציום, אולם במקרה ולדעת הרשות תיקונים מהותיים לא הופצו כיאות היא תהיה רשאית להורות על הפצת טיוטה מתוקנת.

לאחר תיקון הטיוטה בהתאם לכל ההערות שהתקבלו תהיה החברה רשאית לבקש ולקבל היתר לפרסום התשקיף. היות ועל סמך טיוטות התשקיף המופצות יוכלו המשקיעים הפוטנציאליים לקבוע את טווח המחירים הרלוונטי לניירות הערך אשר עומדים להיות מונפקים, הרי לכשיקבע המחיר הסופי תהיה החלטת הרכישה (או אי הרכישה) מיידית.

היתר יינתן רק לתשקיף הזהה לטיוטה האחרונה שהופצה (לרבות דפים מתקנים בלבד במקרה של שינויים לא מהותיים), למעט נתונים בדבר מחיר ההנפקה, תאריכים הנוגעים להצעה ורשימת החתמים שאינם מנהלי קונסורציום (פרטים אלה אין הכרח שיכללו בטיוטה האחרונה שהופצה). ניתן יהיה למכור את ניירות הערך מיד לאחר קבלת ההיתר ובלבד שחלפו לפחות חמישה ימי עסקים ממועד הפצת הטיוטה האחרונה²⁶.

יתרונות השיטה המוצעת

פתרון זה יאפשר לחתמים לקבל ביתר קלות אינדיקציות למחיר ניירות הערך אשר ישמשו אותם בתמחור ההנפקה ללא חשש שמא יחצו את הגבול הדק שבין קבלת אינדיקציות לבין הצעת ניירות ערך לציבור. כך גם יקטן הסיכון הלא נחוץ בפניו ניצבים החתמים בשיטה הקיימת לפיה מחיר ההנפקה נקבע על סמך אינדיקציות חלקיות בלבד וזמן ארוך יחסית לפני ההנפקה (בין חמישה לשבעה ימים). אינדיקציות אלו יוכלו גם לשמש לצורך קבלת החלטה אם להנפיק או לא בשלב מוקדם יותר מאשר במצב הנוכחי ויאפשרו לחברה, במקרים מסוימים, להחליט שלא לבצע את ההנפקה עוד לפני קבלת ההיתר לתשקיף הסופי מהרשות.

פתרון זה יאפשר לחברה ולחתמים להתחיל בשיווק ניירות הערך במועד מוקדם יותר ובמקביל לבדיקת התשקיף על ידי הרשות. בתוך כך יתקצר פער הזמן בין קבלת החלטת ההנפקה לבין ביצוע ההנפקה בפועל. מאחר שההחלטה להנפיק נובעת בין היתר ממצב השוק ומחירי ההון בו ומאחר שההסתברות לשינוי במצב זה גדלה ככל שפרק הזמן עד להנפקה גדל יש חשיבות לקיצור פער הזמן.

בנוסף, אותן חברות וחתמים להם חשוב הדימוי הציבורי יגישו טיוטת תשקיף ברמה הקרובה לרמה של תשקיף סופי, שכן מסמך זה הוא שיגיע לידי המשקיעים הפוטנציאליים, ועל פיו למעשה יחליטו אם לרכוש את ניירות הערך ובאיזה מחיר. לפיכך שינויים מהותיים בין הטיוטות, שאף הן יופצו ברבים, יפגעו בדימוים. העלאת רמת טיוטות התשקיף תאפשר קיצור תהליכי הבדיקה על ידי הרשות ובתוך כך קיצור תהליך ההנפקה.

שיקולים נוספים לטובת המעבר לשיטה המוצעת הינם :

²⁶ המודל טעון התאמות (בפרט בכל הנוגע ללוח הזמנים שיקבע בו) בהתאם לשיטת המכירה שתקבל מבין אלה המוצגות בסעיף 5.3 להלן.

- * הקלה על כניסת משקיעים מוסדיים וחתמים זרים הרגילים לעבוד בשיטה זו.²⁷
- * השוק מעוניין לעבור לשיטה זו ואם אין שיקולים טובים כנגד, אין מקום לאסור על כך.
- * קבלת שיטה זו תקל על ביצוע הצעה סימולטנית של ניירות ערך בארץ ובארה"ב.

חסרונות השיטה המוצעת

החסרון שבמעבר לשיווק על סמך טיוטת תשקיף הוא שבאם לא יהיה בטיוטה גילוי נאות, התהליך השיווקי יתבצע על סמך מידע שעלול להביא לתמחור לא נכון של ההנפקה גם אם בתשקיף הסופי יהיה תיקון של הפגם, שכן יתכן שהמשקיעים כבר לא ישימו ליבם אליו. כמובן שניתן להקטין ואף להעלים חסרון זה אם לתיקונים יעשה פרסום הולם תוך הדגשתם בטיוטות המתוקנות כמו גם בתשקיף הסופי. לצורך כך יש לדרוש כי במידה ויהיו שינויים מהותיים בין טיוטה לטיוטה ובין הטיוטות לתשקיף הסופי החברה תפיץ בכל פעם מחדש את הטיוטה המתוקנת במלואה. היות והפצה כזו כרוכה בעלויות דפוס גבוהות יעדיפו החברות להפיץ ולשווק על סמך טיוטה מלאה ככל האפשר. כמו כן, ניתן גם לקוות כי החתם ישתדל שלא לעמוד בפני המצב המביך מבחינתו בו הוא ישכנע את לקוחותיו (המשקיעים) להשקיע בניירות הערך המוצעים על סמך מידע שיתברר מאוחר יותר כשונה מהותית מהמידע המלא או הנכון.

5.3 באיזו מידה על המחוקק להתערב בשיטת המכירה של ניירות ערך בשוק הראשוני

החוק בישראל מחייב מכירת ניירות ערך בדרך ובתנאים שווים לכל, לרבות הקצאה באופן שווה לכל²⁸. הוראה זו מגבילה את חופש ההתקשרות של המנפיקים והחתמים. בחוק האמריקאי לעומת זאת אין מגבלה חוקית המחייבת הקצאה באופן שווה לכל.

המטרה של שיטת החיתום בארה"ב הנה לעודד את השוק הראשוני על מנת להתגבר על בעיות הקשורות בהפצה של כמות גדולה יחסית של ניירות ערך ובהנפקה ראשונה לציבור - גם על בעיה של חוסר במידע. כך גם מאפשרת שיטה זו לחתם לייצב את מחיר ניירות הערך לאחר ההנפקה. כל אלה מבלי לפגוע בעקרון של זהות באינפורמציה ובמחיר בין הרוכשים. המחוקק האמריקאי מצא לנכון לקבוע עקרון כללי לפיו על חתמים לפעול באופן הגון וצודק (ובמסגרת עקרון זה הטיל הגבלות ספציפיות על המכירה לרוכשים מסוימים) תוך מתן אפשרות לחתם, הלוך על עצמו את מירב הסיכון, לקבוע את זהות הקונים ואת הכמות שתוקצה לכל אחד מהם.

²⁷ נציין שהמעבר להקצאת ניירות ערך ללא מכרז כמוסבר להלן, הוא בעל משקל רב יותר לנושא הקלת פעולתם של משקיעים מוסדיים וחתמים זרים.

²⁸ ראה/י פרק 3 לעיל.

מהתבוננות בשוק זה מסתבר כי משניתנה האפשרות לבחור בכל שיטה אפשרית נבחרה בפועל ברוב המקרים השיטה לפיה ההנפקות מתבצעות בדרך של מכירה למשקיעים ספציפיים הנבחרים על ידי החתמים (להלן - המכירה הישירה).

להלן נציג שתי שיטות מכירה כדלקמן:

* שיטת המכירה הישירה - בשיטה זו הנפוצה כאמור בארצות הברית רוכש החתם את ניירות הערך מהחברה ומקצה אותם בין המשקיעים לפי שיקול דעתו.

* השיטה הדו שלבית - בשיטה זו ציבור המשקיעים מופרד לשני סוגים - המסווגים והציבור. בשלב ראשון, ניתן יהיה להקצות למשקיעים מסווגים בלבד חלק מן ההנפקה לפי שיקול דעתו של החתם. בשלב שני, תוקצה שארית ניירות הערך למסווגים ולציבור על פי השיטה הנוהגת כיום (לאחר פקיעת צו מחיר מרבי). סטטוטורית יקבע כי בכל הנפקה אחוז מינימלי מסוים (20%-30%) יימכר בשלב השני.

כמו כן נציג שתי גישות המשלבות את השיטה כיום ואת השיטות האמורות:

* שילוב בין השיטה כיום לבין שיטת המכירה הישירה - הנפקות קטנות יוקצו על פי השיטה כיום ואילו ההנפקות הגדולות יותר יוקצו על פי שיטת המכירה הישירה.

* שילוב בין שלוש השיטות האמורות - הנפקות קטנות יוקצו על פי השיטה כיום, בינוניות על פי השיטה הדו שלבית וגדולות על פי שיטת המכירה הישירה.

5.3.1 שיטת המכירה הישירה

לפי גישה זו מוצע לאמץ את שיטת המכירה הישירה ולהתיר לחתמים להקצות את ניירות הערך המונפקים לפי שיקול דעתם במחיר אחיד לכל הרוכשים, אשר יקבע על ידי החתמים ולא במכרז.

ננסה להתחקות אחר הסיבות שהביאו את השוק האמריקאי לבחור בשיטת המכירה הישירה שכן אלו גם הנימוקים הטובים ביותר לאימוצה בישראל. הניתוח יעשה בעזרת התבוננות מנקודת ראותו של כל אחד מהמשתתפים בשוק זה - המשקיעים, החתמים והחברות.

מנקודת ראותו של המשקיע נותנת שיטת המכירה הישירה ודאות יחסית לגבי המחיר והכמות של ניירות הערך שיוקצו לו. באשר למחיר - כבר בשלב מסע החשיפה יודע המשקיע באיזה טווח מחירים בכוונת החתמים למכור את ההנפקה, ואילו בשלב בו הוא נדרש להתחייב לרכוש את ניירות הערך המחיר כבר ידוע ולפיכך הוודאות מלאה. באשר לכמות - בשל אפקט הקליינטורה יכול המשקיע להניח, בין היתר בהסתמך על קשריו הקודמים עם החתם, שיקבל כמות מהותית מבקשתו. מנגד, בשיטה הנוהגת

כיום אין המשקיע יודע איזו כמות תוקצה לו בסופו של דבר וזאת אפילו לא במועד בו הוא מתחייב לרכוש את ניירות הערך. יתרון נוסף למשקיע בשיטה המכירה הישירה נובע מכך שבדרך כלל ניירות הערך יונפקו במחיר המגלם הטבה מסוימת למשקיע.²⁹

מנקודת ראותו של החתם מאפשרת לו השיטה להעמיק את קשרי הנאמנות של לקוחותיו - המשקיעים - אליו, והרי קשרים אלה הם שיאפשרו לו למשוך חברות נוספות להנפיק בעזרתו. העמקת קשרים זו מתאפשרת מכמה סיבות. ראשית, בשיטה זו קשרים אלה הם בלתי אמצעיים - החתם מוכר את ניירות הערך ישירות ללקוחות ללא חיץ ביניהם בדמות המכרז המנתק קשר זה. שנית, לחתם היכולת, והוא כאמור גם מנצל יכולת זו, להגדיל את ההסתברות שבמחיר ההנפקה תיכלל הטבה מסוימת למשקיעים. שלישי, באפשרותו לדאוג לכך שכמות ניירות הערך שתוקצה ללקוחותיו תהיה מהותית ביחס לבקשתם. יתרונות נוספים לחתם בשיטה זו הם: יכולתו לקבוע למי למכור את ניירות הערך מאפשרת לו לדאוג במידה זו או אחרת שניירות הערך לא יזרקו חזרה לשוק מייד עם פתיחת המסחר דבר שיביא לירידת שערים שתפגע בדימויו הן כלפי המשקיעים והן כלפי החברה המנפיקה. פועל יוצא נוסף של מערכת הקשרים המתפתחת בין החתם ללקוחותיו הקבועים היא הקטנת הסיכון הביטוחי העומד בפניו שכן יש באפשרותו לסמוך במידה רבה יחסית על האינדיקציות שקיבל מהם במהלך מסע החשיפה (שאחרת "יענישם" בהנפקות הבאות ולא ימכור להם כלל ניירות ערך או יקצה להם כמויות קטנות בלבד).

מנקודת ראותה של החברה המנפיקה עדיפה הליכה בדרך של מכרז מההיבט של מכסום התקבולים. מאידך מאפשרת שיטת המכירה הישירה לחברה לקבוע אלו סוגי לקוחות ירכשו את ניירות הערך שלה (קיים איסור על בחירת לקוחות ספציפיים בניגוד לקטגוריאליים); אפשרות זו הנה בעלת חשיבות בעיקר בהנפקת ניירות ערך הוניים. בנוסף, מאחר שהשיטה האמריקאית תורמת במידה מסוימת לשמירת יציבותו של השוק ראשוני על פני זמן הרי בעקיפין תהנה מכך גם החברה המנפיקה כשתרצה לשוב ולהנפיק.³⁰ כמו כן יכולה החברה להניח שאם המשקיעים ראו ברכה ברכישת ניירות הערך שלה בהנפקה הם ישובו לרכוש ניירות ערך גם בהנפקות עתידיות.

שיטה זו תומכת בשוק הראשוני ויוצרת מחויבות של החתם כלפי ציבור הקונים הן במישור הגילוי (הקיים גם כיום) והן במישור המסחרי שכן בשיטה זו החתם קובע מהו המחיר בו ישווקו ניירות הערך לקונים שעמם יש לו קשרים מתמשכים. במידה ולאחר ההנפקה מחיר ניירות הערך ירד משמעותית אותם קונים לא ישובו אל החתם ובכך "יענישו" אותו. מצב זה שונה מהמצב היום בו מצד אחד הקונים במקרים רבים אינם מזהים, ואין להם קשר ישיר עם החתם, ובנוסף, במקרה של מכרז, לא החתם הוא

²⁹ ניתן לכאורה לטעון שגם במכרז שבו יקבע מחיר מכסימום נמוך יחסית תיווצר למשקיעים בשוק הראשוני הטבה במחיר אלא שבמצב שכזה נוצר למעשה מכרז על הכמות וכל משקיע עלול לקבל חלק לא מהותי מבקשתו.

³⁰ בישראל לבעלי השליטה בחברה המנפיקה יהיה אינטרס מיסויי שמחירי ניירות הערך בהנפקה יקבעו נמוך יחסית.

שקובע את מחיר ניירות הערך אלא המחיר נקבע "אוטומטית" לפי ביקוש והיצע, והקונים לא יוכלו לחזור אל החתם במידה והמחיר יצנח לאחר ההנפקה³¹.

יש למנוע מתן הטבות למי שמקבל החלטות השקעה עבור כספים של אחרים (בקופות גמל, בקרנות נאמנות וכדומה), בגלוי או במסווה. לפיכך יש צורך להגביל את החתמים מלהקצות ניירות ערך בהנפקות "חמות" לחשבונותיהם הפרטיים של מקבלי ההחלטות האמורים³². כמו כן מוצע לאסור על הקצאת ניירות הערך בהנפקות "חמות" לצדדים קשורים שכן הקצאה כזו עלולה לפגוע בחברה המנפיקה ובקונים אחרים. מוצע גם לאסור על הקצאת ניירות ערך בהנפקה לבעלי עניין בחברה.

טענה המועלת כנגד השיטה האמריקאית היא שלמשקיעים קטנים אין כמעט סיכוי לרכוש ניירות ערך בשוק הראשוני שלא באמצעות מתווכים שכן החתמים יפנו את משאביהם למשקיעים מסדר גודל מסוים ומעלה - קרוב לוודאי שהעלות בהפעלת מערכת השיווק והמכירה בעבור לקוחות קטנים עולה על התועלת שתצמח לחתמים מכך. מאידך, ישנה שאלה גדולה האם המשקיע הקטן אינו נפגע מכך שהוא פועל בשוק הראשוני ישירות³³.

יתרון חשוב נוסף לאימוץ שיטת המכירה הישירה נובע מההקלה הגלומה בו לכניסתם הן של משקיעים זרים והן של חתמים זרים לשוק ההון הישראלי. הגופים הזרים הרלוונטיים פועלים בשווקים בהם נהוגה שיטת המכירה הישירה ונשמעה טענה לפיה הם נרתעים מלהשתתף בהצעות על פי השיטה הנהוגה בארץ. הסיבה היא שהשיטה שבה הם פועלים היא שיטת המכירה הישירה, בה הם מכירים את "כללי המשחק". בנוסף, לגבי המשקיעים הזרים שיטת המכירה הישירה תאפשר להבטיח להם חלק מהותי מהזמנתם וזאת בניגוד למצב כיום בו הם אינם יודעים עד מועד המכרז איזו כמות תוקצה להם, אם בכלל.

יתרון נוסף נובע מן העובדה ששיטה זו אומצה על ידי השוק האמריקאי הפועל מזה שנים רבות. לפיכך עקומת הלמידה של השיטה תהיה קלה יותר שכן ניתן יהיה להיעזר בניסיון הנצבר שיקל מאד על יישומה.

5.3.2 השיטה הדו שלבית

³¹ טיעון זה חלש יותר לגבי משקיעים מוסדיים כאשר ההנפקה נסגרת במחיר המינימום והמחיר לאחר ההנפקה יורד מתחת למחיר המינימום, שאז אותם משקיעים יוכלו לטעון כלפי החתם כי המחיר שנקבע כמחיר מינימום היה גבוה מדי.

³² להגדרת הנפקה "חמה" ראה פרק 4.14 לעיל.

³³ בארצות הברית אכן קיים תהליך של מעבר של משקיעים קטנים מהשקעה ישירה להשקעה באמצעות מתווכים, הן בשוק הראשוני והן בשוק המשני למרות שבו יש להם גם האפשרות לפעול ישירות בשוק.

על פי שיטה זו ציבור המשקיעים ממוין לשני סוגים - המסווגים והאחרים (האחרים יקראו להלן בניתוח שיטה זו - הציבור). השיטה מפרידה את תהליך ההנפקה לשני שלבים - בשלב ראשון, ניתן יהיה למכור למשקיעים מסווגים בלבד חלק מן ההנפקה. בשלב שני, תוצא שארית ניירות הערך לציבור על פי השיטה כיום (לאחר פקיעת צו מחיר מרבי). סטטוטורית יקבע כי בכל הנפקה אחוז מינימלי מסוים (20%-30%) יימכר בשלב השני. על החברה והחתמים יהיה לפרסם את תוצאות העסקאות שנקשרו עם המסווגים מספר ימי עסקים לפני המכירה לציבור ומידע זה יוכל לשמש אותו בקבלת ההחלטה האם להגיש בקשת רכישה ואם כן באיזה מחיר ובאיזו כמות. ההקצאה למשקיעים המסווגים תהיה נתונה לשיקול דעתו של החתם שיוכל להקצות בשיעורים שונים ובמחירים שונים לפי ראות עיניו (בכפוף למגבלות שיקבעו, בדומה למוצע על פי שיטת המכירה הישירה, בדבר הקצאות לגופים קשורים וכיוצא באלה). בהקשר זה יובהר כי לעניין זה לא יחשבו כמשקיעים מסווגים נושאי משרה בכירה בתאגיד (אשר הוגדרו על ידינו כמשקיעים מסווגים לצורך התיקון המוצע בהגדרת ציבור במסגרת תיקון סעיף 15).

בעד שיטה זאת ניתן לטעון כדלקמן:

1. שיטה זו עולה בקנה אחד עם מטרת החוק - הגנה על ציבור משקיעים שאינם יכול להגן על עצמו. בהנפקה ראשונה תשתית המידע אודות החברה היא התשקיף ותו לא. לפיכך הסיכון שבהשקעה גדול יותר מאשר בשוק המשני או בהנפקה חוזרת (אף משקיעים מסווגים רואים בכך סיכון גדול יותר). משקיעים מסווגים, בשל יכולתם המקצועית והכלכלית כמו גם בשל קשריהם עם החתם, יכולים להקטין את הסיכון האמור ולבצע עסקאות במחיר כלכלי "נכון" יותר. על מנת לצייד את הציבור ביכולות דומות יש לספק לו מידע על מחירי העסקאות עם המסווגים ולאפשר לו להשתתף ולו חלקית בשוק הראשוני.
2. שיטה זו תאפשר לחתמים קטנים לחדור לשוק ההנפקות שכן מדובר בחתמים שבשל גודלם או בשל חוסר ניסיונם לא יצרו קשרים עם חוג משקיעים מספיק גדול כך שיתאפשר להם "לסגור" הקצאות של מלוא ההנפקה במכירה ישירה. החובה למכור חלק מההנפקה במכרז לציבור תאפשר גם להם להיות חתמים. מתן האפשרות לחתמים קטנים לחדור לשוק תעודד את התחרותיות בו ותרחיק סכנות של קרטליזציה.
3. באם יתקיים מכרז בלא מחיר מכסימום בשלב השני אזי המחיר שיקבע בו יוכל לשמש כאינדיקטור לבחינת המחיר ששילמו המשקיעים המסווגים בשלב הראשון.
4. שיטה זו מונעת כליל מהחתמים למכור ניירות ערך ישירות לפרטים, ולפיכך נחסמת האפשרות שלהם להיטיב עם מקבלי החלטות בגופים מוסדיים בעזרת מכירת ניירות ערך אשר מחיריהם צפויים לעלות בשוק שלאחר ההנפקה.

מתנגדי השיטה ישיבו כדלקמן:

1. המחיר שיקבע כמחיר מינימום במכירה לציבור, יהיה קרוב לוודאי שווה או גבוה מהמחיר ששילמו המסווגים. המחיר יקבע כאמור שכן המסווגים לא יהיו מוכנים לשלם מחיר יקר יותר מזה שישלם הציבור כיוון שהם מזמינים כמות גדולה יותר וכן השקיעו משאבים בהשגת המידע הרלוונטי להצעה ובהערכת המחיר הנובע ממכלול המידע³⁴. לפיכך הרוכשים בשלב השני עלולים שלא ליהנות מההטבה ממנה נהנים המשקיעים המסווגים. בשל כך גם לא יהיה במחיר לציבור משום אינדיקציה למחיר "האמיתי".
2. בעניין אפשרות הכניסה של חתמים קטנים - יש דווקא מקום לחתמים גדולים שיוכלו לעמוד בהתחייבויות הביטוחיות שלהם ואם יהיה צורך בכך, בפיצוי משקיעים שיתבעו אותם בעתיד. כמו כן יתכן כי היכולת להקצות חלק ניכר מההנפקה ישירות למסווגים תביא להגדלת כוחם של חתמים גדולים שכן להם קרוב לוודאי יהיו הקשרים עם משקיעים מוסדיים מחוץ לישראל דבר שיאפשר להם להקצות ביתר קלות את עיקר ההנפקה, זאת בדומה לשיטת המכירה הישירה.
3. שיטה זו אינה מוכרת בעולם ועלולה להקשות על חתמים ומשקיעים זרים מלהתחיל ולפעול בשוק הראשוני הישראלי, זאת בניגוד לשיטת המכירה הישירה.
4. בעניין האינדיקציה למחיר הרי השוק המשני יוכל לספק אינדיקציה זו.
5. על מנת למנוע מתן הטבות למקבלי החלטות יש לנקוט בדרך יותר ממוקדת של קביעת כללים שיטילו מגבלות על ההקצאה, ביניהן מגבלות על מכירת ניירות ערך בהנפקות "חמות" לצדדים קשורים לחתם ולמקבלי החלטות בגופים מוסדיים.
6. שיטה זו מבטלת למעשה את היתרונות שבשיטת המכירה הישירה ובשיטת המכרז כאחד. למרות שהכוונה היא שגם בשיטה זו חלק גדול מן ההנפקה יימכר בדרך של מכירה ישירה, הרי שלאור העובדה שיתרת ההנפקה תימכר במכרז לא יוכלו הקונים ליהנות מחלק מיתרונות שיטת המכירה הישירה. שיטת המכירה הישירה מקטינה את הסיכון לרוכשים שכן החתם פועל להקטנת הסיכון שבניירות הערך

³⁴ בנוסף קיימת טענה לפיה לא ראוי לדרוש מהמשקיעים המסווגים אשר השקיעו משאבים בהשגת המידע הרלוונטי להצעה ובהערכת המחיר הנובע ממכלול המידע, לבוא ולספק מידע זה חנם לאחרים שאף לא בהכרח נמנים עם ציבור לקוחותיהם. פרט מהציבור החושב שבכוחו של משקיע מסווג זה או אחר להגיע למחיר "נכון" יותר, ובהתאם לקבל החלטות השקעה טובות יותר, יוכל ליהנות מכך אם ישקיע את כספו דרך אותו משקיע מסווג ויהיה זה אך הוגן שאותו משקיע ייהנה מעמלות מאותו פרט ולא יצטרך לספק מידע חנם.

המונפקים. הוא מגביל מכירת ניירות ערך ל"פליפרים" שברצונם לממש רווחים מיד לאחר ההנפקה, הוא רשאי לייצב את מחיר ניירות הערך לאחר ההנפקה הן באמצעות מכשיר של הקצאת יתר והן על ידי רכישת ניירות ערך בבורסה כנגד המגמה³⁵. בכך הוא מקטין את התנודתיות הקיימת בדרך כלל בנייר ערך שהונפק לראשונה. יתרון זה אינו קיים בשיטה הדו שלבית שכן היא מעקרת את כל המכשירים הניתנים לחתם בשיטת המכירה הישירה: לגבי הקונים שרכשו ניירות ערך במכרז אין לחתם כוח למנוע מהם מימוש מהיר כאמור; במצב עניינים זה לא יהיו גם המשקיעים המסווגים מוכנים להימנע מלמכור את ניירות הערך שרכשו בהנפקה. גם ייצוב אינו אפשרי הן מסיבות טכניות והן כיוון שההיצעים בשוק המשני לאחר ההנפקה עשויים להיות גדולים מאד.

אם תאומץ שיטה זו יש מקום לשקול האם להוסיף לרשימת המשקיעים המסווגים להם ניתן יהיה למכור במכירה ישירה גם את מנהלי התיקים הרוכשים עבור לקוחות. כלומר לאפשר מכירה ישירה למנהלי תיקים לא רק בעת שהם רוכשים עבור עצמם (נוסטרו) אלא גם כאשר הם רוכשים עבור לקוחותיהם. הטעם לדבר הוא שיש מקום לאפשר ללקוחות הרוכשים דרך מנהלי תיקים, בדומה למשקיעים באמצעות קרנות נאמנות, קופות גמל וכדומה, ליהנות מהיתרונות של המכירה הישירה. מנהלי תיקים, בעיקר לאחר העלאת רף המקצועיות והאחריות בעקבות החוק העוסק בענייניהם, גם מספיק מתוחכמים, גם יוכלו להופיע למפגשי מסע החשיפה וגם חייבים חובת נאמנות ללקוח, כך שהפרט מהציבור שיבקש ממנהל תיקים לרכוש בעבורו ניירות ערך בהצעה יזכה להגנה מספקת.

עניין נוסף שיש לתת עליו את הדעת הוא קביעת הסדרים שימנעו עקיפה של המגבלות שיקבעו ביחס לחלק שניתן יהיה למכור במכירה ישירה מול החלק שיש למכור במכרז לציבור. עניין זה מקבל משנה תוקף לאור הצעת הרשות לתיקון סעיף 15 לחוק שענינו הצעת ניירות ערך לציבור. מאחר ועל פי התיקון המוצע ניתן יהיה להציע ניירות ערך למשקיעים מסווגים ללא תשקיף, שכן הדבר לא יחשב הצעה לציבור, ניתן יהיה להשתמש במכשיר זה להגדלת חלקם על ידי הקצאה פרטית לפני או אחרי ההנפקה על פי התשקיף.

5.3.3 שילוב בין השיטה הקיימת לבין שיטת המכירה הישירה

שילוב זה מציע כי הנפקות קטנות יוקצו על פי השיטה הקיימת ואילו ההנפקות הגדולות יותר יוקצו על פי שיטת המכירה הישירה.

המצדדים בגישה זו רואים בה מספר יתרונות:

³⁵ ניתן להתיר ייצוב גם בשיטה הדו שלבית אולם עסקית יהיה לחתם הרבה יותר קשה למנוע תנודתיות שכן חלק נכבד מניירות הערך מוחזק בידי קונים שרכשו במכרז ואין לחתם אפשרות למנוע מהם למכור מיד לאחר ההנפקה.

1. הגישה המשולבת מאפשרת את בחינת שיטת המכירה הישירה ודרך פעולתה בישראל בלא לנטוש את השיטה הקיימת כיום. בבחינת שיטה חדשה קיימת עדיפות להתחיל ולנסותה דווקא בהנפקות הגדולות יותר שכן אם בהן נכשלה קרוב לוודאי שבהנפקות הקטנות תיכשל על אחת כמה וכמה. מאחר שבהנפקות הגדולות יינתן למעשה חופש מלא בבחירת השיטה, ניתן יהיה לבחון את התנהגות השוק הראשוני כאשר ניתן לו חופש פעולה יחסי. בעתיד אפשר יהיה לשוב ולבחון את הרף לפיו נחלקות ההנפקות בין שתי השיטות (להלן - רף הקטנות) ולשנותו בהתאם להצלחה בחברות הגדולות.
2. בהנפקות קטנות החשש למניפולציות בניירות הערך גדול יותר כיוון שבדרך כלל גם הכמות הנסחרת תהיה קטנה יותר והחתם, שיש לו שליטה הן על מחיר ההנפקה והן על זהות הקונים, עלול בקלות יחסית להשפיע על השערים גם בשוק המשני.
3. הגישה מקלה על חתמים ומשקיעים זרים להשתתף בשוק הראשוני בישראל. אף אם תחילה לא תחול הקלה זו בהנפקות המוגדרות לפי הגישה כקטנות, אין בכך פגיעה משמעותית בהצטרפות הזרים שכן ממילא יש לצפות שישתתפו בעיקר בהנפקות מסדר גודל מסוים ומעלה, בוודאי בתחילת החדירה לשוק ההון הישראלי. בדומה לנאמר לעיל הרי אם חדירת הזרים תהיה משמעותית ניתן יהיה בעתיד לשוב ולבחון את רף הקטנות.
4. גישה זו, בדומה לשיטת המכירה הישירה, מושתתת על שיטות הקצאה קיימות בארצות הברית ובישראל. לפיכך המעבר לגישה זו יהיה פשוט יחסית ועקום הלמידה קצר יחסית.

5.3.4 גישת שילוב שלוש השיטות

- על פי הדוגלים בשיטה זו הנפקות קטנות יוקצו על פי השיטה כיום, בינוניות על פי השיטה הדו שלבית וגדולות על פי שיטת המכירה הישירה.
- המצדדים בה יטענו שהיא מאפשרת בחינת שתי השיטות החדשות במקביל לשיטה הקיימת וכן כי היא מאפשרת חופש פעולה מדורג בהתאם לגודל ההנפקה.
- רוב הטוענים בעד ונגד גישה זו בהשוואה לגישת שילוב שתי השיטות זהים לאלו שנאמרו לעיל בקשר לשיטה הדו שלבית, שכן היא המבדילה בין שתי הגישות.

5.4 אחריות מנהל הקונסורציום, חתמים אחרים ומפיצים בגין התשקיף

מנהל הקונסורציום - מונח שאינו מוגדר בחוק - הוא מי שמתקשר עם החברה בשלב מוקדם בהנפקה, מלווה אותה במהלך ההנפקה, מבצע בדיקת נאותות לגילוי בתשקיף ומגייס את החתמים האחרים. בארצות הברית עורך מנהל הקונסורציום את מסע החשיפה וכן "בונה" את ספר ההזמנות (the book) ובו האינדיקציות שנתקבלו מהמשקיעים למחירי ניירות הערך ואשר לפיהן הוא יקבע לבסוף את מחיר ההנפקה ויחליט על הקצאת ניירות הערך. כיום אין ציון מפורש בתשקיף מי ביצע את תפקיד מנהל הקונסורציום, תחת כותרת זו מופיעים לעתים קרובות כל מי שלקחו על עצמם התחייבות חיתומית אך נהוג כי מי שהופיע ראשון ברשימה הוא מנהל הקונסורציום (ולעתים גם מי שמופיע שני ושלישי ברשימה). האחריות המוטלת על מנהל הקונסורציום זהה לאחריות המוטלת על יתר החתמים.

לדעתנו יש לקבוע כי יצוין בתשקיף מיהם מנהלי הקונסורציום (יתכן גם מנהל אחד) שכן התפקידים שמבצעים מנהלי הקונסורציום שונים מאלה שמבצעים יתר החתמים. לפיכך למידע מיהו אותו חתם מוביל יש ערך כשלעצמו בעיני המשקיעים. בשיטה משפטית המתירה מסע חשיפה מנהלים אלו מובילים את מסע החשיפה במהלכו הם משכנעים משקיעים לקנות ניירות ערך של החברה, עוד בטרם קיים תשקיף שקיבל היתר ולפיכך החשיבות לציון המנהלים רבה עוד יותר.

כיום מורכב הקונסורציום מחתמים רבים ובמקרים מסוימים מגיע מספרם אף לכמה עשרות, זאת בעיקר בשל רצון מנהל הקונסורציום להשתמש בכוחם השיווקי של אותם חתמים. חתמים אלה לא מבצעים בדיקת נאותות משלהם אלא מסתמכים על זו של מנהל הקונסורציום. לפני החתימה על הסכם החיתום הם בוחנים את הסיכון שבאחריות הביטוחית בהתחשב בעמלות שיקבלו וביכולתם להפיץ את ניירות הערך במחיר המינימום שנקבע להנפקה.

שאלה אחת העולה בנושא זה היא האם יש לקבוע כי כל החתמים יישאו באחריות בגין פרט מטעה יחד ולחוד, כפי שהדבר כיום, או שמא כל חתם ישא לכל היותר בנזק על פי חלקו בהתחייבות החיתומית. בשאלה זו קיימות שתי גישות. לפי גישה אחת אין להטיל על חתם אחריות באחוז העולה על חלקו. לפי גישה שנייה יש להשאיר את המצב הקיים היום שכן בכך מובטח לציבור "כיס עמוק" יותר, קל יותר לציבור לממש את זכות התביעה שכן הוא לא יאלץ לתבוע מספר חתמים ואילו החתמים יוכלו תמיד לקבוע בינם לבין עצמם הסדרי שיפוי בהתאם. במידה ובעתיד נגיע למצב שבו שוק ההון סובל מעודף תביעות ניתן יהיה לשוב ולדון בנושא.

שאלה נוספת היא האם כדי לזכות בהגנה של בדיקת הנאותות על כל חתם לבצע בדיקה עצמאית או שמא יש לאפשר לחתמים שאינם מנהלי הקונסורציום להסתמך על בדיקת המנהלים, כך שתקנה גם להם הגנה אם ימצא שעמדה בסטנדרטים הראויים של בדיקה סבירה. משמעותו של הסדר כזה היא שהחתמים האחרים לא יבדקו את החברה אלא את רמת הבדיקה של מנהלי הקונסורציום. זהו ההסדר בארצות הברית והוא נקבע שם בפסיקה,

ולמעשה זהו ההסדר הקיים בפועל גם בארץ. לדעתנו זהו ההסדר העדיף שכן חיוב כל אחד ואחד מהחתימים לבצע בדיקות אלה יגדיל את עלות ההנפקה ותועלתו מוטלת בספק. אם יוחלט כי הסדר זה אכן רצוי יש לשקול לעגנו בחקיקה.

נציין עוד כי לדעתנו שילוב של מתן אפשרות ההסתמכות על בדיקת הנאותות המתבצעת על ידי מנהלי הקונסורציום יחד עם הגבלת אחריותו של כל חתם כדי השתתפותו בהתחייבות החיתומית אינו רצוי. שילוב זה עלול להביא למצב בו מנהלי הקונסורציום ישתתפו בחלק קטן בלבד מהחיתום והמניע שלהם לבצע בדיקת נאותות סבירה יקטן.

לעניין המפיצים: החוק אינו מתייחס כלל למי שממלא תפקיד של משווק ומפיץ ניירות הערך המוצעים מבלי שייטול על עצמו התחייבות חיתומית³⁶, ואין מוטלת על המפיץ אחריות בגין פרט מטעה. לדעתנו אין גם מקום להטיל על המפיצים אחריות כזו.

5.5 הסדרי השיפוי

נושא נוסף הנוגע לחתמים ושאינו מוסדר בדין הוא הסדרי השיפוי.

לדעתנו חתם אשר אינו מצליח להוכיח שנקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, אינו זכאי לקבל שיפוי על פיצויים שנאלץ לשלם למשקיעים שנפגעו. אולם אם נקבע שלחתם אין אחריות בתביעה העיקרית אין מניעה לאפשר לו לקבל שיפוי על הוצאות שנשא בהן במסגרת אותה תביעה. עקרונות אלו דומים לאלו שנקבעו בפסיקה בארצות הברית (ראה סעיף 4.13 לעיל).

שאלה היא אם יש מקום לקבוע הסדרים אלו בחוק או להשאיר אותם בידי הפסיקה.

5.6 דרישות כשירות של חתמים

א. הון עצמי נדרש

תקנות החיתום קובעות כי תנאי לפעילותו של חתם הוא קיום הון מזערי. סכום זה קבוע ומתעדכן מדי שלושה חודשים. דרישת ההון העצמי משמשת אך ורק למטרה של הקשחת התנאים לשמש כחתם, וישנם חתמים אצלם היקף ההתחייבות החיתומית עולה עשרות מונים על היקף ההון העצמי. לדעתנו יש מקום לקבוע כי היקף ההון העצמי של חתם יושפע מהיקף הפעילות שלו על מנת שיוכל לעמוד בהתחייבויות הביטוחיות שלו אך לא יפחת מסכום מזערי (שיהווה כרית ביטחון מסוימת לתביעות

³⁶ בשיטה האמריקאית תפקיד המפיץ הינו לקבל ניירות ערך מהחתם ולמכור אותם ללקוחותיו תמורת עמלה מהחתם.

בגין אחריות תשקיפית)³⁷. לחלופין ניתן לקבוע כי על החתם יהיה להפקיד פיקדון שיקבע באופן דומה. את גובה ההון העצמי או הפיקדון יש לחשב בדומה לחישוב לגבי הלימות ההון הקיים בבנקים קרי כפונקציה של רמת הנזילות של הנכסים השונים.

ישנה עדיפות לחלופה לפיה על החתם תהיה מוטלת חובת הפקדת פיקדון מכמה טעמים. ראשית, פיקדון ניתן למדידה יומיומית פשוטה יחסית. שנית, חלופת הפיקדון מאפשרת שלא להגביל את החתם מלעסוק בפעילויות נוספות מלבד חיתום שכן ישנם כספים "צבועים" לנושא כרית הביטחון החיתומית.

מנגד, יש הסבורים כי מאחר והאחריות העיקרית בגינה חשוף החתם לאורך זמן הינה האחריות התשקיפית, ואת זו כאמור לא ניתן לכמת, אין מקום לדרוש הון עצמי (או פיקדון) הנגזר מהיקף ההתחייבות החיתומית. הדוגלים בגישה זו סבורים שיש להשאיר את הדאגה ליכולתו של החתם לעמוד בהתחייבות החיתומית ליחסים שבין החברה למנהל הקונסורציום ובינו לבין שאר החתמים. ההנחה היא כי כוחות השוק יפעלו כך שחתמים יחששו לקבל על עצמם התחייבויות חיתומיות מעבר ליכולתם שכן מי שלא יעמוד בהתחייבות אם יהיה עליו לממשה לא יוזמן עוד להשתתף בהנפקות בעתיד.

ב. דירוג איכות / פרסום נתונים על ביצועים

במסגרת השינויים המוצעים בשיטת החיתום ובכדי לעודד את החתמים לשמש כמנהלי קונסורציום רק בעבור חברות המתאימות למסחר בשוק ההון, וזאת על ידי העמקת אפקט הקליינטורה ויצירת המוניטין, אנו רואים מקום לעידודם של פרסומי דרוג למנהלים ובהם פרסום שוטף של תשואות ניירות הערך המונפקים מנוכים בתשואה הענפית בפרקי זמן מסוימים לאחר ההנפקה - לדוגמה תשואה לששה הימים הראשונים, לחודש הראשון ולמחצית השנה הראשונה שלאחר ההנפקה. פרסום שכזה יוכל לקצר את "עקום הלמידה" של המשקיעים בבואם להעריך מיהם החתמים מהם ירצו לרכוש ניירות ערך בעתיד. במקביל יוכלו החברות ללמוד מי החתמים עמם ירצו להקשר בחוזי חיתום.

5.7 הגבלות על חיתום הנובעות ממצבי ניגודי עניינים

כפי שתיארנו בפרק השני קיימים מקרים בהם עלול להתקיים מצב של ניגוד עניינים בין פעילות חברה כחתם לבין פעילויות אחרות שלה או של גופים קשורים אליה. הפתרון הרדיקלי הוא כמובן בהפרדת הפעילויות השונות לחברות שאינן קשורות ביניהן. ואולם משני טעמים נראה פתרון זה כבעייתי.

³⁷ יש לציין כי לא ניתן לכמת את ההתחייבות התשקיפית ועל כן סכום ההון שיקבע לכיסוי התחייבות זו יהיה בהכרח שרירותי.

ראשית ישנה בעיה של פגיעה ביעילות הגופים עקב קיומם של יתרונות לגודל (economies of scale) ויתרונות למגוון (economies of scope) - יש אף הטוענים שעל החתמים לעסוק בפעילויות אלו שכן רק כך יוכלו לרכוש את יכולות הליבה (core competence) שלהם כחתמים ולהרחיב את ידיעותיהם על הנעשה בשוק ההון בכדי למלא את תפקידם כחתמים על הצד הטוב ביותר. מתעוררת למעשה שאלת עלות-תועלת בין התועלת שבהפרדה שתמנע לחלוטין את התוצאות השליליות של ניגודי העניינים האמורים לבין העלויות הנובעות משכפול מנגנונים כמו גם מההתמחות הנמוכה יותר שתהיה לכל גוף כזה לחוד. כמובן שככל ששוק ההון גדול יותר ניתן להביא ביתר יעילות למספר הפרדות גדול יותר אך כידוע שוק ההון בארץ אינו גדול. בהקשר זה יש לזכור כי הגופים העוסקים בתחום החיתום באירופה הנם רובם ככולם גופים הנותנים את מלוא מגוון השירותים, וכי גם בארצות הברית בעלת שוק ההון הגדול ישנה הצעה לשנות בהדרגה את חוק גלאס-סטיגל.

הטעם השני המקשה על פתרון ההפרדה המוחלטת נובע מההיבט התחרותי על רקע הנעשה בתחום החיתום בעולם. גם אם סיבות אחרות משיקולי עלות-תועלת הביאו לכך שברוב השווקים אין הפרדת פעילויות הרי קשה יהיה להגן על גישת ההפרדה בשוק ההון הקטן של ישראל אם נלקחת בחשבון האפשרות שבעתיד יפתח שוק זה לתחרות מחו"ל. נכון להיום לא נראה שגופי חיתום זרים "מתדפקים על דלתו" של השוק הראשוני בארץ (אם כי מספר בנקים אמריקאיים להשקעות פתחו לאחרונה נציגויות בארץ אשר עיקר עיסוקן הוא בתיווך השקעות). יחד עם זאת לא ניתן לבנות מערכת של גופים קטנים המתמחים התמחות צרה בלבד אם לא יוכלו להתמודד עם תחרות עתידית מבחוץ. אין במטרות נייר זה להציע שינויים מבניים בשוק ההון ולפיכך אין אנו באים להכריע בשאלה מורכבת זו אלא רק לציין את השלכותיה על תחום החיתום.

יחד עם זאת מוצע על ידנו להמשיך ולפעול לצמצום ניגודי העניינים בדרכים הזרות בעיקרן לאלו הקיימות בתקנות החיתום דהיום - על ידי הגבלת היקף החיתום אותו רשאי חתם לקחת על עצמו בהנפקה של חברה קשורה או של חברה החבה לו או לצד קשור שלו סכום משמעותי. הגבלה נוספת שאנו מציעים להטיל היא כי בהנפקה של צד קשור אותו חתם לא יהיה רשאי לשמש כמנהל הקונסורציום, לא יהיה רשאי לנהל את מופע החשיפה וחתמים אחרים לא יוכלו להסתמך על בדיקות שערך לצורך הגנת בדיקת הנאותות. כמו כן יש מקום לדעתנו להמשיך המגבלות הקיימות בחוק יועצי השקעות. (אופי המגבלות למניעת ניגודי עניינים וצורתן הסופית יקבעו בשלב מאוחר יותר בהתאם לשיטת החיתום שתבחר).

5.8 ייצוב שערי ניירות ערך

ייצוב שערי ניירות ערך אינו רעיון חדש במשטר החוקי בישראל. על פי תקנון הבורסה ההתחייבות להסדרת מסחר הנה תנאי לרישום ניירות הערך למסחר - קיימת חובה לבצע הסדרת מסחר וזאת בהנפקות של אג"ח ואג"ח להמרה כאשר שווי החזקות הציבור בעת הרישום למסחר קטן מ-20 מליון דולר. הסדרת מסחר תעשה במשך שישה חודשים מיום

רישום ניירות הערך למסחר. ההסדרה נעשית על פי כללים מפורטים שנקבעו בהנחיות הבורסה. כלכלית משמעותה של ההסדרה הנה ייצוב שערי ניירות הערך שכן הפעולות אותן עושה מסדיר המסחר נועדו למתן תנודות בהם.

בארה"ב לעומת זאת ההסדרה או הייצוב כפי שיכונה להלן הוא **זכות** של החתם ולא חובה, ומטרתו הנה להקטין את התנודתיות בשערי ניירות הערך מיד לאחר ההנפקה. מתן האפשרות נובע מראיה לפיה ביצוע הנפקה מזעזע את מחיר המניה, שכן כמות גדולה מאד של מניות "נזרקת" לשוק ובהנפקות ראשונות יש גם בעיה של חוסר היסטוריית מסחר לניירות הערך של החברה. רצוי לאפשר לחתם למנוע תנודתיות זו. בארה"ב הייצוב נעשה משני מקורות. האחד הנו "פול" ניירות ערך שמעמידה החברה לשימוש החתם בדרך של מתן אופציה להקצאת היתר - אם לאחר ההנפקה המחירים עולים החתם רשאי להגדיל את הכמות המונפקת על מנת למנוע עליות מחירים חדות, על פי המנגנון המפורט בפרק 4 לעיל³⁸. המקור השני לייצוב הנו הנוסטרטו של החתם - אם מחיר ניירות הערך בבורסה יורד החתם רשאי לבצע פעולות רכישה בכדי לבלום ירידות אלה. במקרה זה המימון נעשה על ידי החתם ולא על ידי החברה, ואסור לחתם לקבל החזר על הוצאותיו. יצוין כי הסדרים דומים של הקצאת יתר נעשו גם בארץ.³⁹

הצעתנו הנה להתיר לחתם לייצב את מחירי ניירות הערך לאחר ההנפקה. החתם יהיה רשאי להפעיל אופציה של הקצאת יתר וכן יהיה רשאי לרכוש בעצמו ניירות ערך בבורסה אך זאת רק במקרה של ירידות שערים ולא במקרה של עליות שערים. כמו כן יש להגביל את התקופה בה ניתנת לחתם אפשרות הייצוב ל- 15 יום. בנוסף, בדומה לקבוע בארצות הברית, יש לאסור על החברה להשתתף ולו אף חלקית במימון הייצוב. הדרך המוצעת לעשות זאת היא לקבוע כי היקף עלויות החיתום יוסכם לפני ההנפקה בזמן החתימה על הסכם החיתום, כאשר על החברה ייאסר להעביר לחתם, ועל החתם ייאסר לקבל מהחברה, כל טובת הנאה נוספת. בנוסף יש לאסור הסדרי buy back על ידי חברות קשורות או בעלי שליטה.

על מנת למנוע מהחתם לבצע מניפולציות במחיר ניירות הערך יחולו עליו מגבלות בתקופה זו כלהלן: אסור יהיה לו למכור או לקנות ניירות ערך במחיר **גבוה** ממחיר ההנפקה, אלא רק במחיר ההנפקה או במחיר נמוך ממנו. ההגבלה על קנייה נועדה למנוע מהחתם לגרום לעליות שערים כאשר נייר הערך ממילא במגמת עליה. קנייה זו אינה משרתת את המטרה של ייצוב המחיר אך עשוי להיות לחתם אינטרס לגרום לעליות שכן עליות אלה ישרתו היטב את החברה או את לקוחותיו של החתם שרכשו את ניירות הערך בהנפקה, על חשבון משקיעים בשוק

³⁸ אופציה זו נקראת בעגה המקצועית בארצות הברית "GREEN SHOE" על שם החברה שנתנה לראשונה אופציה שכזו לחתמים. החתמים נעזרים באופציה זו גם בכדי לספק ניירות ערך נוספים למשקיעים במקרה של ביקוש רב, על מנת שלא ייווצר מצב בו יקבלו חלק קטן מידי מבקשתם.

³⁹ ההסדרים שנעשו היו משני סוגים. האחד - קבע שאם יהיה ביקוש יתר במחיר שיקבע כמחיר ההנפקה תוגדל הכמות המונפקת והכמות הנוספת תוקצה באופן בו הוקצתה הכמות המקורית. השני - קבע כי כמות נוספת של מניות שיוצרו בדרך של הצעת מכר תוקצה אך ורק למוסדיים שנתנו התחייבות מוקדמת וזאת כחלק מהעמלה ששולמה להם.

המשני. ההגבלה על מכירה במחיר גבוה ממחיר ההנפקה נועדה לענות על החשש כי בהנפקות "חמות" החתם "יחנה" אצלו או אצל אחרים מטעמו ניירות ערך. "החניה" זו תגרום להקטנת היצע ניירות הערך ולהגדלת עודף הביקוש, וזאת בהנפקה שידוע שיש בה עודף ביקוש, וכפועל יוצא לעליית מחיר ניירות הערך ואז למכירתם על ידי החתם ברווח.

מוצע לשקול שלא לאסור על החתם למכור ניירות ערך במקרה של ירידות שערים. מכירה זו גורמת להגברת המגמה של ירידות השערים ולא לייצוב, אולם למרות זאת אין לדעתנו מקום להגבילה. האינטרס של החתם הן כלפי המשקיעים והן כלפי החברה המנפיקה הוא כי מחירי ניירות הערך לא יפלו לאחר ההנפקה לפיכך רק במקרה בו החתם יאלץ לממש את הסכם החיתום ולרכוש ניירות ערך יתכן שיהיה לו גם אינטרס הפוך - למכור בירידה⁴⁰. באם תחשוש החברה מפעולות מכירה של החתם כאמור תוכל היא לקבוע בהסכם החיתום הסדרי חסימה על מניות המוחזקות בידי החתם על מנת למנוע ממנו למכור ניירות ערך במקרה של ירידות שערים בתקופה שלאחר ההנפקה.

באם תתקבל המלצתנו בעניין מתן אפשרויות ייצוב בידי החתמים יש לקבוע סדרי דיווח להם יהיו כפופים החתמים באם יממשו אפשרות זו.

איריס ציבולסקי - חביליו

רון עמיחי

3.6.97

⁴⁰ כך לדוגמה במידה וירצה להיכנס להסכם חיתום אחר, אם לא יוכל למכור את ניירות הערך שרכש בשל מימוש הסכם החיתום, יאלץ להביא הון נוסף שכן ניירות הערך שרכש יחושבו לפי הצעתנו לצורך דרישות ההון העצמי או הפיקדון בחלק קטן יחסית מערכן.

נספח - כללי ה- NASD החלים במקרה של הנפקה חמה (תקציר)

אסור להחזיק או למכור ני"ע מהנפקה חמה :

- (1) לחשבונות של כל ברוקר ודילר (נוסטרו)
 - (2) לחשבונות של כל עובד, דירקטור, שותף או סוכן של כל ברוקר ודילר של אדם קשור אליו או של בן משפחה של כל אחד מהם. אולם אם המכירה היא לבן משפחה של אדם קשור והיא נעשית על ידי ברוקר אחר ולבן המשפחה אין יכולת לשלוט בהקצאה, המכירה מותרת.
 - (3) למי שיזם את ההנפקה, ייעץ בהנפקה או למי שחייב אמונים מתוקף תפקידו לחתם המנהל קרי עורכי דין, רואי חשבון, יועצים כלכליים או מי שנתמך על ידם באופן מהותי.
 - (4) לנושאי משרה בכירה בבנקים, חברות ביטוח, חברות השקעה וחשבונות אחרים מסוג מוסדי וכל אדם במחלקת ניירות ערך או אדם שיכול להשפיע או שקשור לקניית או מכירת ניירות ערך בגופים אלה, או אדם הנתמך על ידו באופן מהותי.
 - (5) לחשבון שבו לאחד מהמוזכרים בפסקאות (1)-(4) יש הנאה (beneficial interest).
- אולם ישנם יוצאי דופן להם מותר למכור בהתקיים התנאים המפורטים בהמשך :
- * למי שמנוי ב-(3) ו-(4) ;
 - * לבן משפחה קרוב שאינו סמוך על שולחנם של המנויים ב-(2) ;
 - * לחשבון כאמור ב-(5) שבו למי שהוזכר בכוכביות הקודמות יש אינטרס.
- לא לה ניתן למכור בתנאי שיוכח :
- * כי נעשה בהתאם לדרך השקעתם הרגילה ;
 - * שסך ניירות הערך שנמכרו להם לא מהותי ולא חסר פרופורציה ;
 - * שההקצאה לכל אחד מהם אינה מהותית.
- (6) מותר למכור לחתם אחר לצורך הקצאה נוספת ללקוחות שהזמינו בהנפקה.
 - (7) מותר למכור למתווכים הרוכשים עבור בני אדם שלא ניתן לזהותם בתנאי שהתקבלה רמת בטחון מספקת שהרוכש הסופי לא יהיה מי שאסור למכור לו כאמור לעיל ובמקרה זה נדרש תיעוד של העסקה, ושל הבדיקות שעשה המתווך לקבלת רמת הביטחון.

(8) מותר למכור למתווכים זרים שמשותפים בהפצת ההנפקה הרוכשים עבור בני אדם שלא ניתן לזהותם בתנאי שיוסכם כי הם עומדים בתנאי של (7). מותר למכור למתווכים זרים שלא משותפים בהפצה בתנאי שהחתם יעשה את הבדיקות שב-(7) בעצמו.

(9) (1) כללים אלה יחולו גם על חלק ההנפקה אותו מקצה החברה. אולם ההגבלות לגבי חוסר מהותיות, חוסר פרופורציה ודרך השקעה רגילה לא יחולו כאשר החברה מקצה לעובדים, דירקטורים או עובדים או דירקטורים בפורטנציה כתוצאה ממיזוג מתוכנן, רכישה או שילוב עסקי אחר. אם אין שוק בלתי תלוי ומהימן תהיה חסימה של 3 חודשים.

(2) מותר למנפיק למכור גם לגופים שאינם עומדים בתנאי של דרך השקעה רגילה לאחר קבלת אישור ממליאות ה-NASD.

stand-by arrangement - מותר לחתם להחזיק בניירות הערך אם לא מצא להם קונה, אם הסכם החיתום הוא כתוב ופורמלי וניתן לו גילוי בתשקיף. במקרה זה תחול על ניירות הערך חסימה של 3 חודשים.

לגבי משקיעים בחברת הון סיכון - מותר למכור מניות בהנפקה חמה לבעל מניות קיים בחברת הון סיכון בתנאים הבאים:

- (1) החזיק זכויות בעלות במנפיקה תקופה של שנה לפני מתן ההיתר;
- (2) הרכישה לא מגדילה את אחוז הבעלות שלו לעומת 3 חודשים לפני ההגשה של טיוטת התשקיף;
- (3) לא זכה בתנאים מיוחדים ברכישה;
- (4) תתקיים חסימה של 3 חודשים על ניירות הערך המוקצים.

ביבליוגרפיה

Benveniste, L.M. and Spindt, P.A. (1989). "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," Journal of Financial Economics, Volume 24, pp. 343-361

Benveniste, L.M. and Wilhelm, W.J. (1990). "A Comparative Analysis of IPO Proceeds Under Alternative Regulatory Environments," Journal of Financial Economics, Volume 28, pp. 173-207.

Bialkin, K. and Grant, W. (eds.) (1985), Securities Underwriting - A Practitioner's Guide, Practising Law Institute.

Bloch, E. (1986) Inside Investment Banking, Dow Jones - Irwin, chs. 9-11.

Blowers, S.C., Erikson, G.K. and Milan T.L. (1995) The Ernst & Young Guide to Taking Your Company Public, John Wiley & Sons, Inc.

Brown & Wood LLP, Accessing The U.S. Capital Markets, An Introduction to United States Securities Laws for Non-U.S. Issuers of Securities, 1996-1997.

Carter, R. and Manaster, S. (1990). "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," The Journal of Finance, Volume 45, No. 4, pp. 1045-1067.

Chua, L. (1995). "A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs," The Financial Review, Volume 30, No. 2, pp. 337-365.

Cobham, D. (ed.)(1992). Markets & Dealers, The Economics of the London Financial Markets, Longman Group, chs. 4,5.

Hanley, K.W. and Wilhelm, W. J. (1995). "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings," Journal of Financial Economics, Volume 37, pp. 239-257.

Levmore, a. (1993). "Commissions and Conflicts in Agency Arrangements: Lawyers, Real Estate Brokers, Underwriters, and Other Agents' Rewards," Journal of Law & Economics, Volume XXXVI, pp. 503-539.

Loss, L. & Seligman J. (1993). Securities Regulation, Little Brown & Company, 3rd ed. ch. 11.

Mechanics of Underwriting, The Practising Law Institute, 1996.

National Association of Securities Dealers, Inc. Manual (1996), CCH Incorporated.

Pugel, T.A. and White, L.J. (1988). "An Empirical Analysis of the Underwriting Spreads on Initial Public Offerings," Quarterly Review of Economics and Business, Volume 28, No. 4, pp. 6-20.

Schultz, P.H. and Zaman, M.A. (1994). "Aftermarket Support and Underpricing of Initial Public Offerings," Journal of Financial Economics, Volume 35, pp. 199-219.

Stoll, H.R. (1976). "The Pricing of Underwritten Offerings of Listed Common Stocks and the Compensation of Underwriters," Journal of Economics and Business, Volume 28(2), pp. 96-103.

Twentieth Century Fund Report (1980), Abuse on Wall Street, Conflicts of Interest in the Securities Markets, A Quorum Books, Westport, Connecticut, USA.

Wolfson, N. (1976) Conflicts of Interest: Investment Banking, The Twentieth Century Fund.

דרורי, י.; חת, מ.; בן כנען, י.; רוטנברג, ד.; גביש, י.; ווינשל, ש. (1993). "השיטה הישראלית של חיתום והפצה של ניירות ערך - האם הגיעה העת לשינוי?" רבעון לבנקאות, כרך ל"ב, חוברת 125, עמ' 20-49.

חת, מ. (1990). "חיתום ניירות ערך בישראל - המצב הקיים והמלצות לתיקונים" (נייר עבודה פנימי - רשות ניירות ערך).

ידלון, ע. (תשנ"ב). "מחיר המקסימום בהנפקות ופתרונה (הזמני)", משפטים, כרך יט, ע"מ 91-188.

שירר, ק. (1996). "שיטת החיתום בארצות הברית", (תזכיר פנימי - רשות ניירות ערך).

ע"א 864/86 שלמה קופמן חברה לבנין והשקעות נ' הבנק הבינלאומי הראשון לישראל, דינים, כרך כא, 245

ת"א (י-ם) 556,501/85 קופמן ואח' נ' הבנק הבינלאומי הראשון, פסקים תשמ"ח(1)265

ת"פ (ת"א) 229/87 מדינת ישראל נ' רובנשטיין ושות', חברה קבלנית בע"מ, פסקים תשנ"ב(1) 89