

רשות ניירות ערך

דוח הועדה

**לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף
הצעה של ניירות ערך מסחריים
או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה**

תאריך : ____ באוגוסט 2003

לכבוד	לכבוד
מר אייל בן שלוש	מר משה טרי
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון	יושב ראש
משרד האוצר	רשות ניירות ערך
<u>ירושלים</u>	<u>ירושלים</u>
מר בן שלוש הנכבד,	מר טרי הנכבד,

הנדון : **דוח הועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה במניות**

ביום 1.1.2003 מונינו על ידכם לשמש כועדה לבחינת הנושא שבנדון ואנו מודים לכם על האמון שנתתם בנו.

אנו מתכבדים להגיש לכם את דו"ח הועדה ואת המלצותיה.

לשם גיבוש עמדתה והמלצותיה קיימה הועדה ישיבות, שבמסגרתן שמעה את דעותיהם ועמדותיהם של אישים וגופים רבים הקשורים לנושא זה, מהיבטיו השונים. אנו מודים לכל אלו שהעמידו מידיעותיהם וניסיונם לרשות הועדה.

הגם שהועדה נדרשה לבחון את דרישות הגילוי בתשקיפי ניירות ערך מסחריים ואגרות חוב - המקשות על הנפקת ניירות ערך אלה לציבור - ראתה הועדה לנכון, לאחר ששמעה עדויות מאלפות בדבר ריכוזיות שוק האשראי בישראל, להרחיב את יריעת הדיון ולכלול בדוח תאור מפורט של חסמים נוספים המונעים או מכבידים על התפתחות שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל. בהתאמה, מפורטות בדוח זה, בהרחבה, המלצות הועדה הנוגעות לדרישות הגילוי בתשקיפים, כאמור, ובצידן גם המלצות הנוגעות להסרת החסמים הנוספים, כאמור, המתוארים בדוח.

אנו עומדים לרשותכם לכל הסבר או הבהרה שידרשו.

דורון שורר

נפתלי פריד, רו"ח

ראובן בכר, עו"ד

ניסים כהן

טל אבן-זהב, עו"ד

לייזה חיימוביץ, עו"ד

יהודה שחרור, עו"ד

תוכן עניינים

עמוד		
1	עיקרי מסקנות הועדה והמלצותיה	פרק 1
2	איגרות חוב	1.1
4	ניירות ערך מסחריים	1.2
6	איגרות חוב מגובות נכסים	1.3
7	מבוא	פרק 2
10	איגרות חוב	פרק 3
10	ניירות הערך בהם עוסק פרק זה	3.1
10	הגילוי בתשקיף	3.2
12	בעיית שערך שווי איגרות החוב בדוחות הכספיים של משקיעים מוסדיים	3.3
13	מס בולים	3.4
13	חובת דירוג	3.5
14	פיתוח מערכת מסחר בין משקיעים מוסדיים	3.6
15	ניירות ערך מסחריים	פרק 4
15	ניירות הערך בהם עוסק פרק זה	4.1
16	תיקון ההגדרה	4.2
16	"תשקיף מדף"	4.3
17	הגילוי בתשקיף	4.4
20	קבלת היתר בהליך מהיר	4.5
20	הפחתה או ביטול של אגרות תשקיף	4.6
20	חובת דירוג	4.7
22	מס הכנסה	4.8
22	הרחבת הפטור ממס בולים	4.9
23	הרחבת חוג המשקיעים בנע"מ בלתי סחירים	4.10
23	פיתוח מערכת מסחר בין משקיעים מוסדיים	4.11
24	איגרות חוב מגובות נכסים	פרק 5
24	ניירות הערך בהם עוסק פרק זה	5.1
25	הגילוי בתשקיף	5.2
28	דיווח שוטף	5.3
28	חובת דירוג	5.4
29	פטור ממס בולים	5.5
30	צוות מעקב	5.6
31	דירוג חוב	פרק 6
31	קבלת דירוג	6.1
32	הסדרת תחום דירוג החוב בישראל	6.2
32	אחריות בשל דוח דירוג	6.3
		נספחים
33	כתב המינוי לוועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או איגרות חוב שאינן ניתנות להמרה במניות	א'
35	ריכוז עלויות המס והאגרות בהנפקת ניירות ערך מסחריים	ב'
37	שינויי החקיקה והתקינה הדרושים לשם יישום המלצות הועדה	ג'
39	כללים לאישור חברה מדרגת	ד'

1. עיקרי מסקנות הועדה והמלצותיה

בהתאם לכתב מינוי הועדה¹, נדרשה הועדה לבחון האם בתשקיף הצעה לציבור של איגרות חוב לזמן ארוך (המאופיינות בכך שמועד פרעון עולה על שנה), שאינן ניתנות להמרה (להלן בדוח זה גם - "אג"ח") או בתשקיף הצעה לציבור של ניירות ערך מסחריים (המאופיינים בכך שמועד פרעונם אינו עולה על שנה), שאינם ניתנים להמרה (להלן בדוח זה גם - "נע"מ") יש מקום לקבוע מתכונת גילוי שונה ממתכונת הגילוי המקובלת כיום, ואשר אינה מבחינה בין הצעה לציבור של מניות, הצעה לציבור של ניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה, או הצעה לציבור של אג"ח או נע"מ. לגבי הצעה לציבור של נע"מ, ישנה בדין המצוי מתכונת גילוי מיוחדת, המצמצמת במידה מסוימת את מתכונת הגילוי החלה על יתר התשקיפים, כאמור.

אם התשובה לשאלה האמורה היא חיובית, התבקשה הועדה לגבש המלצות בדבר הפרטים שגילויים נדרש בתשקיף הצעה של אג"ח או נע"מ המשמשים לגיוס חוב מן הציבור. בהקשר זה, התבקשה הועדה לבדוק האם יש מקום להבחין בין הפרטים שגילויים נדרש בתשקיף הצעה לציבור של אג"ח לזמן ארוך לבין הפרטים שגילויים נדרש בתשקיף הצעה לציבור של ניירות ערך מסחריים.

הועדה בדקה ומצאה כי במסגרת המשפטית והרגולטורית החלה בישראל, ישנם חסמים אשר אינם מאפשרים לתאגידיים לממן את פעילותם מתוך מקורות אשראי לבר-בנקאיים, כגון מקורות האשראי המצויים בשוק ההון ומהווים חלופה לאשראי הבנקאי. בהתאם לכך, הגיעה הועדה למסקנה כי בלא רפורמה משמעותית, קרוב לוודאי ששוק האג"ח ושוק הנע"מ - העשויים לתרום תרומה משמעותית לשוק ההון ולמשק הישראלי בכללותו - יוסיפו לקפוא על שמריהם.

לאחר שמיעת עדויות גורמים שונים הפעילים בשוק ההון, איתרה הועדה חסמים מרכזיים המקשים על ביצוען של הנפקות אג"ח ונע"מ בישראל ובדוח זה היא ממליצה לנקוט שורה של צעדים שיש בהם כדי להסיר חסמים אלה. הועדה הבחינה בין חסמים הנוגעים לשוק ה"סחיר" (אג"ח ונע"מ שירשמו למסחר בבורסה) לבין חסמים הנוגעים לשוק ה"בלתי סחיר" (אג"ח ונע"מ שלא ירשמו למסחר בבורסה). הועדה מציעה להסיר את החסמים הקיימים הן בשוק החוב הסחיר והן בשוק החוב הבלתי סחיר וזאת במטרה לאפשר לשני השווקים להתפתח זה לצד זה.

הועדה סבורה, כי יש להתייחס להמלצותיה העיקריות כאל מכלול, שיש ליישמו כמקשה אחת, שכן מרבית החסמים הינם חסמים קריטיים שהסרתם חיונית והכרחית. לפיכך יישום

¹ כתב מינוי הועדה מצורף בנספח א' לדוח הועדה.

חלקי בלבד של ההמלצות יוסיף לעכב את התפתחותו של שוק החוב בישראל. עוד רואה הועדה חשיבות רבה באימוץ ההמלצות הכלולות בדוח תוך פרק זמן קצר ככל הניתן.

המלצות הועדה המפורטות בדוח זה מתייחסות למגוון אפשרויות לגיוס חוב בישראל: גיוס חוב באמצעות הנפקה של אג"ח, גיוס חוב באמצעות הנפקה של נע"מ וגיוס חוב באמצעות הנפקה של אג"ח מגובות נכסים². בכל אחת מהקטגוריות מתייחסות המלצות הועדה אך ורק לניירות ערך שאינם ניתנים להמרה. אלא אם נאמר אחרת, המלצות הועדה מתייחסות הן לשוק הסחיר והן לשוק הבלתי סחיר.

הועדה יצאה מנקודת הנחה כי המלצות דוח ועדת ברנע בדבר "מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו" (להלן בדוח זה - "דו"ח ברנע" או "ועדת ברנע"), אשר אומץ על ידי רשות ניירות ערך, תיושמה בקרוב ותשמנה תשתית ליישום ההמלצות הכלולות בדוח זה.

להלן יובאו, בקצרה, עיקרי המלצותיה ומסקנותיה של הועדה (לפירוט נרחב יותר של ההמלצות והנימוקים להן, יש לפנות לפרקים הרלבנטיים בדוח הועדה):

1.1 איגרות חוב

א. הגילוי הנדרש בתשקיף - הועדה סבורה כי המלצות ועדת ברנע בדבר "מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו" מהוות מתכונת דיווח ראוייה לתשקיף הצעה לציבור של אג"ח ואין היא ממליצה לסטות מהן. לדעת הועדה, המידע הנדרש בתשקיף על-פי המלצות ועדת ברנע רלבנטי במידה דומה הן להצעה לציבור של אג"ח לזמן ארוך (המירות ושאינן המירות) והן להצעה לציבור של מניות.

בהקשר זה מצאה הועדה לנכון להדגיש, כי בהשוואה למצב הקיים, המלצות ועדת ברנע המתייחסות לתשקיף חוזר (תשקיף הצעה לציבור שאינה הצעה ראשונה לציבור) כוללות הקלות משמעותיות הן מבחינת היקף הגילוי והן מבחינת מתכונת התשקיף.

ב. שינוי כללי השערוך בדוחות כספיים של משקיעים מוסדיים - כיום, נדרשים משקיעים מוסדיים גדולים (קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח) לשערך באופן שונה את שווי השקעותיהם באג"ח סחירות (שערוך לפי שווי שוק) לעומת

² להגדרת המכשיר הפיננסי ראה התייחסות מפורטת בפרק 5 לדוח הועדה.

שווי השקעותיהם באג"ח בלתי סחירות (שערוך לפי עלות מתואמת). חוסר סימטריה זה בשיטת השערוך של שווי נכסי המשקיעים המוסדיים, מוביל להעדפה של השקעה באג"ח לא סחירות על-פני אג"ח סחירות. נטייתם של המשקיעים המוסדיים הגדולים להעדיף, משיקולי הצגה חשבונאית, השקעה בשוק החוב הבלתי סחיר יוצרת עוות בהקצאת מקורות האשראי במשק וכך יוצרת מצב בלתי סביר בו משקיעים דורשים פרמיה על סחירות במקום פרמיה על אי-סחירות. כתוצאה מכך נפגעת באורח ניכר התפתחות שוק החוב הסחיר בישראל.

הועדה ממליצה ליצור סימטריה בשיטת השערוך של השקעות המשקיעים המוסדיים באג"ח סחירות ובלתי סחירות, וזאת על מנת להפחית את התמריץ השלילי להשקעה בשוק החוב הסחיר.

ג. פטור ממס בולים - הועדה שמעה מפי פעילים בשוק כי מס הבולים - המוטל מכוח חוק מס בולים על מסמכים, התשכ"א-1961³ (להלן בדוח זה - "חוק מס בולים") - מהווה אחד המרכיבים היקרים בסך עלויות ההנפקה של אג"ח ובמקרים רבים יש בו כדי להפוך את הנפקת האג"ח לבלתי כדאית מן הבחינה הכלכלית. כדי לעודד את גיוס האשראי בשוק ההון, ובשים לב למרווחי הריבית הצרים בין הריביות הבנקאיות לריביות בשוק ההון, ממליצה הועדה לפטור מנפיקי אג"ח מתשלום מס בולים. לדעת הועדה, הקיטון הצפוי בהכנסות המדינה ממס בולים בשל הפטור המוצע, עשוי להתקזז עם הגידול הצפוי בהכנסות המדינה ממס רווחי הון שישלמו המשקיעים בבורסה וממס הכנסה שישלמו התאגידים שיגייסו אשראי באפיק זה, ואשר יגבירו את פעילותם השוטפת.

ד. אי החלת חובת דירוג - הועדה בדעה כי אין לחייב מנפיק אג"ח לקבל דירוג מחברה מדרגת (לתאגיד או לחוב המונפק), אך היא מעודדת מנפיקים לקבל דירוג שכן הוא מקל על המשקיעים לקבל החלטת ההשקעה. יחד עם זאת, סבורה הועדה, כי יש לדרוש ממנפיק אג"ח לציבור שקיבל דירוג, לתאר בתשקיף את הדירוג שקיבל ולפרט את עיקרי השיקולים למתן הדירוג, כפי שהובאו בדוח החברה המדרגת.

ה. פיתוח מערכת למסחר בין משקיעים מוסדיים - במקביל להעמקתו של שוק האג"ח הסחירות, הועדה רואה חשיבות רבה ביצירת נזילות גם בשוק האג"ח הלא סחירות, ועל כן היא ממליצה לבורסה לפתח מערכת מסחר שתאפשר לגופים המוסדיים לסחור בינם לבין עצמם באג"ח שאינם רשומות למסחר בבורסה.

³ ס"ח התשכ"א, 64.

1.2 ניירות ערך מסחריים

א. תיקון הגדרה - הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968⁴ (להלן בדוח זה - "חוק ניירות ערך"), כוללת, לדעת הועדה, תנאים המגבילים את התרחבות השימוש במכשיר פיננסי זה ללא הצדקה. כך, למשל, התנאי בדבר רישום למסחר בבורסה והתנאי, כי הריבית על הנע"מ לא תהיה צמודה למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין. הועדה ממליצה להסיר תנאים מיותרים אלה כך שהגדרת נע"מ תכלול גם ניירות ערך שאינם נסחרים בבורסה ותאפשר הצמדתה של הריבית למדד, לשער חליפין או למחיר אחר כלשהו.

עוד סבורה הועדה, כי יש לאחד את הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים", המצויה בחוקים שונים, כך שתהיה זהה להגדרה המוצעת בדוח זה, כפי שתקבע בחוק ניירות ערך, וכי בכך יוסרו העיוותים הנוצרים בשל השוני בהגדרות כגון עיוותים בתחום המיסוי.

ב. מתכונת ההנפקה - הועדה ממליצה, כי תשקיף הצעה לציבור של נע"מ ישמש תשקיף "מדף" התקף לתקופה של עד שנה ואשר במהלכה ניתן יהיה להנפיק על-פיו, מעת לעת, נע"מ המיועדים להיפרע תוך שנה ממועד הנפקתם. הועדה ממליצה כי התשקיף יפרט, בין היתר, את סוגי הנע"מ אותם ניתן להנפיק על-פיו, את סך החוב המרבי שיהיה מונפק על-פי התשקיף בכל רגע נתון (האובליגו המירבי), ואת המנגנון לקביעת שיעורי הריבית על הנע"מ. כמו כן, ממליצה הועדה לקצר באופן משמעותי, ככל הניתן, את לוח הזמנים לקבלת היתר לפרסום תשקיף נע"מ (הועדה ממליצה כי תהליך מתן ההיתר לא יארך מעבר לשלושה ימי עבודה לאחר יום הגשת התשקיף).

ג. צמצום הגילוי בתשקיף - הועדה ממליצה על צמצום משמעותי של היקף הגילוי הנדרש בתשקיף הצעה לציבור של נע"מ שאינה הצעה ראשונה לציבור, כך שתשקיף הנע"מ יהיה למסמך קצר שעיקריו: תיאור ניירות הערך המונפקים ותנאיהם וכן תיאור מקורות הפירעון העומדים לרשות המציע.

ד. הפחתת אגרות - לאור המרווחים הנמוכים המאפיינים הנפקות לציבור של נע"מ, יש לעלויות ההנפקה השפעה מכרעת על כדאיותה הכלכלית. הועדה סבורה, כי על מנת לעודד את יצירתו של שוק נע"מ ראוי לבטל או להפחית משמעותית את

⁴ ס"ח התשכ"ח, 234.

האגרות המוטלות על-ידי רשות ניירות ערך ועל-ידי הבורסה לניירות ערך בקשר עם הנפקת נע"מ סחירים, וזאת לפחות לתקופת זמן מסויימת.

ה. החלת חובת דירוג - הועדה בדעה, כי אין לחייב מנפיק נע"מ לקבל דירוג מחברה מדרגת (לתאגיד או לחוב המונפק), אך היא מעודדת מנפיקים לקבל דירוג, שכן הוא מקל על משקיעים לקבל החלטת ההשקעה. יחד עם זאת, סבורה הועדה, כי יש לדרוש ממנפיק נע"מ שקיבל דירוג לתאר בתשקיף את הדירוג שנקבע ולפרט את עיקרי השיקולים למתן הדירוג, כפי שהובאו בדוח החברה המדרגת.

ו. מס הכנסה - נע"מ מהווים מכשיר פיננסי הדומה במהותו למכשיר המק"מ (מלווה קצר מועד) המונפק בידי המדינה. על-מנת ליצור "תחרות הוגנת" בין שני המכשירים הפיננסיים הנ"ל סבורה הועדה, כי יש לוודא שבכל עת תוטל עליהם חבות מס זהה.

ז. פטור ממס בולים לנע"מ שאינם סחירים - מס הבולים המוטל כיום על הנפקה של נע"מ שאינם נסחרים בבורסה מייקר עד מאוד את עלויות העסקה הכרוכות בגיוס חוב באמצעות מכשיר זה. הועדה אינה רואה טעם בהטלת מס על הנפקה של נע"מ לא סחירים בשעה שהנפקה של נע"מ סחירים פטורה ממס, ולאור עמדתה כי יש לאפשר לשני השווקים להתפתח, היא ממליצה לתקן את חוק מס בולים ולבטל את מס הבולים החל על הנפקה של נע"מ שאינם סחירים.

ח. הרחבת חוג המשקיעים בנע"מ שאינם סחירים - חוק השקעות משותפות בנאמנות התשנ"ד-1994⁵ (להלן - "חוק השקעות משותפות בנאמנות") והתקנות שלפיו, אינם מאפשרים לקרנות הנאמנות להשקיע בנע"מ שאינם סחירים. הועדה ממליצה לתקן את תקנות השקעות משותפות (נכסים שמותר לקנות שהחזיק בקרן ושיעוריהם המירביים) התשנ"ה - 1994, ולאפשר, בתנאים מסוימים, גם לקרנות הנאמנות להשקיע בנע"מ לא סחירים.

ט. פיתוח מערכת למסחר בין משקיעים מוסדיים - בדומה להמלצתה בענין אג"ח לא סחירות בבורסה, ובמקביל לפיתוחו של שוק הנע"מ הסחירים, ממליצה הועדה לבורסה לפתח מערכת מסחר שתאפשר לגופים המוסדיים לסחור בינם לבין עצמם בנע"מ שאינם רשומים למסחר בבורסה.

1.3 איגרות חוב מגובות נכסים⁶

- א. הגילוי הנדרש בתשקיף - הועדה ממליצה כי תשקיף הצעה לציבור של אג"ח מגובות נכסים יכלול את הפרטים שגילויים נדרש על-פי דוח ועדת ברנע ובעיקר תיאור של האג"ח המונפקות ותנאיהן, וכן תיאור של הבטוחות המוצעות וגורמי הסיכון הכרוכים בהשקעה באג"ח. יחד עם זאת, ממליצה הועדה, כי תשקיף כאמור, שיתקיימו לגביו התנאים המפורטים בדוח זה, יהנה מהקלות המפורטות בדוח זה לגבי תיאור הנכסים המגבים את אגרות החוב והבטוחות הנוספות הקשורות בהנפקה.
- ב. חובת דירוג - נוכח מורכבותו של מכשיר פיננסי זה והחשיבות שרואה הועדה בקיומה של הפרדה ברורה בין הנכסים המגבים את האג"ח לבין יתר נכסיו של המנפיק או של התאגיד המחזיק או המנהל את הנכסים, סבורה הועדה, כי יש לחייב תאגיד המנפיק לציבור אג"ח מגובות נכסים לקבל דירוג מחברה מדרגת, וזאת כתנאי לתחולת ההקלות המוצעות בדרישות הגילוי הנוגעות לתשקיף ההצעה. הועדה ממליצה, כי תשקיף הנפקה לציבור, כאמור, יכלול גם פירוט של הדירוג שניתן לעסקה ושל עיקרי השיקולים למתן הדירוג, כפי שהובאו בדוח החברה המדרגת.
- ג. פטור ממס בולים - המלצותיה של הועדה לפטור הנפקות אג"ח מתשלום מס בולים חלות, מטבע הדברים, גם על אג"ח מגובות נכסים.
- ד. הקמת צוות מעקב – לאור המורכבות והדינמיות של מכשיר האג"ח מגובות הנכסים, ממליצה הועדה להקים צוות מעקב, שתפקידו לבחון את השימוש במכשיר לאורך זמן ולעדכן את המלצות הועדה בהתאם לניסיון שייצבר בישראל בהנפקות אג"ח מגובות נכסים.

⁶ להגדרת המכשיר הפיננסי ראה התייחסות מפורטת בפרק 5 לדוח הועדה.

2. מבוא

הרחבתם של מקורות המימון של תאגידים וגיוונם חשובים ביותר לשם חידוש וחיזוק הצמיחה במשק ולשם עידוד ושכלול שוק ההון, הסחיר והבלתי סחיר.

אם נכונים דברים אלו בימים כתיקונם, ב הרי שהם מקבלים משנה תוקף בעת הזו, שבה מצוקת האשראי הבנקאי (הנובעת, בין השאר, ממגבלות על מתן אשראי ללווה בודד או לקבוצת לוויים; מגבלות על אשראי לצדדים קשורים; דרישות בדבר יחס הון מזערי וכדומה) מקשה על תאגידים לגייס את האשראי הנחוץ למימון פעילותם השוטפת ולהרחבת עסקיהם.

הפתרון המתבקש הוא שימוש במקורות מימון חלופיים למקורות המצויים במערכת הבנקאית, כגון מימון מן הגופים המוסדיים ומן הציבור הרחב המשקיעים בשוק ההון. נוכח השינויים שחלו בהסדרי החקיקה החלים על השקעות המשקיעים המוסדיים הגדולים, ניתן לצפות, כי אלה יגבירו את פעילותם בשוק ההון ויחפשו אחר השקעות באג"ח ונע"מ נזילים. התפתחותם של שוקי אג"ח ונע"מ תביא להיווצרות מקור חלופי למימון הבנקאי וכתוצאה מכך תגבר התחרות בשוקי החוב ויושג שיפור בתהליך קביעת הריבית במשק.

בשנים האחרונות גברה בעולם המודעות להיותם של השווקים אלה מקור חלופי לגיוס חוב מהבנקים, במיוחד בתקופות בהן מצויה המערכת הבנקאית בקשיים אשר אינם מאפשרים לה לספק את צרכי ההון של המשק. שווקים אלה מקטינים את התלות של הסקטור העסקי בבנקים כמקור בלעדי להון, ומשמשים כבולמי זעזועים בתקופות כלכליות קשות. כמו כן, מנתונים השוואתיים שהוצגו בפני הועדה עולה, כי במדינות שבהן התוצר לנפש גבוה יותר, חלקו של הסקטור החוץ בנקאי במימון הפעילות העסקית גדול יותר.

בישראל, מאופיינים שוק הכספים וההון בדומיננטיות ובריכוזיות של הבנקים ועובדה זו בולטת במיוחד כאשר משווים את הנתונים בישראל לנתונים בעולם. מכאן, כי יצירת חלופות מימון לאשראי הבנקאי תחזק את התחרות בשוק הכספים וההון ותתרום להוזלת עלויות המימון של המגזר העסקי.

בשנים האחרונות מתקשים תאגידים לגייס הון באמצעות הנפקות של ניירות ערך הוניים (equity). שוקי אג"ח ונע"מ מפותחים צפויים ליצור חלופה למימון זה, וגם מטעם זה הם חשובים בהיותם ספק אשראי לסקטור העסקי, בעתות משבר כלכלי המשפיע על שוק ה-equity.

על רקע זה, מינו יו"ר רשות ניירות ערך והממונה על שוק ההון ועדה אד-הוק⁷, אשר נדרשה לבחון האם בהנפקות אג"ח יש מקום להחיל מתכונת גילוי שונה ממתכונת הגילוי התשקיפית המקובלת כיום בהצעה לציבור של מניות או של ניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה במניות, ואם כן - להציע מהם הפרטים שגילויים נדרש לשם גיוס חוב מן הציבור. כמו כן, נתבקשה הועדה לבחון האם יש מקום להבחין בין הפרטים שגילויים נדרש בתשקיף הצעת אג"ח לזמן ארוך (שמועד פדיונם עולה על שנה ממועד ההנפקה) לבין הפרטים שגילויים נדרש בתשקיף הצעת נע"מ (שמועד פדיונם אינו עולה על שנה ממועד ההנפקה).

הועדה בדקה ומצאה, כי במסגרת המשפטית והרגולטורית החלה בישראל ישנם חסמים אשר אינם מאפשרים לתאגידים לממן את פעילותם מתוך מקורות אשראי לבר-בנקאיים, כגון מקורות האשראי המצויים בשוק ההון ומהווים חלופה לאשראי הבנקאי. בהתאם לכך, הגיעה הועדה למסקנה, כי בלא רפורמה משמעותית, קרוב לוודאי ששוק האג"ח והנע"מ - העשויים לתרום תרומה משמעותית לשוק ההון ולמשק בכללותו - יוסיפו לקפוא על שמריהם.

להערכת הועדה, יצירת גישה נוחה יותר עבור תאגידים, למקורות המימון החלופיים לגיוס חוב בנקאי, תעודד את הפעילות בשוק ההון ותביא להעמקתו ולחיזוקו.

על יסוד האמור לעיל, שמה לה הועדה למטרה להגביר את נגישות שוק ההון (הסחיר והלא-סחיר) לתאגידים, תוך יצירת חלופה מעשית לאשראי הבנקאי. לדעת הועדה, נגישות זו תגבר ככל שיוסרו החסמים (בתחום הדיווח, המיסוי, האגרות וכיו"ב) המונעים או מכבידים באופן משמעותי על הגישה לשוק ההון. יחד עם זאת, הגברת נגישותו של השוק צריכה להיעשות מבלי לפגוע בעניינם של המשקיעים בשוק ההון.

נקודת המוצא העיקרית שהנחתה את הועדה בדיוניה בנושא דרישות הגילוי, הינה דוח ועדת ברנע, אשר אומץ על ידי רשות ניירות ערך ובו המלצות בדבר הפרטים שיש לכלול בתשקיף הצעה של ניירות ערך (דוח ברנע אינו מבחין לעניין זה בין סוגים שונים של ניירות ערך). ועדה זו "עומדת על כתפיה" של ועדת ברנע ומקווה כי המלצותיה תיושמה בקרוב ותהווה תשתית ליישום המלצות ועדה זו.

הצלחתה של ועדה זו תושג, אם בעקבות יישום המלצותיה יתפתחו בארץ שוקי אג"ח ונע"מ משוכללים, נזילים וגדולים בהיקפם, כפי שהם קיימים במדינות מפותחות.

הועדה קיימה דיונים ושיבות, במסגרתם שמעה מומחים ופעילים במשק והובאו בפניה מסמכים מקצועיים בנושאי עבודתה.

⁷ כתב מינוי הועדה מצורף בנספח א' לדוח הועדה.

דוח הועדה כולל התייחסות נפרדת לאג"ח, לנע"מ ולאג"ח מגובות נכסים, ולגבי כל אחד מהם פירטה הועדה את ממצאיה באשר לחסמים העיקריים המונעים או מעכבים את התפתחותו של השוק (הסחיר והבלתי סחיר); כן המליצה הועדה על דרכי הטיפול בחסמים האמורים. פרק 3 מתייחס להנפקה של אג"ח; פרק 4 מתייחס להנפקה של נע"מ; פרק 5 מתייחס להנפקה של אג"ח מגובות נכסים; ופרק 6 דן בסוגיית דירוג החוב המונפק והסדרת פעילותן של חברות מדרגות בישראל.

אל דוח הועדה מצורפים מספר נספחים, ביניהם פירוטים והבהרות לסוגיות שונות שנדונו בדוח והצעות לתיקוני חקיקה ותקינה הדרושים ליישום המלצות הועדה.

בראשות הועדה עמד עו"ד ראובן בכר והשתתפו בה רו"ח נפתלי פריד, רו"ח דורון שורר, מר ניסים כהן, עו"ד יהודה שחרור, עו"ד לייזה חיימוביץ ועו"ד טל אבן-זהב. עו"ד מרים אילני ממשרד המשפטים ומר מיקי קהן מבנק ישראל שימשו כמשקיפים בועדה. רו"ח אריאל שטרית ריכז את עבודת הועדה, הגברת בתיה פילו שימשה כעוזרת מחקר של הועדה, והגברת נירה כהן שימשה כמזכירת הועדה. הועדה מוצאת לראוי להודות לגורמים שתרמו לעבודתה ובמיוחד למומחים ולפעילים בשוק ההון שהופיעו בפניה⁸, וכן לעו"ד מיכל בקר מרשות ניירות ערך שסייעה בניסוחם של תיקוני החקיקה המוצעים בידי הועדה ביחד עם עו"ד מרב שיבק ממשרד פישר, בכר, חן ושות', שאף סייעה בעריכתו של הדוח.

⁸ ביניהם: נציגי חברות מדווחות, חתמים, בתי השקעות, עורכי דין, חברה לדירוג והבורסה.

3. איגרות חוב

3.1 ניירות הערך בהם עוסק פרק זה

פרק זה עוסק בהמלצות הועדה הנוגעות להצעה לציבור של אג"ח לזמן ארוך, דהיינו אג"ח שמועד פדיון עולה על שנה ממועד הנפקתן ושאינן ניתנות להמרה ומהוות, לפיכך, התחייבות פיננסית טהורה. ברובו, עוסק הפרק באג"ח סחירות, ואולם נוכח החשיבות שרואה הועדה בהתפתחותו של שוק אג"ח בלתי סחיר, לצד השוק הסחיר, מצאה הועדה לנכון להתייחס, בנקודות מסוימות, גם לאג"ח בלתי סחירות. פרק זה אינו עוסק באג"ח מגובות נכסים ("Structured Bonds", או "Asset Backed Securities"), אשר יידונו, בנפרד, בפרק 5 לדוח הועדה.

3.2 הגילוי בתשקיף

ועדת ברנע המליצה על פרטים שיש לכלול בתשקיפי הצעת ניירות ערך לציבור, מבלי להבחין לעניין זה, בין סוגים שונים של ניירות ערך. במסגרת דיוניה בחנה הועדה את השאלה האם, לענין הפרטים שיש לכלול בתשקיף, נכון יהיה להבחין בין תשקיפי אג"ח לבין תשקיפים על-פיהם מונפקים מניות או מכשירים הוניים אחרים, ובהתאם לכך, האם יש מקום לעדכן את המלצות ועדת ברנע בנושא האמור.

לדעת הועדה, אין ספק כי האינטרסים הכלכליים של מחזיקי אג"ח בתאגיד שונים, במרבית המקרים, מאלו של בעלי המניות בתאגיד. יחד עם זאת, סבורה הועדה, כי אין מתחייבת מכך מסקנה, כי המידע הרלבנטי לצורך קבלת החלטת השקעה באג"ח שונה מהותית מהמידע הרלבנטי לצורך קבלת החלטת השקעה במניות. בשני המקרים מדובר, בדרך כלל, בניירות ערך ארוכי טווח, אשר החלטת ההשקעה בהם מתבצעת, בין היתר, על בסיס הערכות ותחזיות לגבי תזרימי המזומנים העתידיים של התאגיד בטווח הבינוני והארוך. בעלי האג"ח מבקשים להבטיח, כי תזרימי המזומנים שהתאגיד יפיק מפעילותו יספיקו, בנוסף לכיסוי שאר צרכי התאגיד, גם לפירעון הקרן והריבית, במועד, ואילו בעלי המניות מבקשים להבטיח את תרומתם הפוטנציאלית של תזרימי המזומנים העתידיים לתשלום דיבידנדים ו/או להגדלת שווי התאגיד.

הועדה בדעה, כי המידע שנועד להכלל בתשקיף, על-פי המלצות ועדת ברנע, מספק תשתית נאותה המאפשרת הערכת יכולתו של התאגיד המנפיק להפיק תזרימי מזומנים בעתיד ולהערכת איכותם והתנהגותם הבסיסית של תזרימים אלה. לדעת הועדה תשתית מידע זו רלבנטית במידה דומה הן עבור בעלי המניות והן עבור בעלי האג"ח.

לאור האמור לעיל, סבורה הועדה, כי תשקיף הצעה של אג"ח צריך שייערך במתכונת התשקיפית שנקבעה בהמלצות ועדת ברנע, כדלקמן:

א. תשקיף הצעה ראשונה לציבור (IPO) - תאגיד שאינו תאגיד מדווח, כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, המנפיק לציבור לראשונה ניירות ערך (IPO) שהם אג"ח, יעשה כן באמצעות פרסום תשקיף במתכונת מלאה בהתאם להוראות הנגזרות מהמלצות ועדת ברנע.

ב. תשקיף חוזר (תשקיף שאינו הצעה ראשונה לציבור) - תאגיד מדווח, כאמור, המנפיק אג"ח לציבור, יעשה כן בדרך של פרסום תשקיף על-פי המלצות ועדת ברנע הקובעות, בין היתר, כי כל עוד מתקיימים לגבי התאגיד תנאים מסוימים, הוא רשאי לכלול בתשקיף מידע על דרך הפניה לדוחות השוטפים שפרסם בעבר. למעשה, תאגיד העומד במלוא דרישות הדיווח המוטלות עליו במהלך העסקים השוטף, לא ידרש לכלול בתשקיף פרקים שלמים כגון: תיאור עסקי התאגיד, הסברי הדירקטוריון ודוחות כספיים, ובכך תופחתנה באופן משמעותי העלויות הכרוכות בהכנת התשקיף.

התוצאה תהיה כי תשקיף הנפקת אג"ח, במתכונת האמורה, יהיה מסמך קצר הכולל, בעיקר, את פרטי ההצעה ותנאי האג"ח המונפקות.

הועדה סבורה, כי המתכונת שנקבעה על-ידי ועדת ברנע לעריכת תשקיפים חוזרים היא פשוטה ומקלה די הצורך, וכי אין מקום ליתן הקלות נוספות. זאת בייחוד לאור השקפת הועדה, כי המידע הדרוש לקבלת החלטת השקעה באג"ח לטווח ארוך אינו שונה באופן מהותי מהמידע הדרוש לקבלת החלטת השקעה במניות.

ג. נושאים שיש ליתן להם דגש בתשקיפי אג"ח - למרות האמור לעיל, קיימים שני נושאים הראויים להדגשה מיוחדת בתשקיף הנפקת אג"ח (הן תשקיף IPO והן תשקיף חוזר), כלהלן:

(1) תיאור תנאי האג"ח – בפרק תיאור ניירות הערך המוצעים יש לפרט בהרחבה את תנאי האג"ח המונפקות, לרבות הבטוחות והשעבודים הנלווים לאג"ח.

(2) דירוג האג"ח⁹ - אמנם, הועדה בדעה כי אין צורך לחייב תאגיד המנפיק אג"ח לקבל מחברה מדרגת דירוג של האג"ח המונפקות (או של התאגיד), ואולם, הועדה מציעה כי תאגיד שקיבל דירוג לאג"ח מחברה מדרגת, יידרש לפרסם בתשקיף את הדירוג שנקבע לאג"ח, את המועד אליו הוא מתייחס, וכן את עיקרי הנימוקים וההסברים של החברה המדרגת לדירוג. כמו כן, סבורה הועדה, כי מעת שהתאגיד קיבל דירוג לאג"ח שהוא מנפיק, ראוי כי יתאר בתשקיף אם הדירוג ימשיך להתעדכן ולהתפרסם לאורך תקופת חיי האג"ח, וכל כמה זמן ייעשה עדכון כאמור. הועדה מציעה כי בכל עת שינתן על-ידי התאגיד, או מי מטעמו, פרסום לדירוג, יצוין המועד בו הוא נקבע.

3.3 בעיית שערך שווי אגרות החוב בדוחות הכספיים של משקיעים מוסדיים

מומחים רבים אשר פרשו דבריהם בפני הועדה טענו כי אחד המכשולים העיקריים המונעים את התרחבותו של שוק האג"ח הסחירות, הינו הדרישה כי קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח, הנמנים על הגופים הפיננסיים הגדולים והחשובים בשוק ההון, יציגו את שווי השקעותיהן באג"ח סחירות - בערכי שוק. על-פי תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964¹⁰, ותקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (פרטי דין וחשבון), התשנ"ח-1998¹¹, נדרשים המשקיעים המוסדיים האמורים לשערך את השקעותיהם באג"ח סחירות בהתאם לערכי שוק, בעוד שאת השקעותיהם באג"ח לא סחירות הם נדרשים לשערך על בסיס עלות מתואמת. חוסר סימטריה זה ביחס לאופן השערך של שווי השקעות הגופים המוסדיים באג"ח, מוליד חוסר סימטריה מקביל בהחלטות ההשקעה של אותם משקיעים מוסדיים. משקיעים אלה מעדיפים להשקיע את כספי העמיתים והמבוטחים באג"ח שאינן סחירות, כיוון שתשואת נכסים אלו (בשיטת השערך הקיימת) יציבה ותורמת לציבות התשואה המדווחת בדוחות הכספיים. בכך נוצר עיוות חריף בשיקולי ההשקעה של גופים אלה, שכן החלטות השקעה מתקבלות על בסיס שיקולים נוספים שאינם בהכרח כלכליים. עיוות זה מקשה על מימוש פוטנציאל הצמיחה של שוק האג"ח הסחירות שכן הריבית על אג"ח שאינן סחירות נמוכה או זהה לריבית על אג"ח דומות וסחירות. למעשה, במקום שתהיה פרמיה על סחירות נכס, נמצא כי בדרך כלל קיימת פרמיה על אי סחירות נכס והעדפתם הנגלית של משקיעים אלה הפוכה מזו המקובלת במדינות מפותחות בעולם.

⁹ ראה התייחסות כללית לסוגיית דירוג החוב המונפק בפרק 6 לדוח הועדה.

¹⁰ ק"ת התשכ"ד, 1302.

¹¹ ק"ת התשנ"ח, 438.

הועדה סבורה, כי עיוות זה חייב להיפתר בהקדם האפשרי. המשקיעים המוסדיים הינם המנוף העיקרי להקמת שוק גדול ופעיל לאג"ח סחירות. בימים אלה יוזם הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון הסדרים חדשים אשר יחייבו את המשקיעים המוסדיים, כאמור, לשערך את השקעותיהם גם באג"ח שאינן סחירות, כך שאלה תוצגנה לפי שוויין ההוגן. מבלי להיכנס לעומקה ולמשמעותה הכלכלית של יוזמה זו (המצויה מחוץ למנדט שניתן לוועדה), סבורה הועדה, כי יש בה כדי לצמצם משמעותית את העיוות שנוצר ביחס להחלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים ולהפחית משמעותית את המצבים בהם השקעות לא סחירות תועדפנה על-פני השקעות סחירות כתוצאה משיקולים חשבונאיים. הועדה מברכת, אפוא, יוזמה זו וממליצה לקדם אותה במהירות האפשרית.

3.4 מס בולים

חוק מס בולים מחיל מס בולים, בין היתר, גם על הנפקה של אג"ח לציבור. סעיף 4 לחוק מס בולים מגדיר את המסמכים הפטורים מתשלום המס, אך אינו פוטר הנפקה או העברה של אג"ח סחירות.

במטרה לעודד את צמיחת שוק האג"ח הסחירות, רואה הועדה חשיבות בקביעת פטור ממס בולים שיחול על אג"ח סחירות, לרבות על שלבי הנפקתן, העברתן ועל השעבודים הנלווים להן ושטרי הנאמנות הנחתמים בקשר עם ביצוע הנפקה. מס הבולים על אג"ח הינו אחד החסמים העיקריים להנפקות אג"ח, ועל כן פטור ממס הבולים יפחית משמעותית את עלויות הנפקת האג"ח, יעודד את שוק האג"ח ויתרום לצמיחת המשק. לדעת הועדה, הקיטון בהכנסות המדינה ממס בולים, שינבע ממתן פטור כאמור, עשוי להתקזז עם הגידול הצפוי בהכנסות המדינה ממס רווחי הון שישלמו המשקיעים וממס הכנסה שישלמו התאגידיים אשר פעילותם הכלכלית תתגבר עם מציאת מקורות המימון החדשים.

3.5 חובת דירוג

למרות היתרונות הגלומים בהטלת חובת דירוג (כמפורט בסעיף 4.7 להלן), סבורה הועדה, כי אין מקום לחייב תאגיד המבקש להנפיק אג"ח לקבל דירוג להנפקה (או לתאגיד) (אך ראה התייחסות נפרדת בפרק 5 לעניין דירוג חוב בהנפקות של אג"ח מגובות נכסים). על אף האמור, מבקשת הועדה לציין, כי היא רואה בחיוב קבלת דירוג ומבקשת לעודד את השימוש במכשיר זה, המשמש כלי עזר בידי המשקיעים לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת.

יחד עם זאת, הועדה סבורה, כי יש מקום לעגן בתקנות את הפרקטיקה ולפיה תאגיד, אשר קיבל דירוג להנפקת אג"ח, יפרט בתשקיף את הדירוג שנקבע (להנפקה או לתאגיד) וכן את עיקרי הנימוקים וההסברים של החברה המדרגת לדירוג שקבעה.

3.6 פיתוח מערכת מסחר בין משקיעים מוסדיים

במקביל לפיתוח שוק אג"ח ונע"מ סחירים, ממליצה הועדה לאפשר למשקיעים מוסדיים לסחור ביניהם גם באג"ח ונע"מ לא סחירים, וזאת על מנת לשפר את האטרקטיביות של אפיק זה. לשם כך, מציעה הועדה לבורסה לפתח מודל שיאפשר מסחר בין גופים מוסדיים, זאת בדומה למערכת המסחר הקיימת כיום בארה"ב, המאפשרת מסחר בניירות ערך לא סחירים, שהונפקו בהנפקות פרטיות למשקיעים מוסדיים (על-פי Rule 144A). הסליקה של המסחר באג"ח ונע"מ יכולה אף היא להתבצע במסלוקת הבורסה הסולקת כבר היום ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה (נש"ר).

4. ניירות ערך מסחריים

4.1 ניירות הערך בהם עוסק פרק זה

פרק זה עוסק בהמלצות הועדה הנוגעות להצעה לציבור של נע"מ סחירים ושאינם סחירים, שאינם ניתנים להמרה.

סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר נע"מ כדלקמן:

"ניירות ערך הנסחרים בבורסה ושהונפקו בידי חברה על-פי תשקיף, שהם התחייבות החברה לשלם למחזיק, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההנפקה ואינו מאוחר משנה מיום ההנפקה, סכום התחייבות, וסכום זה אינו צמוד למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין".

מבחינה כלכלית, נע"מ הינם אג"ח לא צמודות, שמועד פרעונם אינו עולה על שנה ממועד הנפקתם. כפי שנמסר לועדה, הוגדרו נע"מ בנפרד מהגדרת תעודת התחייבות בסעיף 35 לחוק ניירות ערך, בין היתר על מנת שהצעתם לא תהיה כרוכה במינוי נאמן לטובת בעלי הנע"מ.

נכון למועד כתיבת דוח זה, לא בוצעה בישראל אף לא הנפקה אחת של נע"מ לציבור, וזאת על אף שהנושא מוסדר בחוק מזה כשלוש שנים וכן על אף שביחס לתשקיפי הצעה של נע"מ נקבעו הקלות מסוימות בדרישות הגילוי. גורמים שהופיעו בפני הועדה העידו, כי תאגידי מעוניינים להציע לציבור נע"מ, אלא שלטענת אותם גורמים החסמים הקיימים לביצוען של הצעות, כאמור, כה גבוהים, עד כי אין הן כדאיות מבחינה כלכלית. הועדה איתרה את החסמים העיקריים לביצוע הצעות לציבור של נע"מ והדיון בחסמים אלה, ביחד עם המלצות הועדה להסרתם, מפורטים בפרק זה.

כאמור, עוסק פרק זה גם בהמלצות הועדה באשר לנע"מ לא סחירים. עד למועד דוח זה, כל הנפקות הנע"מ שנעשו בישראל היו הנפקות פרטיות של נע"מ לא סחירים, שהופנו, בעיקר, למשקיעים מוסדיים (הנפקות פרטיות הינן הנפקות שאינן לציבור).

מן הנתונים שהובאו בפני הועדה לגבי הנפקות אלה, עולה כי משנת 1999 בוצעו בישראל הנפקות פרטיות כאמור, בהיקפים שנעו מ-30 עד 450 מיליוני ש"ח לכל הצעה. חלק גדול מן התאגידי שהנפיקו נע"מ לא סחירים היו תאגידי ציבוריים גדולים המדווחים כבר על פי חוק ניירות ערך ומרביתם היו מדורגים, אם כי רק לכשליש מהם ניתן דירוג מיוחד עבור ההנפקה של הנע"מ (דירוג לזמן קצר).

גורמים שהופיעו בפני הועדה העידו על כך שהמגזר העסקי מגלה ענין רב בהנפקות נוספות של נע"מ לא סחירים בישראל ואולם ישנם חסמים משמעותיים המקשים או מכבידים על הנפקות אלה. הועדה סבורה, כי בד בבד עם הרצון לפתח שוק סחיר לנע"מ, מן הראוי לעודד גם את צמיחתו של שוק הנפקות הנע"מ הלא סחירים ולאפשר גיוון ויצירה של מקורות הון חלופיים רבים ככל הניתן. הועדה איתרה את החסמים העיקריים להנפקות של נע"מ לא סחירים, והמלצות הועדה בכל הנוגע אליהם מפורטות אף הן בפרק זה.

4.2 תיקון הגדרה

הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים" בחוק ניירות ערך כוללת, לדעת הועדה, תנאים המגבילים את התרחבות השימוש במכשיר פיננסי זה ללא הצדקה.

הגדרת נע"מ שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך קובעת כי נע"מ הנם ניירות ערך שנרשמו למסחר. הועדה סבורה, כי אין הצדקה לדרישת הסחירות המיוחדת אך ורק להגדרת נע"מ, ואשר אינה קשורה במאפייני נייר הערך עצמו, ועל כן היא ממליצה לבטל דרישה זו.

עוד קובעת ההגדרה, כי נע"מ הנם התחייבות שסכומה "אינו צמוד למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין". דרישה זו בעייתית משני טעמים: ראשית, משום שאיסור ההצמדה מהווה התערבות בלתי רצויה של המחוקק במהלך העסקים ובאופן התהוות מכשירים פיננסיים בשוק; ושנית, הואיל והניסיון מעיד על כך שבהנפקות פרטיות של נע"מ הוצמדה ההתחייבות האמורה למדדים או לשערים מסוימים (של ניירות ערך או של מטבעות). הועדה סבורה, כי יש להתיר למנפיקים חופש בקביעת נוסחת הריבית על הנע"מ, וכן סבורה היא, כי הצמדת הנוסחה לפרמטר כגון מדד או שער חליפין עשויה להקל על המנפיק ואין בה כדי לפגוע במשקיעים (מה גם שיש לה ביקוש בהצעות פרטיות של נע"מ). לאור זאת, ממליצה הועדה למחוק את הסיפא בהגדרת נע"מ שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך, כך שניתן יהיה להצמיד את סכום ההתחייבות בגין הנע"מ המונפק.

4.3 "תשקיף מדף"

סעיף 24(ב) לחוק ניירות ערך קובע כי הרשות רשאית להאריך את התקופה להגשת הזמנות לתשקיף נע"מ עד לשנה. מהוראת סעיף זה ומהוראת תקנה 672(6) לתקנות ניירות ערך (פרטי תשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969¹² (להלן - "תקנות פרטי תשקיף") - הקובעת, כי אם בכוונת המנפיק להציע במועד מאוחר יותר חלקים נוספים בסדרה המוצעת על פי התשקיף, יצוין הדבר בתשקיף - עולה כי תשקיף נע"מ הינו "תשקיף

ק"ת התשכ"ט 1794.

12

מדף" הפתוח לתקופה מירבית של שנה. במילים אחרות, מציע יכול להציע במהלך שנה מיום פרסומו של "תשקיף מדף" נע"מ שמועד פדיונם לא יעלה על שנה מיום הנפקתם, כך שמועד הפדיון האחרון האפשרי של נע"מ שהונפקו על פי אותו "תשקיף מדף" הינו שנתיים מיום פרסום התשקיף.

נוכח חשיבות הנושא, סבורה הועדה, כי נכון יהיה להסדיר את התנאים לפרסום תשקיף "מדף" בחקיקה הראשית (חוק ניירות ערך) לרבות בדרך של הסמכה לקביעת הוראות בתקנות, באופן שיאפשר להציע ולהנפיק על-פי "תשקיף מדף" אחד מספר סדרות של נע"מ בריבית שונה (וראה גם להלן).

4.4 הגילוי בתשקיף

הועדה בחנה האם יש מקום לשנות או לעדכן את דרישות הגילוי לגבי תשקיפי נע"מ, כפי שהן באות לידי ביטוי בפרק י"ב לתקנות פרטי תשקיף. להלן עיקרי דרישות הגילוי הקיימות:

- (1) תיאור ניירות הערך המוצעים ותנאיהם (ריבית, מועדי פדיון, ערבויות, שעבודים).
- (2) פירוט ההון העצמי של המנפיק וסדרות האג"ח שהונפקו על-ידו בעבר (המצויות עדיין במחזור).
- (3) תיאור התקשרויות לרכישת הנע"מ המוצעים בתשקיף.
- (4) פרטים לגבי אופן הזמנת הנע"מ ודרך הצעתם לציבור.
- (5) תיאור הסכמי החיתום, אם ההנפקה מובטחת בחיתום.
- (6) פירוט המחזיקים במניות המנפיק.
- (7) פירוט ייעוד התמורה.
- (8) תיאור עסקי המנפיק בשנתיים האחרונות (להבדיל מתשקיפים שאינם תשקיפי נע"מ בהם נדרש תיאור עסקי המנפיק בחמש השנים האחרונות) והסברי הדירקטוריון לדוחות הכספיים.
- (9) פירוט הדירקטורים ונושאי המשרה הבכירה במנפיק.
- (10) פרטים לגבי חברות בנות וחברות קשורות של המנפיק.
- (11) תיאור עסקאות עם בעלי עניין.
- (12) צירוף דוחות כספיים וחוות-דעת המבקרים. תאגיד מדווח, כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, יכול לכלול פרטים אלה על דרך ההפניה.
- (13) חוות דעת עו"ד.
- (14) פירוט עלויות ההנפקה, הסכמים מהותיים, שעבודים וערבויות.

בחינת הדרישות האמורות מעלה, כי בעת שנקבעו הדרישות בתקנה 72 לתקנות פרטי תשקיף ניתנו לתשקיפי נע"מ שתי הקלות עיקריות:

(1) הדרישה לתיאור עסקי המנפיק צומצמה לשנתיים שקדמו להנפקה, וזאת במקום הדרישה הקיימת לגבי יתר התשקיפים לכלול תיאור של עסקי המנפיק בחמש השנים שקדמו להנפקה.

(2) כאשר מדובר בתאגיד מדווח, כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, ניתנה לתאגיד אפשרות לכלול את הדוחות הכספיים ואת חוות דעת המבקרים על דרך ההפניה לדוחות הכספיים המפורסמים בציבור.

הועדה סבורה, כי יש מקום ליתן הקלות נוספות בדרישות הגילוי בתשקיף נע"מ. יחד עם זאת, סבורה הועדה, כי קיימים מספר נושאים שיש להדגיש במסגרת התשקיף ועל כן היא ממליצה לערוך מספר שינויים בדרישות הגילוי, כמפורט להלן:

א. דרישות הגילוי בתשקיף של תאגיד מדווח - הועדה בדעה, כי בתשקיף הצעת נע"מ של תאגיד מדווח יש לכלול את הפרטים הבאים:

(1) תיאור ניירות הערך המוצעים ותנאיהם (הריבית או הנוסחה לקביעת שער הריבית, מועדי פדיון, ערבויות, בטוחות ושעבודים) - ראה הרחבה בנושא זה בסעיף ג' להלן.

(2) פירוט ההון העצמי של המנפיק, סדרות האג"ח שהונפקו על-ידו בעבר (המצויות עדיין במחזור) ותנאיהן, וכן מצבת החובות הקיימים לתאריך התשקיף.

(3) תיאור התקשרויות לרכישת הנע"מ המוצעים בתשקיף, אם קיימות.

(4) פרטים לגבי אופן הזמנת הנע"מ ודרך הצעתם לציבור.

(5) תיאור הסכמי החיתום, אם ההנפקה מובטחת בחיתום.

(6) פירוט התמורה הצפויה מההנפקה, עלויות ההנפקה וייעוד התמורה.

(7) תיאור המקורות מהם מתעתד המנפיק לפרוע את הנע"מ המונפקים והסיכונים הכרוכים בהם - ראה הרחבה בנושא זה בסעיף ד' להלן.

(8) חוות דעת עו"ד המציינת כי הנע"מ מונפקים כדין (בהתאם להמלצות ועדת ברנע בענין חוות דעת עו"ד בתשקיף).

(9) פרטים אודות חוות דעת החברה המדרגת ושיקולי הדירוג, אם ניתנה חוות דעת כאמור.

הועדה סבורה, כי בתשקיף הצעת נע"מ של תאגיד מדווח אין צורך לכלול מידע על דרך ההפניה, וזאת לאור משך החיים הקצר של הנע"מ. לפיכך, עתיד תשקיף נע"מ של תאגיד מדווח להפוך למסמך קצר ביותר, שעיקרו תיאור הנע"מ המונפקים ותנאיהם ותאור מקורות הפירעון העומדים לרשות התאגיד.

על אף האמור, ממליצה הועדה, כי רק תאגיד אשר מילא את חובות הדיווח החלות עליו מכח חוק ניירות ערך והתקנות שהותקנו לפיו, לרבות חובות הדיווח לפי פרק ה' לחוק העוסקות ב"רישום כפול" של תאגידים, יוכל להנות ממתכונת הגילוי המקלה. הועדה סבורה, כי לגבי תאגיד שלא עמד בחובות הדיווח על-פי חוק ניירות ערך (לדוגמא, אם לא הוגשו דוחות כספיים שלו), תהיה הרשות רשאית לדרוש את השלמת הדיווח או תיקונו, כתנאי למתן היתר לתשקיף במתכונת המקלה. לחילופין, במקרה כאמור, יוכל התאגיד המנפיק להגיש תשקיף במתכונת מלאה כנדרש מתאגיד שאינו תאגיד מדווח.

ב. דרישות הגילוי בתשקיף של תאגיד שאינו תאגיד מדווח - תאגיד המנפיק לראשונה ניירות ערך לציבור מסוג נע"מ, לא יוכל ליהנות מההקלות המוצעות לגבי תשקיף נע"מ של תאגיד מדווח, וזאת מן הטעם שאין בידי הציבור מידע אודות אותו תאגיד. הועדה ממליצה, אפוא, כי תאגיד שאינו תאגיד מדווח יחויב בפרסום תשקיף במתכונת מלאה. עם זאת, לדעת הועדה, הסבירות לקיומן של הנפקות נע"מ במסגרת IPO היא נמוכה.

ג. תנאי הנע"מ - כיוון שתשקיף נע"מ יכול שיהיה "תשקיף מדף" שעל פיו ניתן להנפיק במשך שנה, ממליצה הועדה שלא לחייב את המנפיק לקבוע מראש את שער הריבית על פיו יוצעו כל הנע"מ במהלך תקופת התשקיף. יש להסתפק בכך שהמנפיק יפרט את מנגנון קביעת שיעורי הריבית (לדוגמא: ליבור + % X) ויצוין את שער הריבית הרלבנטי למועד ההנפקה¹³. בכל מועד מאוחר יותר שבו יבקש המנפיק להקצות נע"מ נוספים על פי אותו תשקיף, יהיה עליו לדווח בדוח מיידי את הפרטים הבאים: היקף ההקצאה העומדת להתבצע; אופן הגשת ההזמנות; שער הריבית הרלבנטי לאותה הקצאה (המחושב על בסיס המנגנון שנקבע בתשקיף); מועד ביצוע ההקצאה; מועד הפדיון של הנע"מ המוצעים, ובמידה שחל שינוי – תיאור מקורות הפירעון והסיכונים המיוחדים אליהם.

ד. תיאור מקורות הפירעון - נע"מ, על פי טבעם, הינם ניירות ערך הנפרעים בטווח הקצר משנה. לאור זאת, סבורה הועדה, כי על המנפיק להתייחס במפורש למקורות הספציפיים או הכלליים שישמשו אותו לפירעון סדרת הנע"מ כולה. כמו כן, סבורה הועדה כי על המנפיק להתייחס לסיכונים ולחשיפות העלולים להעמיד בספק את הפירעון המלא של הנע"מ. במידה וחלים שינויים מהותיים

¹³ כאמור, הועדה ממליצה לתקן את חוק ניירות ערך ואת תקנות פרטי תשקיף, כך שיאפשרו ביצוע הקצאות של נע"מ על-פי "תשקיף המדף" באופן האמור. ראה גם נספח ג' לדוח לגבי תיקוני החקיקה הנדרשים בעקבות המלצות הועדה.

במקורות הפירעון של הנע"מ או בסיכונים המיוחדים להם, יש לדרוש מן המנפיק לפרסם תיקון לתשקיף הנע"מ "הפתוח" ("תשקיף המדף").

4.5 קבלת היתר בהליך מהיר

מעצם טבעה, נדרשת הנפקת נע"מ להיעשות במהירות רבה. הועדה ממליצה כי רשות ניירות ערך תקבע נהלי בדיקה לתשקיף נע"מ, כך שתהליך מתן ההיתר לתשקיף יתקצר ככל הניתן (הועדה ממליצה כי תהליך זה לא יתמשך מעבר לשלושה ימי עבודה לאחר יום הגשת התשקיף).

4.6 הפחתה או ביטול של אגרות תשקיף

הנפקות נע"מ מאופיינות במרווחים נמוכים מאוד בין הריבית המוצעת לריבית הבנקאית הנוהגת לגבי אותו מנפיק. עובדה זו הופכת את עלויות ההנפקה למשתנה קריטי בחישוב כדאיותה הכלכלית של ההנפקה. עלויות הנפקה, גם אם באופן אבסולוטי אינן גבוהות, עלולות להכשיל את ההנפקה כולה, כיוון שהן מפחיתות באופן משמעותי את מרווחי הריבית הנמוכים ממילא¹⁴.

עלויות הנפקת נע"מ מהוות חסם משמעותי המונע היווצרות שוק סחיר לנע"מ. לאור זאת, סבורה הועדה כי חשוב להפחית, עד כמה שניתן, את עלויות ההנפקה. הועדה ממליצה אפוא, לבטל (או להפחית באופן משמעותי) את האגרות שמנפיק נע"מ נדרש לשלם לרשות ניירות ערך ולבורסה בקשר עם הצעה לציבור של נע"מ. הואיל ובהעדר הנפקות לציבור של נע"מ, ממילא לא נהנו רשות ניירות ערך והבורסה מהכנסות מאגרות אלה, סבורה הועדה כי ביטולן אינו צפוי לגרום נזק למי מהן. בעתיד, אם וכאשר יתפתח שוק פעיל ונזיל לנע"מ סחירים, ניתן יהיה לשקול מחדש את נושא האגרות.

4.7 חובת דירוג

הניסיון שנצבר עד כה בישראל בהנפקות פרטיות של נע"מ לא סחירים מלמד, כי חלק משמעותי מן ההנפקות לווה בדירוג חוב של חברה מדרגת. דירוג הנפקה של נע"מ אמור לבחון את איתנותו הפיננסית של המנפיק לטווח הקצר ואת יכולתו לפרוע את הנע"מ.

הועדה שקלה האם להמליץ לחייב מנפיק לקבל דירוג לנע"מ שבכוונתו להנפיק, ולענין זה ראתה הועדה לנגד עיניה שלושה יתרונות עיקריים בהטלת חובה, כאמור:

¹⁴ ראה נספח ב' לדוח הועדה, לעניין נטל המס ואגרות בהנפקות ניירות ערך מסחריים.

- (1) ליווי ההנפקה בחו"ד מקצועית חיצונית ובלתי תלויה באשר ליכולת הפרעון של הנע"מ.
- (2) היווצרות מכנה משותף בין ההנפקות, אשר יאפשר להשוות בין יכולת הפירעון של מנפיקים שונים. יצירת שפת השוואה משותפת עשויה לתרום להעמקתו ולשכלולו של השוק.
- (3) תתאפשר כניסה לשוק החוב של משקיעים מוסדיים, אשר מכוח הוראות הדין החלות עליהן או מכוח מדיניות ההשקעות שלהם משקיעים רק בהנפקות חוב מדורגות.

אל מול יתרונות ברורים אלה, עומד החיסרון העיקרי שבהטלת חובת דירוג והוא ייקור עלויות ההנפקה. כפי שנאמר בסעיף 4.6 לעיל, עלויות ההנפקה מהוות משתנה קריטי בקביעת כדאיותה הכלכלית. קביעת חובת דירוג תאלץ את התאגיד לבחור בין העלאת סכום ההנפקה, לעיתים מעבר לסכום הרצוי לו, לבין ביטול ההנפקה וגיוס הון באפיקים אחרים.

למרות היתרונות הגלומים בהטלתה של חובת דירוג, הועדה בדעה, כי הדרך הטובה ביותר להביא לצמיחתו של שוק הנע"מ הסחירים, יש מאין, הינה בדרך של הסרת חסמים קריטיים ולא על-ידי יצירתם. על כן, בשלב ראשון, עד אשר יקום בישראל שוק פעיל לנע"מ סחירים וייצבר ניסיון בשוק כאמור, ממליצה הועדה שלא לחייב מנפיקים לקבל דירוג חוב לנע"מ המונפקים, כשבעתיד ראוי יהיה לשקול נושא זה מחדש, לאור הניסיון שייצבר בהנפקות לציבור של נע"מ ובשים לב למידת התחרות הצפויה להתפתח בשוק החברות מדרגות החוב. על אף האמור, הועדה מבקשת לציין, כי היא רואה בחיוב קבלת דירוג ומבקשת לעודד את השימוש במכשיר זה המשמש כלי עזר בידי המשקיעים לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת.

יחד עם זאת, סבורה הועדה, כי יש מקום לחייב תאגיד אשר קיבל דירוג להנפקת נע"מ לפרט בתשקיף את הדירוג שנקבע (להנפקה או לתאגיד) וכן את עיקרי הנימוקים של החברה המדרגת לדירוג שקבעה (בדומה לפרקטיקה הנהוגה בתשקיפי אג"ח של תאגידים, אשר גם אותה ממליצה הועדה לעגן בתקנות). יש להדגיש, כי הועדה אינה רואה בדירוג תחליף לגילוי הניתן על-ידי התאגיד המנפיק, אלא אמצעי משלים למידע שגילוי נדרש בתשקיף הנפקת חוב, בדיוק כשם שהערכת שווי של מומחה איננה בגדר תחליף, כי אם אמצעי משלים, למידע שגילוי נדרש בתשקיף ניירות ערך הוניים (equity). לאור זאת, פסלה הועדה את האפשרות לפטור מנפיק המקבל דירוג מחובת פרסום תשקיף.

4.8 מס הכנסה

נע"מ סחירים צפויים להתחרות במכשיר דומה הנסחר כיום בבורסה והוא המק"מ (מלווה קצר מועד). הועדה בדעה כי גיוון המכשירים הפיננסיים, הדומים באופים, ייצור תחרות שתניב תשואות אטרקטיביות יותר למשקיעים. על מנת שנע"מ סחירים יוכלו להוות מכשיר תחליפי למק"מ, מוצע לוודא כי בכל עת, יהא נטל המס המוטל מכוח פקודת מס הכנסה על המשקיעים בשני המכשירים הפיננסיים, זהה.

4.9 הרחבת הפטור ממס בולים

סעיף 4 לחוק מס בולים מגדיר את המסמכים הפטורים מתשלום המס, ומפנה לשם כך לתוספת ב' לאותו חוק. סעיף 7 (ט"ו) לתוספת ב' לחוק מס בולים קובע כי הפטור חל גם על "נייר ערך מסחרי", כהגדרתו בסעיף 1 לאותה תוספת כדלקמן:

"נייר ערך, כמשמעותו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968, הנסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ושהונפק בידי חברה, על-פי תשקיף, שהוא התחייבות החברה לשלם למחזיק, במועד שאינו מוקדם מ- 30 ימים ואינו מאוחר מתשעה חודשים מיום ההנפקה, את סכום ההתחייבות, וסכום זה אינו צמוד למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין".

מכאן, כי נע"מ סחירים, העונים להגדרה שבחוק מס בולים, פטורים ממס בולים, אלא שההגדרה של נע"מ סחירים בחוק מס בולים שונה מזו המצויה בחוק ניירות ערך. הועדה סבורה, כי יש לאחד בין ההגדרות וכי אין טעם במתן פטור (שהינו משמעותי לשם הפחתת עלויות ההנפקה) רק לנע"מ סחירים, שמועד פירעון ההתחייבות בגינם "אינו מוקדם מ- 30 ימים ואינו מאוחר מתשעה חודשים מיום ההנפקה" (כזכור, הגדרת נע"מ בחוק ניירות ערך קובעת כי מועד פירעון ההתחייבות בגינם "אינו מוקדם משבעה ימים ואינו מאוחר משנה מיום ההנפקה").

יתרה מכך, הואיל ומיסוי מנפיק נע"מ שאינם נסחרים בבורסה מייקר מאוד את עלויות העסקה בשוק הבלתי סחיר, והואיל (כפי שנמסרה לועדה) ומרבית המנפיקים בשוק הבלתי סחיר מצאו דרך להימנע מתשלום מס הבולים באמצעות תכנוני מס שונים, כך שגביית המס בגין הנפקות אלה איננה בסכומים מהותיים, ממליצה הועדה לפטור גם הנפקות של נע"מ לא סחירים מתשלום מס בולים.

הועדה ממליצה, אפוא, להתאים את נוסח הגדרת "ניירות ערך מסחריים" שבחוק מס בולים לנוסח הגדרת "ניירות ערך מסחריים" שבחוק ניירות ערך, כפי שהוא מוצע בסעיף 4.2 לדוח הועדה.

4.10 הרחבת חוג המשקיעים בנע"מ בלתי סחירים

חוק השקעות משותפות בנאמנות, והתקנות שלפיו, קובעים מגבלות על סוגי הנכסים בהם מותר לקרנות הנאמנות להשקיע, ובעיקר על השקעה בניירות ערך בלתי סחירים. מגבלה זו תוארה בפני הועדה כחסם מהותי ביותר המקשה על הנפקות של נע"מ לא סחירים. גורמים שהופיעו בפני הועדה הצביעו על הקושי בשיווק ההנפקה כאשר קרנות הנאמנות, ובעיקר קרנות הנאמנות השקליות המתמחות בהשקעה באג"ח ובנכסים פיננסיים נזילים ומחזיקות בתיק נכסים גדול במיוחד, אינן יכולות להשקיע בנע"מ לא סחירים. לדבריהם, צירוף קרנות הנאמנות לחוג המשקיעים בנע"מ לא סחירים צפוי להגביר משמעותית את היקף הנפקות הנע"מ.

הועדה סבורה, כי בכדי לעודד את השימוש במכשיר הנע"מ, יש להרחיב את חוג המשקיעים הפוטנציאליים בנע"מ סחירים ולא סחירים כאחד. על מנת לאפשר לשוק הלא סחיר לצמוח ממליצה הועדה לרשות ניירות ערך לאפשר לקרנות נאמנות, בתנאים מסוימים ותחת פיקוחה של הרשות לרכוש נע"מ לא סחירים. הועדה שמעה, כי בימים אלה החליטה רשות ניירות ערך לתקן את תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המירביים), התשנ"ה-1994 ולאפשר לקרנות הנאמנות לגוון את אפשרויות ההשקעה שלהן, בין היתר, על מנת שתוכלנה לרכוש גם נע"מ לא סחירים.

מבלי להיכנס לפרטי החלטתה של רשות ניירות ערך, סבורה הועדה כי המדובר בהחלטה חשובה והיא מעודדת את היוזמה האמורה וממליצה לסיים את הליך התקינה בהקדם האפשרי.

4.11 פיתוח מערכת מסחר בין משקיעים מוסדיים

בדומה להמלצת הועדה לעניין האג"ח הלא סחירות, ממליצה הועדה לאפשר למשקיעים מוסדיים לסחור ביניהם גם בנע"מ לא סחירים, ובכך לשפר את האטרקטיביות של אפיק זה. וראה ביתר הרחבה סעיף 3.5 לדוח זה.

5. איגרות חוב מגובות נכסים

5.1 ניירות הערך בהם עוסק פרק זה

פרק זה עוסק בהמלצות הועדה הנוגעות להנפקה לציבור של איגרות חוב מגובות נכסים. המונח "אג"ח מגובות נכסים" בדוח הועדה מתייחס במובן הרחב למספר מינוחים הנפוצים למכשיר זה בארה"ב, שעיקריהם: Structured, Asset Based Securities Notes.

פרק זה, בדומה לקודמיו, עוסק אף הוא בניירות ערך סחירים ושאינם סחירים, שאינם ניתנים להמרה.

אג"ח מגובות נכסים הינן אג"ח, לזמן קצר או ארוך, שפרעון (קרן וריבית) מובטח על-ידי תזרים מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרים. הנכס המגבה את האג"ח יכול שיהיה נכס פיננסי (כגון: חובות של לקוחות, זכויות מכוח הסכם חכירה של רכבים, משכנתאות, כרטיסי אשראי, שטרי הון של בנק זר, וכדומה) ויכול שיהיה נכס לא פיננסי (כגון: נדל"ן להשכרה, פרויקט דירות למכירה וכדומה).

המתכונות על-פיהן נעשות הנפקות של אג"ח מגובות נכסים שונות ומגוונות כיד הדמיון הטובה על המנפיק. עם זאת, ניתן להצביע על מספר מאפיינים בולטים המשותפים להנפקות של אג"ח מגובות נכסים:

- (1) אג"ח מגובות נכסים מונפקות, בדרך כלל, כנגד זכויות או נכסים (להלן - "הנכס המגבה" או "הנכסים המגבים") או בטוחות, שהועברו למנפיק מתאגיד אחר, שלרוב גם מקים את המנפיק (להלן - "התאגיד המעביר"), כך שהמנפיק משמש כלי לבידוד הנכסים או הבטוחות מיתר נכסי התאגיד המעביר.
- (2) הנכס המגבה או הבטוחה המבטיחים את פירעון האג"ח מבודדים מבחינה משפטית וכלכלית מיתר נכסיו ועסקיו של התאגיד המעביר, כך שניתן להבטיח כי תזרים המזומנים הצפוי לנבוע מהם ישמש אך ורק להבטחת פירעון האג"ח. מבנה זה נועד להבטיח כי בכל מצב משפטי או כלכלי, הזכאים הראשונים לתזרימי המזומנים המיועדים לפירעון האג"ח יהיו מחזיקי האג"ח בלבד.
- (3) לעתים, מספק התאגיד המעביר שירותי ניהול ואחזקה של הנכס המגבה (כגון: שירותי גבייה של חובות לקוחות, שירותי תחזוקה לרכבים חכורים וכדומה).
- (4) לעתים, מלווה ההנפקה בפעולת חיזוק אשראי ("Credit Enhancement") (כגון: על-ידי קבלת ערבות בנקאית או ביטוח להבטחת פרעון תשלומי הקרן והריבית).

לאחרונה, הולך וגובר השימוש בהנפקת אג"ח מגובות נכסים כמכשיר למימון פעילותם של תאגידים והנפקות פרטיות של אג"ח המגובות נכסים, כגון רכבים חכורים, כרטיסי אשראי, חובות של לקוחות, הפכו לתופעה נפוצה בישראל. כמו כן בוצעו לאחרונה, מספר הנפקות לציבור של אג"ח "מובנות" ("Structured Bonds") המגובות בשטרי הון של בנקים זרים. הועדה שמעה מפי פעילים בשוק ההון, כי קיים בשוק ביקוש רב להנפקות של אג"ח מגובות נכסים, וכי הפוטנציאל להתרחבות השוק של מכשיר פיננסי זה הוא גבוה.

כפי שנמסר לוועדה, בשנים האחרונות מתפתח בעולם השימוש במכשיר הפיננסי של אג"ח מגובות נכסים, וכן מתרחבים מגוון הנכסים המגבים את האג"ח ומנגנוני ההנפקה. נוכח מורכבותו היחסית של מכשיר זה, ובשים לב לעובדה שנושא זה לא נכלל בכתב המינוי של הועדה, בחרה הועדה להתייחס אליו במתכונת כללית וגנרית, מבלי לנסות ולאפיין בנפרד כל הנפקה, על פי מתכונתה או על פי סוגי הנכסים המגבים המתאימים לה.

נוכח האמור, ובשים לב לעובדה כי טרם נצבר בישראל נסיון משמעותי בהנפקות אג"ח מגובות נכסים, בכלל, ובהנפקות לציבור, בפרט, עשויות המלצות הועדה, מטבע הדברים, להידרש לעדכונים ולשינויים, ככל שתתפתחה מתכונת ההנפקות של אג"ח מגובות נכסים וככל שייצבר נסיון בתחום זה. הועדה ממליצה, אפוא, על הקמת צוות למעקב אחר ההתפתחויות שיחולו בתחום זה כמפורט בסעיף 5.6 להלן.

הועדה סבורה, כי מכשיר האג"ח מגובות הנכסים הנו מכשיר חשוב אשר יש לעודדו כחלק בלתי נפרד מפיתוח שוק האג"ח בישראל. הועדה איתרה מספר חסמים לביצוען של הנפקות לציבור של אג"ח מגובות נכסים, והדיון בחסמים אלה, יחד עם המלצות הועדה בכל הנוגע אליהם מפורטים בפרק זה.

5.2 הגילוי בתשקיף

הועדה סבורה כי הנפקה לציבור של אג"ח מגובות נכסים מחייבת פרסום תשקיף, כמתחייב בכל הנפקה של ניירות ערך לציבור. יחד עם זאת, סבורה הועדה כי מבנה התשקיף ותוכנו צריכים להקבע על-פי אופי האג"ח המונפקות, מתכונת ההנפקה והמידע הנדרש למשקיע כפועל יוצא מכך. במקרים מסוימים, כמפורט להלן, סבורה הועדה, כי ניתן להקל באופן מהותי בדרישות הגילוי בתשקיף.

כאמור בסעיף 5.1 לעיל, הנפקות אג"ח מגובות נכסים יכול שתעשנה בצורות ובאופנים רבים ומגוונים. המבנה הבסיסי הנפוץ ביותר, שהועדה התרשמה כי הוא משמש מכנה משותף לרבות מהנפקות אלה, הינו הקמתה של יישות משפטית נפרדת לצורכי הנפקת האג"ח (SPV-Special Purpose Vehicle, SPC-Special Purpose Company) (להלן

גם - "SPC") שהיא התאגיד המנפיק ואליה מועברים הנכסים המגבים המבטיחים את פירעון התשלומים בגין האג"ח.

העברת הנכסים המגבים ליישות משפטית נפרדת, נועדה לבודד את אותם נכסים, מבחינה משפטית וכלכלית, מיתר הנכסים המצויים בבעלות או בניהול התאגיד המעביר, כך שהנכסים המגבים לבדם ישמשו להבטחת החזרי התשלומים הנובעים מהנפקת האג"ח. התוצאה היא כי הזכויות לקבלת תזרימי המזומנים שינבעו מהנכסים המגבים מועברות ל- SPC (אשר היא, כאמור, היישות המנפיקה) על הסיכונים והתגמולים הגלומים בהן ואילו יתר הסיכונים והתגמולים הנובעים מנכסים ופעילויות אחרות של התאגיד המעביר נותרים אצל התאגיד המעביר ולמחזיקי האג"ח המונפקות אין כל זכות בהם.

בידוד הסיכויים והסיכונים הגלומים בנכסים המגבים הינו יסוד חיוני בהנפקת אג"ח מגובות נכסים והוא מבטיח, כי למחזיקי האג"ח זכות ראשונה (ולעתים גם בלעדית) בנכסים המגבים ולגורמים אחרים אין זכויות בהם או שזכויותיהם נידחות מפני זכותם העדיפה של בעלי האג"ח.

מקום בו מונפקות האג"ח בעסקה המבוססת על בידוד הנכסים המגבים מיתר נכסי התאגיד המעביר, סבורה הועדה, כי התשקיף אותו נדרש התאגיד המנפיק לפרסם צריך לכלול אך ורק את המידע הרלבנטי לתיאור התאגיד המנפיק (ה- SPC) ומבנה העסקה (לרבות הנכסים המגבים ובטוחות נוספות, ככל שיש), ואין צורך לכלול בו תאור של יתר הנכסים והפעילויות של התאגיד המעביר¹⁵.

הועדה בדעה כי המלצות ועדת ברנע מספקות תשתית מידע נאותה המאפשרת הערכה של יכולת התאגיד המנפיק להפיק תזרימי מזומנים בעתיד, וכן הערכה של איכותם והתנהגותם הבסיסית של תזרימים אלה. תשתית זו רלבנטית, בין היתר, גם להנפקות של אג"ח מגובות נכסים. מובן כי כאשר מדובר בהנפקה של אג"ח מגובות נכסים, יש להתייחס לסעיפים הרלבנטיים לתיאור האג"ח והנכסים המגבים (כלומר, ייתכן וסעיפים מסוימים אינם רלבנטיים לסוג זה של הנפקה). לדעת הועדה על התשקיף להתמקד, באופן בסיסי, בשני הנושאים העיקריים הבאים:

(1) תיאור מפורט של האג"ח המונפקות ותנאיהן, לרבות מערכת ההסכמים המלווה את העסקה, שעבודים, בטוחות וערביות שנתנו לטובת מחזיקי האג"ח.

¹⁵ וזאת כחריג לתקנה 51 לתקנות פרטי תשקיף החלה בנסיבות בהן התאגיד המנפיק משקיע 50% מנכסיו, לרבות תמורת ההנפקה, בתאגיד המעביר.

(2) תיאור מפורט של הנכסים המגבים את האג"ח המונפקות¹⁶, לרבות התייחסות לגורמי הסיכון הגלומים הם.

על אף האמור לעיל, ייתכנו מקרים בהם הדרישה לתיאור הנכסים המגבים את האג"ח הנה בעייתית ובלתי מעשית. כך למשל, הנפקה של אג"ח מובנות ("Structured Bonds") המגובות בשטרי הון של בנקים זרים. במקרה זה תיאור הנכס המגבה, שהינו שטרי ההון, מחייב התייחסות גם לנכסים ולפעילות הבנק הזר שהנפיק שטרות אלה. במקרה כזה, ממליצה הועדה לקבוע "מסלולי פטור" אשר מנפיק העומד בתנאיהם יהיה פטור מן הצורך לתאר את הנכסים המגבים, כמפורט להלן:

(1) הנכס המגבה הינו שטרי הון שהנפיק מבטח או בנק זר, שדורג על ידי חברה מדרגת בדירוג המהווה דרגת השקעה¹⁷ - במקרה זה תיאור המבטח או הבנק הזר הנו בלתי מעשי מחד ואילו הסיכון הגלום בנכס נמוך באופן יחסי (דורג בדרגת השקעה), מאידך. נוכח האמור, סבורה הועדה כי ראוי לפטור את המנפיק מתיאור הבנק הזר שהנפיק את שטרי ההון וניתן להסתפק בתאור פרטים מזהים אודותיו, בציון הדירוג שקיבל מן החברה המדרגת.

(2) פירעון האג"ח מובטח בערבות שניתנה בידי מוסד פיננסי מפקח¹⁸ - על פי הדין הקיים, במקרה של הנפקה של אג"ח המגובות בערבות הניתנת על-ידי תאגיד¹⁹ קובעת תקנה 444 לתקנות פרטי תשקיף כי על המנפיק לכלול בתשקיף תאור של התאגיד הערב כאילו היה התאגיד הערב המנפיק עצמו. דרישה זו מכבידה מאוד על מנפיק האג"ח ולכן סבורה הועדה, כי כאשר התאגיד הערב הינו מוסד פיננסי מפקח הנותן ערבויות במהלך עסקיו הרגיל, ויש לו דרוג של חב' מדרגת, המהווה דרגת השקעה, יש לפטור את המנפיק מתיאור המוסד הפיננסי הערב²⁰.

¹⁶ למשל, הנפקת אג"ח המגובות בחיובים של לקוחות תחייב תיאור של חובות הלקוחות בלבד, ללא התייחסות לפעילות התאגיד שהתקשר עמם. התיאור יתייחס למשל, בין היתר, למאפייני הלקוחות, מיקומם הגיאוגרפי, מועדי פרעון החובות, אופן גביית החובות, גיול החובות, סיכונים אשראי, חובות מסופקים וכדומה.

¹⁷ דרוג ניירות ערך מתחלק לשתי קבוצות של דרוגים. הדרוגים הגבוהים מכונים "דרגת השקעה" ואילו הדרוגים הנמוכים מכונים "דרגת ספקולציה". בדרוג של מעלות, למשל, דרגת השקעה הינה דרוג A ומעלה ואילו בדרוג של S&P, למשל, דרגת השקעה הינה דרוג BBB ומעלה.

¹⁸ כאמור, פעולת "חיזוק האשראי" הנה אחד המאפיינים של הנפקות של אג"ח מגובות נכסים, ואולם האמור בהקשר זה נכון לגבי כלל הנפקות האג"ח, ככל שניתנה ערבות לפירעון לטובת מחזיקי האג"ח.

¹⁹ תאגיד שאינו חברת בת של המנפיק שהוא מחזיק למעלה מחמישים אחוזים מכח ההצבעה בה (תקנה 444 לתקנות פרטי תשקיף).

²⁰ באשר לערב שהנו בנק, לא ברור מה היחס בין הנורמה הקבועה בתקנה 444 לתקנות פרטי תשקיף לבין הפטור הכלול בתקנה 51 לאותן תקנות, ואשר על כן מציעה הועדה להבהיר נושא זה.

- (3) פירעון האג"ח מובטח בפוליסת ביטוח שהנפיק תאגיד מבטח מפוקח לטובת מחזיקי האג"ח (המשועבדת לטובת מחזיקי האג"ח ו/או שמחזיקי האג"ח הנם מוטבים על-פיה) - לדעת הועדה, קיימת אי-בהירות משפטית באשר לתחולתה של תקנה 44 לתקנות פרטי תשקיף על פוליסות ביטוח שהונפקו להבטחת פירעון אג"ח. לאחרונה, קיבלה רשות ניירות ערך החלטה ולפיה פוליסת ביטוח המונפקת בידי תאגיד מבטח, במהלך עסקיו הרגיל, אינה ערבות לענין תקנה 44 לתקנות פרטי תשקיף. הועדה סבורה כי ראוי לעגן החלטה זו בתקנה 44, וכן יש לשקול את צמצומה רק לפוליסת ביטוח שהונפקה, כאמור, בידי תאגיד מבטח שקיבל דרוג של חברה מדרגת המהווה דרגת השקעה.
- (4) הנכס המגבה הינו אג"ח שהנפיקו מדינת ישראל או מדינה אחרת - במקרה זה הסיכון הגלום בנכס נוגע למדינה עצמה, שכן פירעון האג"ח המונפקות מגובה בחוב של המדינה לבעלי האג"ח. הועדה סבורה, כי בהתקיים תנאי זה תיאור החייב (המדינה) אינו מעשי, ועל כן אם קיבלה המדינה דרוג של חברה מדרגת, המהווה דרגת השקעה, ניתן לפטור את המנפיק מתיאורו.
- (5) הנכס המגבה הינו אג"ח שהנפיק תאגיד, המגובים בערבות של מדינת ישראל או מדינה אחרת - במקרה זה הסיכון הגלום בנכס חוזר אל המדינה הערבה. הועדה סבורה כי בהתקיים התנאי האמור לעיל, ניתן לפטור את המנפיק מתיאור התאגיד שהנפיק את שטרי ההון ומתיאור המדינה הערבה לשטרי ההון, אם קיבלו שניהם דרוג של חברה מדרגת המהווה דרגת השקעה.

כמו כן, מציעה הועדה להסמיך את רשות ניירות ערך לפטור מנפיקים, על-פי שיקול דעתה, מתיאור הנכסים המגבים או מתיאור גופים שנתנו ערבות לאג"ח המונפקות, וזאת במקרים נוספים הדומים באופיים ל"מסלולי הפטור" המפורטים לעיל.

5.3 דיווח שוטף

הועדה מצאה לנכון להדגיש את החשיבות שהיא רואה בעדכוננו השוטף של תשקיף אג"ח מגובות נכסים בדרך של פרסום דוח מידי על-פי סעיף 36 לחוק ניירות ערך, בהתאם למתכונת שהותוותה בהמלצות ועדת ברנע. לדעת הועדה, עדכון כאמור צריך שיתמקד בהתפתחויות ובשינויים מהותיים שחלו בעסקה ובתנאיה, בנכסים המגבים את פירעון האג"ח ובסיכונים הגלומים בהם.

5.4 חובת דירוג

הועדה סבורה, כי תנאי למתן ההקלות בדרישות הגילוי הנוגעות לתשקיף הנפקה לציבור של אג"ח מגובות נכסים הינו קבלת דירוג מחברה מדרגת, וזאת, בין היתר, מן הטעמים שלהלן:

- (1) מורכבות המכשיר הפיננסי - לאור המורכבות היחסית בהנפקת אג"ח מגובות נכסים הנובעת, בין היתר, מסבך ההסכמים והמסמכים הכרוכים בביצועה, וכן נוכח הדינמיות והגיוון הרב בדרכי הנפקתן, רצוי לדעת הועדה כי מומחה חיצוני בלתי תלוי יחוה דעתו על העסקה על דרך של דירוג איכות החוב המונפק בה. הדירוג מסייע בהחלטת ההשקעה ומשמש שפה משותפת המובנת למשקיעים בשוק ההון.
- (2) חשיבותו של אלמנט בידוד העסקה - הועדה שמעה מפי פעילים בשוק, כי אחד התנאים שהחברה המדרגת מציבה כתנאי לקבלת דירוג גבוה הינו בידוד מוחלט של הנכסים המגבים את תשלום החוב מיתר נכסי התאגיד המעביר. במסגרת הבדיקות שעורכת החברה המדרגת לשם קביעת הדירוג, בוחנת החברה המדרגת גם את בידודה של העסקה מנקודת מבט כלכלית ומשפטית. הדרוג ניתן רק לאחר שנחה דעתה של החברה המדרגת והוא משקף, בין היתר, את רמת הבידוד של הנכסים והבטוחות כאמור.
- (3) ניסיון שנצבר בהנפקות פרטיות - הניסיון שנצבר בהנפקות פרטיות של אג"ח מגובות נכסים שבוצעו לאחרונה מלמד כי במרבית המקרים דורשים המשקיעים המוסדיים מן המנפיק ללוות את ההנפקה בדירוג. למיטב הבנתה של הועדה, יסודה של דרישה זו בהוראות הדין החלות על חלק מן המשקיעים המוסדיים או במדיניות ההשקעה שלהם.

בשל כלל השיקולים שלעיל וכן בשל השיקולים הכלליים התומכים בקבלת דירוג (ראה סעיף 4.7 לדוח זה), החליטה הועדה להמליץ לחייב תאגידים המנפיקים לציבור אג"ח מגובות נכסים לקבל מחברה מדרגת דרוג לאג"ח המגובות נכסים, וזאת כתנאי לקבלת הקלות בדרישות הגילוי. לדעת הועדה, תשקיף הנפקה של אג"ח מגובות נכסים צריך לכלול פירוט של הדירוג שניתן לעסקה ושל עיקרי השיקולים למתן הדירוג, כפי שהובאו בדוח החברה המדרגת.

5.5 פטור ממס בולים

חוק מס בולים מטיל חובת תשלום מס בולים על מנפיק של אג"ח מגובות נכסים שהן לענין חוק זה אג"ח לכל דבר. במטרה לעודד את צמיחת שוק האג"ח, רואה הועדה חשיבות רבה במתן פטור ממס בולים שיחול על מנפיק אג"ח מגובות נכסים לרבות בשל הנפקתן, העברתן ושעבוד נכסים בגינן וחתימה על שטר הנאמנות בקשר עם ביצוע ההנפקה. פטור ממס הבולים צפוי להפחית באופן מהותי את עלויות הנפקת האג"ח מגובות הנכסים. כאמור, לדעת הועדה, הקיטון בהכנסות המדינה ממס בולים שינבע ממתן פטור כאמור, עשוי להתקזז עם הגידול הצפוי בהכנסות המדינה מרווחי הון שישלמו המשקיעים הרוכשים את האג"ח בבורסה וכן מהגידול בתשלומי מס הכנסה הצפויים מן התאגידים שישתמשו בתמורת ההנפקה למימון הצמיחה בפעילותם.

נוכח המורכבות והדינמיות של מכשיר האג"ח מגובות הנכסים ונוכח העובדה כי טרם נצבר בישראל נסיון בהנפקות לציבור של אג"ח מגובות נכסים, ממליצה הועדה להקים צוות מעקב שתפקידו יהיה לבחון את השימוש במכשיר פיננסי זה לאורך זמן. במסגרת זו, יידרש הצוות לבחון, בעיקר, את הצורך בעדכון דרישות הדיווח בתשקיף ובדוחות השוטפים ואת השפעתה של חובת הדירוג של האג"ח המונפקות כתנאי למתן הקלות בדרישות הגילוי. לדעת הועדה, בצורה זו ניתן יהיה להתמודד באופן יעיל ומהיר עם השינויים המתמידים הפוקדים את שוק ההון בתחום האג"ח מגובות הנכסים.

6. דירוג חוב

6.1 קבלת דירוג

בפרקים קודמים, המליצה הועדה להטיל חובת דירוג במקרה אחד בלבד והוא המקרה של הנפקה לציבור של אג"ח מגובות נכסים, בו הציעה הועדה לקבוע כי הדרוג ישמש תנאי להקלות בתשקיף (יצוין כי לגבי הנפקה לציבור של נע"מ סחירים, הציעה הועדה לבחון את הצורך בהטלת חובה כאמור שוב, בעתיד, לאחר שיווצר שוק סחיר לנע"מ). הועדה מודעת לכך שהדרישה לדירוג חוב עשויה לנבוע ממקורות סטטוטוריים אחרים, כגון חקיקת משנה החלה על השקעות של משקיעים מוסדיים ומגבילה את השקעותיהם להשקעות באג"ח מדורגות. כך, לדוגמא: הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים) (תיקון), התשס"ג-2003; תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964.

הועדה ממליצה לאפשר למנפיק המבקש לקבל דירוג לבחור בין דירוג חוב מקומי (של חברה מדרגת מקומית) לבין דירוג חוב בינלאומי או מקומי של אחת משלוש החברות המדרגות הבינלאומיות המובילות בעולם, אשר הן, נכון להיום:

Fitch, Inc.; Moody's Investor Service, Inc.; Standard & Poor's, a division of the McGraw – Hill Companies.Inc. או מי שתהינה שלוש החברות המובילות בעולם באותה עת, לפי קביעה של רשות ניירות ערך.

הועדה מודעת לכך, כי מרבית התאגידים המנפיקים בארץ אינם יכולים לקבל דירוג חוב בינלאומי באשר פעילותם העסקית מרוכזת בעיקר בישראל. יחד עם זאת, הועדה מצאה לנכון להתייחס לנושא זה, שכן היא סבורה כי ראוי שתאגידים ישראלים הפועלים בשווקים בינלאומיים ומקבלים דירוג של חברה מדרגת בינלאומית כאמור, יוכלו לעשות שימוש בדירוג זה גם לצורך הנפקת חוב בישראל. הועדה סבורה כי אם תינתן לתאגידים שקיבלו דירוג של חברת דרוג בינלאומית אפשרות להנפיק בישראל על סמך אותו דירוג, תהיה לכך תרומה חשובה לפיתוחו של שוק החוב בישראל.

לאור זאת, סבורה הועדה, כי יש לאפשר למשקיעים המוסדיים שהשקעותיהם מוגבלות להשקעות באג"ח מדורגות בלבד, להשקיע גם באג"ח שדרוגו בידי חב' דרוג בינלאומית, כאמור (בין בדרוג הבינלאומי ובין בדרוג מקומי).

6.2 הסדרת תחום דירוג החוב בישראל

עד זה לא מכבר, לא חל בישראל כל פיקוח בתחום דירוג החוב ולא הותוו כללים לאישורן של חברות מדרגות. הועדה סבורה, כי ישנה חשיבות בהסדרת תחום דירוג החוב בישראל וכן בפיקוח על אופן פעילותן של החברות מדרגות החוב. הועדה מברכת, אפוא, על פרסום "הכללים לאישור חברה מדרגת" שפורסמו על-ידי הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון ביום 28.5.2003 בעת שישבה הועדה על המדוכה²¹.

עד כה פעלה בישראל חברה אחת בלבד בתחום דרוג החוב. הועדה סבורה, שרצוי כי רשות ההגבלים העסקיים תיתן דעתה לפתיחת תחום דרוג החוב בישראל ותבטיח, כי לא ייעשה ניצול לרעה של כוחה של החברה היחידה הפעילה בתחום זה כיום.

6.3 אחריות בשל דוח דירוג

לאחר ששקלה בנושא, לא מצאה הועדה לנכון להמליץ על קביעת אחריות מיוחדת לחברה מדרגת בקשר עם דוחות הדירוג שלה. הועדה סבורה, כי די באחריות החלה על חברה מדרגת מכוח הדינים הכלליים או מכוח הכללתם בתשקיף של עיקרי השיקולים בדוח הדירוג.

²¹ הכללים מובאים בנספח ד' לדוח הועדה.

משרד האוצר

רשות ניירות ערך

כ"ז בטבת התשס"ג
1 בינואר 2003

לכבוד
עו"ד ראובן בכר
רו"ח נפתלי פריד
רו"ח דורון שורר
עו"ד לייזה חיימוביץ
עו"ד טל אבן-זהב
עו"ד יהודה שחרור
מר ניסים כהן

מכובדי,

הנדון: הקמת ועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה במניות

הנכם מתמנים לכהן כחברים בוועדה שתפקידה לבחון אלו פרטים יש לכלול בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה במניות (להלן - תשקיף הצעת אג"ח).

כידוע, אימצה הרשות לאחרונה את המלצות ועדת ברנע בדבר "מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו". המלצות ועדה זו נגעו לפרטים שיש לכלול בתשקיף הצעה של ניירות ערך מבלי להבחין בין סוגים שונים של ניירות ערך.

הבחנה כזו קיימת בפועל בתקנות ניירות ערך (פרטי תשקיף, מבנהו וצורתו) תשכ"ט-1969 הקובעות הוראות מיוחדות לענין פרטים שיש לכלול בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים. הוראות אלה, שהוספו בשנת 2000, קבעו הקלות מיוחדות בדרישות הגילוי הנוגעות לתשקיף הצעה של ניירות ערך אלה. בדיעבד, נראה כי לא היה די בהקלות אלו ויש הטוענים כי זו אחת הסיבות בעטיין לא פורסמו עד היום תשקיפים להצעת ניירות ערך מסחריים.

עתה נתקלים תאגידיים בקושי לגייס אשראי בנקאי והם מבקשים לגוון את מקורות האשראי שלהם ולממן את פעילותם באמצעות אשראי חוץ בנקאי. אנו רואים חשיבות רבה בהרחבת אפשרויות המימון של התאגידיים במסגרת שוק ההון.

על מנת לחזק את שוק ההון בכלל, ואת שוק ההון הסחיר בפרט, המשמשים מקור לגיוס אשראי ותורמים לחידוש הצמיחה במשק, יש לבחון האם קיימים בשוק הראשוני חסמים המקשים על תהליך גיוס האשראי בידי תאגידיים. כחלק מתהליך בחינת החסמים, אנו נדרשים, בין היתר, לשאלה כיצד ניתן להפחית את עלויות פרסום תשקיף הצעת אג"ח, וזאת מבלי לפגוע בעניינם של המשקיעים שיספקו את האשראי לתאגידיים.

לאור כל זאת, הנכם מתבקשים להציע מתכונת נפרדת מן המתכונת הרגילה (על פי המלצות ועדת ברנע) לתשקיף אג"ח, שבו יכללו כל הפרטים שגילויים נדרש לשם גיוס אשראי מן הציבור. כמו כן, הנכם מתבקשים לבחון האם יש להבדיל בין הפרטים הנדרשים בתשקיף הצעת אג"ח לזמן ארוך (דהיינו שמועד פדיונם עולה על שנה) לבין הפרטים הנדרשים בתשקיף הצעת ניירות ערך מסחריים (דהיינו שמועד פדיונם אינו עולה על שנה).

עו"ד ראובן בכר ישמש כיו"ר הועדה.

רו"ח אריאל שטרית ישמש כמרכז הועדה ובתיה פילו תשמש עוזרת מחקר.

הרשות תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה והגב' נירה כהן תסייע לוועדה סיוע אדמיניסטרטיבי.

מפאת חשיבות הענין ומשך הזמן שיהיו דרושים לצורך יישום ההמלצות, נראה לי שתהיה זו תרומה גדולה אם יעלה בידכם להשלים את הדו"ח עד חודש אפריל שנה זו.

אני מודים לכם על כי נאותתם ליטול על עצמכם תפקיד חבר בוועדה ומאחלים לכם הצלחה.

בברכה,

אייל בן שלוש

משה טרי

נספח ב'

ריכוז עלויות המס והאגרות בהנפקת ניירות ערך מסחריים¹

הנפקה פרטית - לא סחיר	הנפקה לציבור - לא סחיר	הנפקה לציבור - סחיר	סוגי עלויות
	3,450 ש"ח	3,450 ש"ח	אגרת סכום קבוע לרשות ניירות ערך
	<ul style="list-style-type: none"> • 0.03% מהסכום הכולל של התמורה שתשולם בגין החלק שיוצע במועד התשקיף; • הסכום הכולל של תוספת האגרה שתשולם לא יעלה על 0.03% מן השווי המרבי של ניירות הערך המסחריים על פי התשקיף שיהיו בידי הציבור במועד כלשהו 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.03% מהסכום הכולל של התמורה שתשולם בגין החלק שיוצע במועד התשקיף; • הסכום הכולל של תוספת האגרה שתשולם לא יעלה על 0.03% מן השווי המרבי של ניירות הערך המסחריים על פי התשקיף שיהיו בידי הציבור במועד כלשהו 	תוספת אגרה רשות ניירות ערך
		0.001% משווי ניירות הערך המסחריים, לפי שער ההנפקה.	דמי רישום לבורסה
		סכום קבוע של 8,686 ש"ח להנפקה על פי תשקיף או סכום קבוע של 4,915 ש"ח להנפקה ע"פ דוח מידי	דמי בדיקה לבורסה
0.4% מסך ערך ההנפקה	0.4% מסך ערך ההנפקה		מס בולים

כך לדוגמא:

- תאגיד מבקש להנפיק לציבור סדרת ניירות ערך מסחריים, כדלקמן:
- 30,000 ניירות ערך מסחריים בשווי של 1,000 ש"ח ע.נ. כ"א, יונפקו במחיר של 900 ש"ח לכל נע"מ.
 - הנפקות נוספות על פי דוח מידי, ובלבד שבכל רגע נתון השווי המירבי של ניירות הערך המסחריים שיהיו בידי הציבור לא יעלה על 50,000,000 ש"ח.

¹ מקור הנתונים:

אגרות רשות ניירות ערך: תקנה 4א. לתקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), תשנ"ה-1995. אגרת בורסה: מדרוך לחברות הנחיות לרישום ניירות ערך למסחר לפי חלק שני לתקנון פרק י"ג להנחיות הבורסה סעיף 1'26, 5א, 5ב, 5ג. מס בולים: חוק מס בולים על מסמכים, התשכ"א-1961 (תוספת א') סעיף 5 (ב)(1).

התאגיד המנפיק יידרש לשלם בגין הנפקת הסדרה כולה את האגרות והמיסים הבאים:

סוגי עלויות	הנפקה לציבור סחיר	הנפקה לציבור לא סחיר	הנפקה פרטית לא סחירה
אגרת סכום קבוע לרשות ניירות ערך	3,455 ש"ח	3,455 ש"ח	
תוספת אגרת רשות ניירות ערך במועד ההנפקה ²	8,100 ש"ח	8,100 ש"ח	
תוספת אגרה רשות ניירות ערך בהנפקות נוספות (מקסימום) ³	6,900 ש"ח	6,900 ש"ח	
דמי רישום לבורסה (מצטבר) ⁴		900 ש"ח	
דמי בדיקה לבורסה במועד ההנפקה		8,686 ש"ח	
דמי בדיקה לבורסה בהנפקות הנוספות		19,660 ש"ח	
מס בולים	400,000 ש"ח	400,000 ש"ח	400,000 ש"ח
סה"כ העלות	418,455 ש"ח	47,701 ש"ח	400,000 ש"ח
העלות מסך תמורת ההנפקה (%)	0.465%	0.053%	0.44%

² תוספת האגרה מחושבת ע"פ 0.03% מהסכום הכולל של התמורה שתשולם בעד חלק הסדרה שיוצע ביום חתימת התשקיף: $8,100 = (900 * 30,000) * 0.03\%$.

³ תקרת תוספת האגרה מחושבת ע"פ 0.03% מהשווי המירבי של ניירות הערך המסחריים שיהיו בידי הציבור במועד כלשהו ומשולמת כאשר מונפקות סדרות נוספות. בדוגמא הנ"ל תקרת האגרה הינה: $15,000 = 50,000,000 * 0.03\%$. במועד ההנפקה שולמו 8,100 ש"ח לכן בהנפקות הנוספות ישולם סכום מקסימלי נוסף של 6,900 ש"ח.

⁴ סכום זה הינו גבוה מן האגרה המושגת כיום על רישום למסחר של מק"מ (0.0007%). אם לא תישם המלצת הוועדה לבטל את אגרת התשקיף בגין הנפקת נע"מ, יש לשקול השוואת שיעור האגרה המושגת על רישום למסחר של מק"מ ושל נע"מ.

נספח ג'

שינויי החקיקה והתקינה הדרושים לשם יישום המלצות הועדה

חקיקה ראשית

1. תיקון סעיף 1 לחוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (להלן - "חוק ני"ע"), ליישום ההמלצה בדבר תיקון הגדרת ניירות ערך מסחריים.
2. תיקון סעיף 24(ב) והוספת סעיף 24א לחוק ני"ע, לרבות בדרך של מתן הסמכה להתקנת תקנות שעניינן הדוח בדבר הצעה נוספת של נע"מ שהונפקו על-פי תשקיף מדף, ליישום ההמלצה לעיגון הנושא של "תשקיף מדף" להצעת נע"מ בחקיקה ראשית.
3. תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ליישום ההמלצה להרחבת חוג המשקיעים בנע"מ שאינם סחירים.
4. תיקון חוק מס בולים על מסמכים, התשכ"א-1961, ליישום ההמלצות למתן פטור ממס בולים להנפקות של אג"ח סחירים ובלתי סחירים ושל נע"מ בלתי סחירים.

חקיקת משנה

5. התקנת תקנות שעניינן הדוח בדבר הצעה נוספת של נע"מ שהונפקו על-פי תשקיף מדף.
6. הוספת ההגדרות "חברה מדרגת" ו-"דרגת השקעה" בסעיף 1 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), תשכ"ט-1969 (להלן - "תקנות פרטי תשקיף").
7. הוספת תקנה 25א לתקנות פרטי תשקיף, ליישום ההמלצה בדבר עיגון חובות הגילוי בקשר עם דוח דירוג שניתן על-ידי חברה מדרגת, בתקנות.
8. תיקון תקנה 44ב לתקנות פרטי תשקיף, ליישום ההמלצה למתן פטור מתיאור תאגיד בנקאי ומבטח שהנם ערבים לפירעון אג"ח או נע"מ, וכן למתן פטור מתיאור מבטח שהנפיק פוליסה לשם הבטחת פירעון אג"ח או נע"מ.
9. תיקון תקנות 72 ו-73, לתקנות פרטי תשקיף ליישום ההמלצה בדבר הגילוי הנדרש בתשקיף הצעת נע"מ.

10. תיקון תקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), התשנ"ה-1995 ו-תיקון תעריפון הבורסה - אגרות, ליישום ההמלצה להפחית את נטל האגרות המוטלות על הנפקות נע"מ.

11. תיקון תקנות פרטי תשקיף כך שיוסדר הגילוי הנדרש בתשקיף הצעת אג"ח מגובות נכסים, לרבות תיקון תקנה 51.

33. עובדי החברה ונושאי המשרה בה, יחתמו על התחייבות להימנע מלהשקיע במישרין או בעקיפין בני"ע כלשהם של חברות הנסחרות בבורסה בישראל, למעט השקעה בקרנות נאמנות ו/או אג"ח ממשלתיות, או לחילופין בנאמנות עיוורת.

רכישת אמצעי שליטה בחברת מדרגת והעברתם

34. רכישת והעברת אמצעי שליטה בחברה (לרבות הנפקה בבורסה) תחייב את אישור הממונה בהתאם לקריטריונים המפורטים בסעיפים 4 ו-5 לעיל.

35. במקרה בו חברת דירוג בינלאומית שהוכרה על-ידי הממונה תהיה בעלת השליטה בחברה המדרגת, יתנהל הדירוג כפי שמקובל באותה חברה בינלאומית ובכפוף לאישור הממונה.

דוח שנתי

36. החברה תגיש לממונה דוח שנתי תוך 10 ימים מיום אישורו ובכל מקרה לא יאוחר משלושה חודשים מתום שנת המאזן שלה. הדוח השנתי יכלול דוח כספי מבוקר ודוח דירקטוריון. דוח הדירקטוריון יכלול את הפרטים הבאים:

- א. פירוט בעלי המניות של החברה ושיעורי האחזקה שלהם.
- ב. פירוט בעלי המניות המחזיקים בבעלי המניות של החברה ושיעורי האחזקה שלהם.
- ג. שינויים במסמכי היסוד של החברה במהלך תקופת הדוח ועד ליום פרסומו, לרבות תקנון החברה.
- ד. יצוין האם החברה עמדה במהלך השנה בתנאים לאישורה.
- ה. פרטי חברי הדירקטוריון וחברי ועדת הדירוג תוך הפירוט הבא:
 - (1) שם ושם משפחה.
 - (2) השכלה.
 - (3) תפקיד בדירקטוריון (למשל: יו"ר, חבר ועדה וכו').
 - (4) התעסקות עיקרית נוספת (חוץ מהיותו חבר דירקטוריון).
 - (5) יצוין אם הדירקטור הינו נציג חיצוני.
 - (6) מספר הישיבות בהן השתתף במהלך השנה.
 - (7) מידת הניסיון בתחום שוק ההון (לגבי חברי ועדת הדירוג בלבד).
- ו. שמות שלושת העובדים הבכירים בהנהלת החברה ותפקידיהם בחברה.
- ז. מספר הפעמים שהתכנסו דירקטוריון החברה וועדת הדירוג במהלך השנה.
- ח. תיאור נוהל עבודת הדירקטוריון ופירוט לגבי הועדות השונות.
- ט. דוח הדירקטוריון ייחתם ע"י יו"ר הדירקטוריון.

שלילת אישור

במידה והופר אחד או יותר מסעיפי חוזר זה, רשאי הממונה לשלול את אישור החברה לפעול כחברה מדרגת, לאחר שניתנה לחברה הזדמנות נאותה להעלות את טיעוניה כנגד השלילה.

תחולה

חברה המבקשת לקבל אישור להקמת חברה מדרגת.

תחילה

מיום פרסומו של חוזר זה.

הוראות מעבר

חברה מדרגת שאושרה לפני תחילתו של חוזר זה, תעמוד בכללים אלה תוך 12 חודשים מיום תחילתו של החוזר, למעט האמור בסעיפים (ב)4 ו-5 - לחוזר זה, ובתנאי שבועדת הדירוג של אותה חברה כל הדירקטורים יהיו נציגים חיצוניים.

לוט: נספח נוהל הגשת בקשת אישור להקמת חברה מדרגת.

