

טיוטה להערות הציבור

תיקון תקנות בנושא השקעת תמורת ההנפקה ותאגיד ערב

להערות עד ליום 30 באפריל 2011

אנשי קשר: רו"ח רון עמיחי, עו"ד מוטי ימין, עו"ד איציק זקן ועו"ד אוריה שילוני

טל': 02-6556444, **פקס:** 02-6513646

רשות ניירות ערך

גילוי בדבר השקעת תמורת ההנפקה ותאגיד ערב – תקנות ניירות ערך (פרטי

התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה) (תיקון), התשע"א-2011

הצעת החלטה:

1. להמליץ לשר האוצר להתקין את תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה)(תיקון), התשע"א-2011, לאחר שיעלו לאתר הרשות למשך 30 ימים לשם קבלת הערות הציבור.
2. עניינו של התיקון בשלושה אלה:
 - (א) ביטול הסייג לתחולת תקנה 51 הקבוע בתקנה 51(ב) לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969;
 - (ב) הרחבת סמכות הרשות לפטור מהוראות תקנה 51 לפי תקנה 51(ד) גם לתאגידים ברישום כפול ולתאגידים מאוחדים;
 - (ג) הרחבת תקנה 44ב גם לעניין תאגיד ערב שהינו חברת בת של המנפיק ולגבי תאגיד שניירות הערך שלו או עיקר פעילותו שועבדו להבטחת מילוי תנאי אגרות החוב וניירות ערך מסחריים בידי המנפיק.
3. מצ"ב נוסח התקנות המוצע.

איציק זקן
מוטי ימין
רון עמיחי
אוריה שילוני
29.03.2011

השקעת המנפיק בתאגיד אחר

תקנה 51 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף, מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 ("תקנות פרטי תשקיף" או "התקנות") מחייבת, בתקנת משנה (א), לתאר תיאור תשקיפי תאגיד שבו מנפיק השקיע או עומד להשקיע חמישים אחוזים או יותר מסך נכסיו (לרבות תמורת ההנפקה).

תקנת משנה (ב) לתקנה זו קובעת סייג לתחולת חובת הגילוי התשקיפי האמורה, מקום בו תמורת ההנפקה מושקעת בתאגיד בנקאי או במבטח (להלן: "תאגיד מפקח") המדורגים בדרגת השקעה¹.

פטור זה חל גם על הנפקת מכשירים פיננסיים באמצעות חברות ייעודיות ("הנפקת מכשירים פיננסיים"), כאשר התחייבויות המנפיק כלפי מחזיק תעודות ההתחייבות מגובות אחד לאחד (Back-to-Back) בכתבי התחייבות (Notes) שהונפקו על ידי צד שלישי, שמתקיימים לגבי תנאי הסייג מתחולת הגילוי התשקיפי.

פרטים על תאגיד ערב

תקנה 44ב(א) לתקנות פרטי תשקיף מחייבת לתאר תיאור תשקיפי תאגיד ערב, הנותן ערבות כביטחון למילוי תנאי ניירות ערך מסחריים או איגרות חוב בידי המנפיק. תקנה 44ב(א) קובעת סייג מחובת הגילוי התשקיפי כאמור, מקום בו הערבות ניתנה בידי תאגיד מפקח המדורג בדרגת השקעה.

סייג זה מגילוי הוענק, בין היתר, בהתבסס על הסברה כי תאגידים מפקחים ומדורגים בדרגת השקעה אינם בעלי סיכון אשראי גבוה, ולכן אין מקום להחיל עליהם חובת גילוי רחבה כאמור. המשבר העולמי הדגיש את העובדה שגם תאגידים מפקחים בעלי דירוג גבוה עשויים להיות בעלי סיכון אשראי מסוים ולעיתים אף גבוה, ומידע לגביהם מהווה פרט חשוב למשקיע סביר. האמור מקבל משנה תוקף בהתחשב בתפיסת חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך" או "החוק") לפיה, יש לספק למשקיעים את המידע הדרוש להם לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת והם אלו שיקבלו את החלטת ההשקעה עצמה, ולא גוף פיקוחי, יהא המוכשר והטוב ביותר אשר יהא.

בשל החובה המוטלת על רשות ניירות ערך לדאוג לכך כי יהיו בפני המשקיעים פריטי הגילוי החשובים לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת, החלה היא בשנים האחרונות לדרוש גילוי נרחב מקום בו התאגיד המפקח אינו תאגיד מדווח, וזאת מכוח סמכותה הקבועה בסעיפים ובתקנות שונות.

מוצע עתה להביא לתיקון התקנות באופן שישקפו במובנים רבים את הנדרש הלכה למעשה.

¹ בפועל, מרבית גיוסי החוב באמצעות חברות צינור נעשו עבור תאגידים בנקאיים.

הסיבות לתיקון

ככלל, התיקון בא כאמור לעגן את הפרקטיקה הנוהגת בשנים האחרונות עת יוּשְׁמוּ לקחי המשבר הפיננסי החמור שפקד את כלכלות העולם. נפרט להלן את משמעותם של לקחים אלו כמו גם נימוקים נוספים ומשלימים.

הגילוי בתשקיף לגבי התאגיד המושקע - תיקון תקנה 51 לתקנות פרטי תשקיף

להלן תוצג התייחסות נפרדת לנימוקים לתיקון תקנה 51 ביחס לשתי הפעילויות בהן נעשה שימוש בתקנה שבנדון.

גיוס חוב באמצעות חברות צינור

קביעת סייג מגילוי פרטים ביחס לתאגידי מפקחים המגייסים חוב באמצעות חברות צינור מקנה לתאגידי אלה יתרון בנגישות לשוק ההון על פני תאגידי אחרים, שכן הוא מסייע להם להפחית באופן ניכר את משאבי הזמן והכסף הכרוכים בהכנת תשקיף. הקניית יתרון לתאגיד מפקח לעומת תאגיד אחר עשויה להיתפס כפוגעת בעיקרון השוויוניות, ואף אם התאגיד האחר הוא תאגיד מפקח, לפגוע ביכולת פיתוח שוק ההון כחלופה לשוק האשראי הבנקאי (בשל העובדה כי תאגיד שאינו מפקח נדרש לשאת בעלויות גבוהות לצורך גיוס אשראי חוץ-בנקאי דרך שוק ההון, בהשוואה לתאגיד מפקח).

מנגד, ניתן לטעון כי קביעת סייג בתקנות מוצדקת לאור העובדה כי הוא ניתן בכפוף לשני תנאים אלה:

(1) התאגידי המפקחים, היכולים ליהנות מן הסייג, מפקחים באופן שוטף על ידי הפיקוח על הבנקים (בבנק ישראל) או אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (במשרד האוצר), לפי העניין;

(2) תעודות ההתחייבות המוצעות לציבור חייבות להיות מדורגות בדרגת השקעה.

בכל הנוגע לפיקוח יש לציין כי אכן הפיקוח על תאגידי בנקאיים ומבטחים מקטין סיכון לחדלות פירעון. ואולם כפי שהמציאות של השנים האחרונות מלמדת, בנקים, חברות ביטוח, בתי השקעות וגופים פיננסיים מובילים אחרים בחו"ל, קרסו על אף קיומו של פיקוח, ועל אף היות גופים אלו מפקחים על ידי רגולטורים הנחשבים למובילים בעולם בתחומם.

בנוסף, וכפי שנאמר גם לעיל, תפיסת חוק ניירות ערך הנה כי יש לספק למשקיעים את המידע הדרוש להם לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת באופן עצמאי. זאת ועוד, רמת הסיכון של כלל התאגידי המפקחים אינה בהכרח זהה. עצם העובדה כי הם מפקחים אינה מקנה ערובה לכך שתאגידי אלה לעולם לא ייקלעו לקשיים כספיים, ועל כן יש הצדקה לאפשר למשקיעים להסתייע במידע לגביהם בכדי לקבל החלטת השקעה המושתתת על מידע רלוונטי ביחס לתאגיד מפקח. ללא מידע נוסף זה לא יתאפשר למשקיע ליצור הבחנה תימחורית בין תאגידי מפקחים שונים בעלי רמת סיכון שונה.

בהקשר זה חשוב להדגיש כי הפטור בתקנה 51(ב) לתקנות פרטי תשקיף אינו מבחין בין תאגיד מפקח שהנו "תאגיד מדווח" (החייב להגיש דיווחים לציבור מכוח סעיף 36 לחוק ניירות ערך) לבין תאגיד מפקח שאינו בגדר "תאגיד מדווח".

גם בעניין הדירוג לא מצאנו סיבה להקל עם תאגידי מפקחים. כפי שזוין מספר פעמים בנייר זה, התפיסה של חוק ניירות ערך היא שיש לתת בידי המשקיע את המידע הדרוש לו לצורך קבלת החלטת השקעה בנייר ערך. שיקול הדעת של המשקיע אינו אמור להיות מוחלף בשיקול דעת של גורם אחר, בין אם הגורם האחר הנו גוף שלטוני דוגמת המפקח על הבנקים ובין אם הוא גוף פרטי דוגמת חברת דירוג (ברור שלמשקיע פתוחה האפשרות להסתמך על אנליזה של גוף אחר כדוגמת חברת דירוג או יועץ השקעות, אבל זאת על פי שיקול דעתו הבלעדי ובלא לסגור בפניו את כלי החלטת ההשקעה העיקרי על פי החוק – המידע המפורסם על ידי התאגיד).

עיקרון זה תקף בין אם מדובר בהשקעה בתאגיד מפקח ובין אם מדובר בהשקעה בתאגיד אחר. אילו המחוקק היה מכיר בקיומו של דירוג כתחליף למתן מידע לפי חוק ניירות ערך, הרי שלכאורה היה מתיר גם לחברות שאינם תאגידי מפקחים להנפיק באמצעות SPC (או אף ללא SPC), ובלבד שניירות הערך והחברה המנפיקה מדורגים בדרגת השקעה.

לבסוף, נציין בהקשר זה כי לאור כישלונן של חברות הדירוג לדרג באופן נאות את סיכון האשראי של חברות בכלל ושל מכשירים פיננסיים בפרט, ישנה מגמה ברחבי העולם לצמצם את ההסתמכות עליהן במסגרת דיני ניירות הערך או לפחות לקחת את המלצותיהן בקורטוב של זהירות.

ברקע הדברים יצוין כי נכון להיום קיימים בפני תאגיד המעוניין להציע ניירות ערך לציבור שני כלים שלא היו קיימים במועד התקנת תקנה 51 לתקנות פרטי תשקיף: אפשרות לפרסם תשקיף מדף ואפשרות לפרסם תשקיף המסתמך ברובו על הדיווחים השוטפים (הכללה על דרך הפניה). כלים אלה מאפשרים גיוס חוב בשוק ההון במהירות גבוהה ובעלויות נמוכות משמעותית מאלה הנדרשות בהכנת תשקיף מלא. כלים אלו יקלו על התאגידי המפקחים את הנגישות לשוק ההון, אף אם יבוטל הסייג הקבוע בתקנה 51(ב) לתקנות.

במקרים של תאגידי מפקחים שאינם תאגידי מדווחים המעוניינים להנפיק דרך חברות צינור, יחייב אותם לכאורה ביטול הסייג להתחיל לדווח בהתאם לחוק ניירות ערך וזאת בניגוד למה שהתאפשר להם עד לביטולו. ואולם, כאמור, בשנים האחרונות לאחר המשבר החלה הרשות ממילא לסגור פער מידע לא סביר זה על ידי חיוב תאגידי אלה לכלול במסגרת דיווחי חברות הצינור גילוי הדומה במובנים רבים לזה אשר היה ניתן על ידם אילו היו הם תאגידי מדווחים.

הנפקת מכשירים פיננסיים

בשנים האחרונות הונפקו לציבור אגרות חוב מובנות ("סטרוקצ'רים") מגובות נכסים דוגמת Range, Reverse Convertible notes, (CDO) Collateral Debt Obligation, (CLN) Credit Link Note, notes. באגרות חוב אלו תשלום הקרן והריבית מגובים בכתבי התחייבות (Notes) שהונפקו על ידי

תאגיד בנקאי ישראלי או זר, ושנרכשו מכספי תמורת ההנפקה. אגרות החוב מוצעות לציבור ונרשמות למסחר על ידי חברות השקעה ייעודיות, חד תכליתיות (Special Purpose Companies) שעיקר עיסוקן הוא ביצוע עסקאות ומסחר בניירות ערך.

מקום בו הכספים מושקעים ב- Notes ("אגרות חוב") של גופים אחרים מהמנפיק נוצרת חשיפה של המשקיעים לסיכון האשראי של אותם גופים אחרים². לפיכך, מידע אודות הגוף בו הושקעו כספי תמורת ההנפקה הוא בגדר פרט חשוב למשקיע סביר השוקל רכישה או מכירה של נייר ערך.

ביטול הסייג הקבוע בתקנה 51(ב) לתקנות יחייב מתן פרטים מלאים אודות התאגידים שהנפיקו את אגרות החוב המשמשים כגיבוי לאגרות החוב המובנות, אלא אם תפטור הרשות מתחולת התקנה בהתאם לתקנה 51(ד) לתקנות (כמפורט להלן).

ביטול הסייג נדרש בהקשר של הנפקת סטרקצ'רים נובעת מסיבות דומות לאלו שהוזכרו לעיל בהקשר של גיוס חוב באמצעות חברות צינור – פיקוח ודירוג אינם תחליף לגילוי. האמור נכון ביתר שאת כאשר מנפיקי אגרות החוב המגבים הם גופים זרים, שאינם תאגידים מדווחים בישראל. במקרה זה הגילוי באשר לתאגידים המגבים לא קיים כלל (במקרה הפחות טוב) או קיים רק בהתאם לדרישות גילוי של מדינות בחו"ל ושלא תחת פיקוח בישראל (במקרה היותר טוב). אמנם במקרה זה ביטול הסייג יקשה על הנפקה של אגרות חוב מובנות במתכונת הקיימת כיום בישראל. ברם, התועלת שתצמח למשקיעים מגילוי פרטים אודות המנפיק הזר הינה רבה, שכן גילוי זה יאפשר תמחור נכון של הסיכון.

הגילוי בתשקיף לגבי תאגיד מושקע כאשר היקף ההשקעה קטן מחמישים אחוזים מסך נכסי התאגיד המשקיע

סעיף 16 לחוק דורש כי תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל לרכוש ניירות ערך בהנפקה. דרישה דומה נכללת בתקנה 6 לתקנות פרטי תשקיף. גם סעיף 25 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף מחייבת גילוי על השקעות מהותיות של התאגיד. לאורם של כללים אלה אין כל צורך בהתייחסות ספציפית בתקנה 51 לתקנות לגילוי הנדרש באשר לתאגיד אחר אשר התאגיד המדווח השקיע או שהוא עומד להשקיע פחות מחמישים אחוזים מסך נכסיו בו.

הגילוי בתשקיף לגבי תאגיד ערב - תיקון תקנה 44 לתקנות פרטי תשקיף

הטיעונים שהוצגו לעיל בקשר עם ביטול הסייג הקבוע בתקנה 51(ב) לתקנות תקפים גם ביחס לסייג הקבוע בתקנה 44(א1) לתקנות לעניין תיאור תשקיפי של תאגיד ערב. נראה כי גם במקרה זה, אין הצדקה לקבוע סייג לתחולת הגילוי רק בשל העובדה שהתאגיד הינו מפוקח או מדורג בדרגת השקעה.

² דוגמה לחשיפה שהתממשה היא קריסת בית ההשקעות ליהמן ברדרס, אשר הנפיק Notes ששימשו כגיבוי לאגרות חוב מובנות.

כמו כן, מוצע לעגן מפורשות את תחולתה גם באשר לשעבודים מקום בו משועבד נייר ערך או עיקר פעילותו של תאגיד אחר. יובהר כי כבר כיום נדרשות חברות לצרף דוחות כספיים של תאגיד שניירות הערך שלו משועבדים להבטחת מילוי התחייבויות המנפיק על פי אגרות חוב, וזאת מכוח היותם פרט חשוב למשקיע הסביר. יובהר כי ביטול הסייג ירחיב לרוב את היקף הגילוי הנדרש לגבי התאגיד אשר ניירות הערך שלו משועבדים כאמור להבטחת מילוי התחייבויות המנפיק מגילוי של דוחות כספיים לגילוי תשקיפי מלא, אלא אם תפטור הרשות מגילוי בהתאם לתקנה 44ב(ב) לתקנות.

תאגידים מאוחדים

אף כי בדיווחי התאגיד המדווח קיים מידע אודות חברות בנות מוצע לבטל את הסייג לגביהן מתחולת תקנה 44ב, לאור החשיבות של המידע אודות הנכסים המשועבדים בכדי לתמחר את אגרות החוב המונפקות.

סמכות פטור לרשות

כיום מקנות תקנות 51 ו-44ב לתקנות פרטי תשקיף סמכות לרשות להעניק פטור מתחולתן אם התאגיד האחר הנו תאגיד אשר סעיף 36 לחוק חל עליו. מוצע כי סמכות דומה תינתן לרשות לגבי תאגידים ברישום כפול. כמו כן, מוצע להעניק לרשות סמכות שכזו לגבי תאגידים מאוחדים. כך, לדוגמה, אם עיקר פעילות המנפיק מרוכז בתאגיד המאוחד יתכן שהגילוי של המנפיק יהווה הלכה למעשה גילוי של התאגיד המאוחד.

תחילה

מוצע לקבוע כי מועד תחילת התקנות ייקבע ל-30 ימים ממועד פרסומן ברשומות.

תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה) (תיקון מס' ג),

התשע"א-2011

בתוקף סמכותי לפי סעיפים 16 ו-17 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968,³ לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה :

1. תיקון תקנה 44 ב 1. בתקנה 44 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף- מבנה וצורה), התשכ"ט-1969⁴ (להלן - התקנות העיקריות)-

(1) בתקנת משנה (א), במקום "של תאגיד, שאינו חברה-בת של המנפיק שהוא מחזיק בה למעלה מחמישים אחוז מכוח ההצבעה" יבוא "או התחייבות למתן ערבות של תאגיד אחר לרבות התחייבות לשיפוי או כל ערובה אחרת או ניתנת התחייבות למתן שעבוד על ניירות ערך של תאגיד אחר או על עיקר פעילותו", ובמקום "הערב" יבוא "האחר";

(2) תקנת משנה (א1) – תימחק ;

(3) במקום תקנת משנה (ב) יבוא :

"(ב) היה התאגיד האחר תאגיד מדווח, תאגיד מאוחד או תאגיד מיוחד כהגדרתו בתקנה 44, או שהשעבוד ניתן על עיקר פעילותו של אחד מאלה, רשאית הרשות לפטור מהוראות תקנה זו, וכן להתנות את מתן הפטור בכך שיצינו בתשקיף חלק מן הפרטים שיש להביאם בהתאם לתקנה זו ; לעניין זה "תאגיד מאוחד" – חברה מאוחדת וחברה מאוחדת באיחוד יחסי כהגדרתם בתקנות דוחות כספיים".

2. בתקנה 51 לתקנות העיקריות –

(1) בתקנת משנה (א), במקום "בין במניות ובין בהלוואות" יבוא "במכשירים פיננסיים", ובסופה יבוא "לעניין זה, "מכשיר פיננסי" – כהגדרתו בכללי החשבונאות המקובלים";

(2) תקנת משנה (ב) – תימחק ;

(3) במקום תקנת משנה (ד) יבוא :

¹ ס"ח, התשכ"ח, 234 ; התשס"ד, עמ' 427.
⁴ ק"ת התשכ"ט, עמ' 1794.

"(ד) היה התאגיד האחר תאגיד מדווח, תאגיד מאוחד או תאגיד מיוחד כהגדרתו בתקנה 44, רשאית הרשות לפטור מהוראות תקנה זו, וכן להתנות את מתן הפטור בכך שיצוינו בתשקיף חלק מן הפרטים שיש להביאם בהתאם לתקנה זו; לעניין זה "תאגיד מאוחד" - חברה מאוחדת וחברה מאוחדת באיחוד יחסי כהגדרתם בתקנות דוחות כספיים שנתיים".

תחילה .2 תחילתן של תקנות אלה 30 יום ממועד פרסומן.

(_____ התשע"א)

(_____ 2011)

(חמ 3-1829)

יובל שטייניץ

שר האוצר