



26 ביוני 2017

לכבוד

לכבוד

מר רוני עמיחי, רו"ח
מר אמיר הלמר, עו"ד
כלכלן ראשי ומנהל יחידת חיתום ודירוג
יועמ"ש ומשנה למנהל מחלקת תאגידיים
רשות ניירות ערך
רשות ניירות ערך

שלום רב,

הנדון: תמר פטרוליום בע"מ - הנפקה בינלאומית של מניות ורישומן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ

הרינו לפנות אליכם בקשר עם הנפקה ראשונה של מניות תמר פטרוליום בע"מ ("החברה") ורישומן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ ("הבורסה"), כדלקמן:

א. רקע

1. החברה, שהינה חברה בבעלות מלאה של דלק קידוחים שותפות מוגבלת, בוחנת הנפקה לראשונה של מניותיה ורישומן למסחר בבורסה. במסגרת זו, מעוניינת החברה כי הנפקת המניות תבוצע הן במסגרת הצעה בישראל אשר תופנה למשקיעים מוסדיים והן במסגרת הצעה מחוץ לישראל אשר תופנה למשקיעים זרים: הצעה בארה"ב לסוגים מסוימים של משקיעים אמריקניים מכוח Rule 144A ל- Securities Act of 1933 ("Rule 144A" וה- "Securities Act", בהתאמה) והצעה במדינות אחרות לסוגים מסוימים של משקיעים שאינם אמריקניים מכוח Regulation S ל- Securities Act ("Reg S")¹.
2. לידר הנפקות (1993) בע"מ ישמש כחתם המוביל בקונסורציום החתמים הישראליים בהנפקה, ואילו את ההפצה מחוץ לישראל יובילו בנקי ההשקעות הבינלאומיים J.P Morgan Securities plc ו- HSBC Bank plc (שניהם יחד: "המפיצים הבינלאומיים"). הליך ההנפקה אף מלווה על ידי פירמות עורכי הדין הבינלאומיות Davis Polk & Wardwell LLP (עו"ד החברה) ו- Latham & Watkins LLP (עו"ד המפיצים הבינלאומיים).
3. בעולם, הנפקות ה- Rule 144A וה- Reg S מתאפיינות ברמה גבוהה של סטנדרטיזציה. המשקיעים הפוטנציאליים הם, במקרים רבים, גופים בינלאומיים המפזרים את השקעותיהם ברחבי העולם. מסמכי ההצעה ערוכים על פי סטנדרטים מקובלים. תהליכי השיווק וההנפקה מנוהלים אף הם בהתאם לכללים אחידים.

¹ הנפקות הכוללות הצעות מכוח Rule 144A ו- Reg S הן נפוצות ביותר ברחבי העולם. כך, לשם המחשה, מרבית ההנפקות בשוק הראשוני (IPO) באירופה נעשות בהסתמך על Rule 144A ו- Reg S: מאז שנת 2010 בוצעו כ- 300 הנפקות ראשוניות שבמסגרתן גויסו כ- 200 מיליארד אירו.

4. אחת המטרות המרכזיות שעמדו לנגד עינינו בגיבוש מבנה ההנפקה המתוכנן היא להתאים את האופן שבו מבוצעת ההנפקה, ככל הניתן, לסטנדרטים הבינלאומיים להנפקות Rule 144A ו- Reg S בעולם. סטייה מסטנדרטים אלו, עלולה לפגוע בסיכויי ההנפקה נוכח רתיעה אפשרית של המשקיעים הפוטנציאליים מהשתתפות בהנפקה שאינה ערוכה על פי הכללים המוכרים להם וחוסר הרצון להשקיע משאבים בלימוד וניתוח משמעויות הסטייה.
5. כך, משיחות שקיימנו עם שחקנים שונים העוסקים בתחום עולה, כי לא מן הנמנע כי אחת הסיבות העיקריות לכך שמשקיעים בינלאומיים מדירים רגליהם מהנפקות ישראליות בכלל (והנפקות IPO בישראל בפרט) היא השוני המהותי בין מבנה ההצעה המקובל בישראל (הצעה אחידה בדרך של מכרז) למבנה ההצעה המקובל בשווקים מובילים בעולם (המבוסס על הליך של Book Building).
6. אנו מאמינים כי ההנפקה המתוכננת מהווה הזדמנות משמעותית להביא לישראל משקיעים זרים שהשקעתם תירשם למסחר בבורסה בתל אביב- הנפקה גדולה של חברה הפועלת בתחום המרכז עניין רב בקרב משקיעים זרים². מדובר בהזדמנות ייחודית לטעמנו לפתיחת השוק הישראלי למשקיעים בינלאומיים, וליצירת פלטפורמה לגיוסים עתידיים במתכונת דומה.
7. אנו מאמינים כי הצלחת ההנפקה המתוכננת תשפיע לחיוב על שוק ההון הישראלי. היא תגדיל את החשיפה של משקיעים זרים לשוק זה, אשר אינו מוכר לרבים מהם, ואף תסלול את הדרך להשתתפותם של אותם משקיעים בהנפקות נוספות בעתיד.
8. בהתאם, אנו, כמו המפיצים הזרים, בדעה כי מתן אפשרות למשקיעים זרים לבצע השקעות בישראל בהתאם לסטנדרטים התואמים לסטנדרטיים בינלאומיים, הכרחי, שכן משקיע זר אשר נדרש ללמוד מערכת כללים חדשה ולהבין מבנה הנפקה שונה מהמבנה המוכר לו, צפוי להירתע מהשקעת המשאבים הנחוצים לבחינת ההנפקה.

ב. תמצית הפניה

לצורך התאמת מבנה ההנפקה המתוכנן לסטנדרטים הבינלאומיים המוכרים למשקיעים הזרים, נבקש את אישורה של הרשות, כדלקמן:

- א. המפיצים הבינלאומיים אינם מחויבים בתנאי הכשירות והרישום הקבועים ביחס לחתם (לרבות חתם זר) בתקנות ניירות ערך (חיתום), התשס"ז - 2007 ("תקנות החיתום") או בחתימה על תשקיף החברה, לנוכח העובדה שאינם נחשבים כ"חתם" על פי חוק ניירות ערך, תשכ"ח - 1968 ("חוק ניירות ערך");
- ב. המפיצים הבינלאומיים אינם נחשבים כ"מפיץ בהצעה לציבור" על פי תקנה 23 לתקנות החיתום לנוכח העובדה שפעולות ההפצה שיבוצעו על ידיהם יבוצעו מחוץ לישראל באופן שאינו מהווה הצעה לציבור בישראל, או, לחלופין - כי המפיצים הבינלאומיים אינם נדרשים לעמוד בתנאי

² בהקשר זה ראוי אף להזכיר כי פעילותה העתידית של החברה - החזקה בזכויות במאגר הגז תמר, אינה זרה לשוק הבינלאומי. בשנת 2014 ביצעה דלק הנפקה בינלאומית בהיקף של כ- 2 מיליארד דולר של אגרות חוב על פי Rule 144A ו- Reg S, אשר נרשמו למסחר במערכת "רצף מוסדיים" של הבורסה ("תמר בונדי"). אגרות החוב מובטחות, בין היתר, בשעבוד על זכויותיה של דלק במאגר תמר.

הכשירות הקבועים בתקנה 23 לתקנות החיתום או להפקיד פיקדון כאמור בתקנה האמורה בקשר עם פעולות ההפצה שיבוצעו על ידיהם מחוץ לישראל.

ג. סוגי המשקיעים הזרים להם החברה מבקשת להציע מניות, כפי שיפורט להלן, ייחשבו "משקיעים מוסדיים", כהגדרתם בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 ("תקנות אופן ההצעה").

להלן נפרט את עמדתנו ונימוקינו ביחס לכל אחת משלוש הקביעות לעיל.

ג. מבנה ההצעה המתוכנן

1. בכוונת החברה להציע את המניות, בישראל ומחוץ לישראל, במתכונת המתוארת להלן:

א. ההצעה תופנה בישראל למשקיעים מוסדיים³ ומחוץ לישראל למשקיעים מוסדיים זרים (ראו פירוט בהמשך). המניות יונפקו במחיר זהה לכל המשקיעים.

ב. ההצעה תובטח בהתחייבות חיתומית בהיקף של לפחות 25% מההנפקה בידי קונסורציום של חתמים ישראליים אשר אף יחתמו על התשקיף.

ג. "Book Building" ותמחור

האלוקציה של המניות בין הניצעים (ישראלים וזרים) תיעשה בהליך של Book Building, כמקובל בהנפקות הון וחוב בינלאומיות. המפיצים הזרים ינהלו את הליך ה - Book Building מחוץ לישראל, והחתם הישראלי ינהל את ההליך בישראל. המשקיעים, הן הזרים והן המקומיים, יעודכנו במקביל ומעת לעת במהלך ה - Road Show ביחס לסטטוס ה - Book Building, כמקובל בחו"ל. התמחור ייעשה לכל המשקיעים, זרים ומקומיים, כקבוצה, כמפורט להלן:

(1) החתם הישראלי והמפיצים הזרים יקבלו הזמנות ממשקיעים ישראלים או זרים, לפי העניין, עד לשעות אחר הצהריים של יום התמחור (Pricing Day). תמחור ההצעות ייעשה מספר שעות מאוחר יותר.

(2) בשלב ה - Pricing (המועד בו נקבע מחיר ההנפקה), החברה יחד עם החתם הישראלי והמפיצים הזרים, יקבעו את האלוקציה של המניות בין המשקיעים השונים, הישראלים והזרים, בהתבסס על הביקושים שיירשמו.

(3) האלוקציה בין המשקיעים הזרים לבין עצמם תיקבע על ידי החברה בהתייעצות עם המפיצים הזרים, והאלוקציה בין המשקיעים הישראליים לבין עצמם תיקבע על ידי החברה בהתייעצות עם החתם הישראלי.

³ ייתכן כי בישראל תבוצע גם הצעה אחידה למשקיעים שאינם מוסדיים, בהתאם לתקנה 11(א)(1)(ב) לתקנות אופן ההצעה, במחיר זהה למחיר ההצעה הלא-אחידה.

ד. מסמכי ההצעה

(1) ההצעה בישראל תיעשה על פי תשקיף הערוך על פי תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף - מבנה וצורה), תשכ"ט-1969, ואשר רשות ניירות ערך התירה את פרסומו ("התשקיף").

(2) ההצעה מחוץ לישראל תיעשה על פי "מזכר הצעה בינלאומי" (International Offering Memorandum) אשר יורכב מתרגום לאנגלית של התשקיף, בצירוף מסמך "כריכה" ("Wrapper"), שהינו מסמך קצר יחסית, בשפה האנגלית, אליו יצורף כאמור התרגום לאנגלית של התשקיף. ב - Wrapper ייכללו מספר גילויים ייעודיים בפורמט המותאם לסטנדרטים הנהוגים בחו"ל, כגון - תיאור (תמציתי) של עסקי החברה, גורמי סיכון הרלוונטיים למשקיעים זרים בנוסח מקובל (דוגמת - סיכון ההשקעה בישראל), התייחסות להיבטי מיסוי של השקעה במנפיק ישראלי על ידי משקיע זר, תיאור הרגולציה החלה על החברה במתכונת המותאמת למשקיע זר אשר אינו בקיא במשטר הרגולטורי החל בישראל, הגבלות מכירה (selling restrictions) מחוץ לישראל וכיוצ"ב.

(3) ה - Wrapper לא יכלול מידע מהותי שאינו פומבי. על מנת להבטיח זאת, למען הזהירות ובכפוף לתיאום עם סגל הרשות, ככל שהחברה תסבור כי נכלל בו מידע מהותי לא-פומבי אודות החברה או פעילותה, מידע זה ידווח לציבור בישראל באמצעות פרסומו במערכות המגנ"א והמא"י (בדומה לפרסום מצגות שוק הון), בד בבד עם פרסום התשקיף הישראלי.

ד. מעמדם של המפיצים הזרים על פי חוק ניירות ערך

1. על פי המתוכנן, המפיצים הזרים יתקשרו בהסכם הפצה (Placing Agreement), אשר צפוי להיחתם ביום ה - Pricing. ההסכם יכלול תניות מקובלות להסכמים מסוג זה בהצעות על פי Rule 144A ו - Reg S, לרבות:

א. תיאור שירותי המפיצים הזרים, ובכלל זה התחייבות שלהם להפעיל את מיטב המאמצים ("best efforts") להשיג רוכשים למניות המיועדות להצעה מחוץ לישראל. כמו כן, ובהתחשב גם במגבלות הנובעות מהשוני בו מבוצעת סליקת ניירות הערך והתשלום בהנפקה בחו"ל לבין מתכונת הסליקה הנהוגה בבורסה בתל-אביב (כמפורט להלן), יתחייבו המפיצים הבינלאומיים להבטיח את ביצוע התשלום על ידי המשקיעים הזרים, באופן המתואר בהמשך.

ב. מצגים שונים והתחייבויות מסויימות של החברה לטובת המפיצים הזרים.

ג. הסדרים בקשר עם עמלות שישולמו למפיצים הזרים בתמורה לשירותיהם. בהקשר זה ראוי להדגיש כי העמלות שישולמו למפיצים הזרים ייקבעו כשיעור (באחוזים) משווי סך ניירות הערך

אשר יימכרו בהנפקה מחוץ לישראל. מדובר במבנה בו המפיצים הזרים אינם רוכשים את המניות על מנת למכור אותן למשקיעים במחיר גבוה יותר ממחיר הרכישה⁴.

ד. התחייבויות של החברה לשפות את המפיצים הזרים במקרים של הפרת מצגים והתחייבויות על ידיה, קיומו של פרט מטעה או חסר ב - International Offering Memorandum וכן התחייבות כללית לשיפוי ביחס לנזקים או תביעות בקשר עם ההנפקה (בכפוף לסייגים המקובלים).

ה. תנאים מתלים מסוימים לכניסתן לתוקף של התחייבויות המפיצים הזרים וזכויות המפיצים הזרים לסיום ההסכם בנסיבות הרלוונטיות.

2. באותו מועד, תתקשר החברה בהסכם חיתום בנוסח מקובל עם החתמים הישראליים. ההסכם צפוי לכלול את התחייבויות החתם הישראלי לחתום על התשקיף, כמו גם התחייבותו החיתומית ביחס ל - 25% לפחות מסך המניות המוצעות (כלומר 25% מכמות המניות המוצעות הן לשוק הישראלי והן לשוק הבינלאומי, במצטבר). יוער, כי במועד ה - Pricing צפויים החתמים הישראליים לקבל התחייבויות מוקדמות ממשקיעים ישראליים לרכישת המניות שיוקצו להם בהנפקה.

3. כפי שנסביר להלן, במבנה ההנפקה המוצע, אין המפיצים הזרים פועלים כחתמים כמשמעם בחוק ניירות ערך, או כמפיצים ב"הצעה לציבור" לעניין תקנה 23 לתקנות החיתום:

א. חוק ניירות ערך מגדיר "חתם" כ-"מי שהתחייב בהתחייבות חיתומית". התחייבות חיתומית מוגדרת כ -

"התחייבות לרכוש ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף אם לא ירכוש אותם הציבור או התחייבות לרכוש ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף כדי למכור אותם לציבור"

כפי שנראה - שתי החלופות הכלולות בהגדרה אינן מתקיימות במקרה דנן.

ב. ראשית, על פי מבנה ההנפקה המתוכנן, המניות יוצעו למשקיעים הזרים מחוץ לישראל, על פי מסמכים בשפה האנגלית, השיווק של ההנפקה למשקיעים אלו יבוצע מחוץ לישראל ולמשקיעים מוסדיים שאינם מהווים "ציבור". משכך, ההצעה למשקיעים הזרים אינה עולה כדי "הצעה לציבור" כמשמעה בחוק ניירות ערך. ממילא עולה, כי המפיצים הזרים אינם מתחייבים לרכוש מניות במקרה שה"ציבור" לא ירכוש אותן. גם אין הם רוכשים אותם לצורך מכירה ל"ציבור".

ג. אך חשוב מכך - המפיצים הבינלאומיים לא יתחייבו לרכוש את ניירות הערך המוצעים אם הציבור אינו רוכש אותם או לרכוש אותם כדי למכור אותם לציבור, אלא יתחייבו, כי ככל שמשקיע מסוים אשר כבר בוצעה לו אלוקציה של מניות במסגרת ההצעה מחוץ לישראל לא יעביר את התשלום בגין המניות, התשלום יועבר על ידי המפיצים הבינלאומיים בתמורה למניות. התחייבות המפיצים

⁴ והשוו: מ' ימין וא' וסרמן, תאגידים וניירות ערך (2006) ("ימין ווסרמן") בעמ' 306 - שם מתוארת שיטת ה - Firm Commitment במסגרתה "רוכש החתם את מלוא ההנפקה ולוקח על עצמו את הסיכון כי לא יצליח למכרה למשקיעים ויישאר עם ניירות הערך שלא נמכרו", כאשר החתם נהנה מהפער בין המחיר שבו הוא רוכש את ניירות הערך לבין המחיר שבו הוא מוכר אותם.

הבינלאומיים מביטחה, אפוא, רק את תשלום התמורה (סיכון הסליקה) ולא את קיומם של קונים בהנפקה (סיכון הביקוש), כמפורט להלן:

סמוך לאחר ה - Pricing, יבוצע הליך של אישור האלוקציה (confirmation of allocation) בידי המשקיעים, במתכונת המקובלת בחו"ל, ובשלב זה המשקיעים הופכים למחויבים לרכוש את המניות שהוקצו (allocated) להם.

תהליך אישור האלוקציה הינו תהליך דו שלבי:

(1) עם הכרזת המחיר (ה - Pricing Announcement) אשר מבוצעת בסמוך לאחר ה - Pricing וקביעת האלוקציה, יתקשר דסק השיווק של המפיצים הזרים (טלפונית או באמצעות צ'אט אלקטרוני) לכל אחד מהמשקיעים הזרים כדי לאשר את הקצאת ניירות הערך במחיר שנקבע.

(2) לאחר מכן, ובאותו יום, יישלח לכל משקיע זר גם "אישור מסחר אלקטרוני" (electronic trade communication) הידוע גם כ - "contract note", בו מפורט מחיר המניה שנקבע, הכמות המוקצית למשקיע (היינו, אותו מידע שנמסר בשיחת הטלפון), וכן מצוינים בו סכומים נוספים לתשלום במועד הסליקה (כגון עמלות, מיסים והיטלים וכיוצ"ב), תוך ציון מועד השיחה הטלפונית שנתקיימה. ה - contract note הנו, אפוא, תיעוד של ההתחייבות החוזית של המשקיע לרכוש את ניירות הערך. התחייבות זו נכנסת לתוקף, לכל המאוחר, בזמן השיחה הטלפונית.

רק לאחר ביצוע אישור האלוקציה בידי המשקיע, בשלב שהמשקיע כבר מחויב לרכוש את המניות, תיכנס לתוקפה התחייבות המפיצים הזרים הקבועה ב - Placement Agreement לשלם את תמורתן ככל שהמשקיע יפר את התחייבותו.

הנה, אפוא, המהות האמיתית של התחייבותם של המפיצים הזרים היא להבטיח את תשלום תמורת ההנפקה בידי המשקיע אשר התחייב לכך. בהיבט זה, אין הדבר שונה, מהותית, מהבטחת תשלום התמורה בעסקת רכישה נייר ערך בהנפקה על ידי חבר בורסה.

ד. מכיוון שהמפיצים הזרים אינם נושאים בסיכון אמיתי של כשלון ההנפקה (סיכון הביקוש), אין הצדקה להטיל עליהם אחריות חיתומים מכוח חוק ניירות ערך⁵. נעיר עוד, כי להתחייבות המתוארת של המפיצים הזרים להבטחת סיכון הסליקה קיימת חשיבות תפעולית מיוחדת בקונטקסט של הנפקה בינלאומית המבוצעת בישראל ונסלקת דרך מסלקת הבורסה. זאת, מכיוון שבניגוד לנהוג בבורסות אחרות בעולם, בהן סליקת ניירות הערך בהנפקה מבוצעת בפרוצדורת "נייר תמורת תשלום" (DVP - Delivery Versus Payment), סליקת ניירות הערך בהנפקה על ידי מסלקת הבורסה מבוצעת רק לאחר קבלת התמורה (שכן על ניירות הערך להיות "נפרעים במלואם" במועד ההנפקה, בעוד שלא קיימת אפשרות מיכונית לביצוע העסקה בפרוצדורת DVP). בנסיבות אלה, כאשר המשקיעים הזרים מורגלים להעביר תמורה רק כנגד נייר הערך, לא קיימת

⁵ ר' ימין ווסרמן (עמ' 290): "א. מבטח ההנפקה - החתם מתחייב לרכוש את ניירות הערך המוצעים על ידי החברה אם לא יימצא להם קונה (על פי שיטת החיתום הישראלית), או רוכש אותם מראש ומחפש עבורו קונים (על פי שיטת החיתום האמריקאית)... [ההדגשות נוספו - הח.מ.]

אפשרות מעשית לגבות מהם את התמורה מראש וטרם ביצוע ההקצאה. התחייבות המפיצים הזרים מסייעת, הלכה למעשה, לגשר על פער זה בין הסטנדרטים הנהוגים בשווקים הבינלאומיים לבין היכולות התפעוליות של השוק המקומי, תוך הבטחת תשלום התמורה למנפיק אף במקרה של כשל אצל אחד המשקיעים.

ה. עוד ראוי להעיר, כי גם אילו סווגו המפיצים הזרים כ"חתמים זרים" לעניין תקנות החיתום, הרי שהיו פטורים מהמגבלות הקבועות בתקנות 10(א), 2), (3) ו- (ב) לתקנות החיתום (לרבות המגבלות על שיעור ההתחייבות החיתומית ושימוש כחתם מתמחר בהצעות לציבור של תאגידים המשתייכים לקבוצה לה הלוואות מהותיות מקבוצת החתם או שניירות הערך נועדו לפרעון חובות לקבוצת החתם).

זאת, משום שתקנה 10(ג) לתקנות החיתום מחריגה במפורש מתחולתן של מגבלות אלו חתם זר שההון העצמי שלו או של תאגיד שמאחד בדוחותיו את דוחות החתם הזר הוא 10 מיליארד דולר או יותר. למותר לציין שהונם העצמי של המפיצים הזרים עולה עשרות מונים על סכום זה.

ו. **לסיכום סוגיה זו, התחייבות המפיצים הזרים במסגרת הסכם ההפצה "לרכוש" את ניירות הערך המוצעים אם משקיע המחויב להעביר את התמורה בגינם יפר התחייבות זו מבטחת, הלכה למעשה, את סיכון הסליקה ולא את סיכון הביקוש. אין מדובר, אפוא, בהתחייבות חיתומית כמובנה בחוק ניירות ערך.**

ז. הגדרת "מפיץ"

לבסוף, לעניין סוגיית תחולת תקנה 23 לתקנות החיתום (הקובעת תנאי כשירות למפיץ בהצעה לציבור), נבהיר, כי תפקידם של המפיצים הזרים אינו כולל הפצה במסגרת "הצעה לציבור". כאמור, המפיצים יפעלו לשיווק המניות למשקיעים זרים מחוץ לישראל בלבד (ואף אינם משקיעים המהווים "ציבור"). בנסיבות אלה, ובהתאמה לעמדת הרשות - אין מדובר בהצעה לציבור בישראל המהווה "הצעה לציבור"⁶.

למען הסדר הטוב נציין, כי במסגרת ההנפקה המתוכננת, יחולו על המפיצים הזרים המגבלות על הקצאה למשקיעים מוסדיים מקורבים הקבועות בתקנה 13 לתקנות אופן ההצעה החלות על מפיצים וחתמים, והן, כאמור לעיל, המגבלה הקבועה בסעיף 17 לחוק ניירות ערך לעניין הצעת ניירות ערך במחיר אחיד.

לחלופין, נבקש את אישור הרשות כי המפיצים הבינלאומיים אינם מחויבים בעמידה בתנאי הכשירות וחובת הפקדת פיקדון הקבועה בתקנה 23 לתקנות החיתום.

ה. הגדרת "משקיע מוסדי" לעניין המשקיעים הזרים

1. תקנות אופן ההצעה קובעות כי הרוכשים בהצעה לא-אחידה יהיו משקיעים מוסדיים בלבד, כלומר:

א. משקיע המנוי בפרטים (1) עד (3) או (11) בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך (דהיינו - קרן נאמנות, קופת גמל או חברה מנהלת, מבטח, או תאגיד שההון העצמי שלו עולה על 50 מיליון ש"ח), הרוכש עבור עצמו.

⁶ ר' בין היתר - עמדת סגל משפטית 103-39, שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור (4.6.2016).

ב. תאגיד בנקאי ותאגיד עזר הרוכשים עבור עצמם.

ג. מנהל תיקים הרוכש עבור כל אחד מהאמורים בס"ק (א) ו - (ב) לעיל או (ד) להלן.

ד. תאגיד שהתאגד מחוץ לישראל שמאפייניו דומים לאלה של משקיע המנוי בס"ק (א) ו - (ב) לעיל.

2. כפי שנפרט להלן, נבקש את אישור הרשות לכך שלצורך ס"ק (ד) לעיל, המשקיעים המנויים להלן ייחשבו כמשקיע "שמאפייניו דומים לאלה של משקיע המנוי בס"ק (א) ו-(ב) לעיל" ("הגדרות הדין הזר") ובלבד שמתקיים גם האמור בסעיף 3 להלן -

א. משקיע שהוא "Qualified Institutional Buyer" ("QIB"), כהגדרתו ב-Rule 144A.

ב. משקיע המנוי בקטגוריה הראשונה של הגדרת Professional Client הכלולה ב- Annex II של ה- Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (הידועה כ- "MiFID") ("Categories of clients who are considered to be professional").

ג. משקיעים קנדיים שאינם יחידים, והינם "accredited investors", כהגדרתם ב- National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or subsection 73.3(1) של ה- Securities Act (Ontario), והינם "permitted clients" כהגדרתם ב- National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations.

הגדרות הדין הזר המלאות, מפורטות ב**נספח א'** לפניה זו.

3. כתנאי נוסף, במסגרת מסמכי ההצעה בחו"ל תיכלל הוראה לפיה: ההצעה מוגבלת למשקיעים העונים על ההגדרות הדין הזר בלבד, ובתנאי שהם עונים גם על אחד מהתנאים המפורטים להלן וכי יראו כל משקיע זר הרוכש מניות בהנפקה מחוץ לישראל כאילו הצהיר, בעצם רכישת המניות בהנפקה, כי מתקיים לגביו אחד מהתנאים הבאים ("**המגבלות הנוספות**"):

a. The investor is an entity with an equity exceeding ILS 50 million or an equivalent amount in another currency based on its latest financial statements;
or -

b. The investor, together with any entity controlling, controlled or under common control with such entity, in the aggregate, have assets under management and/or own and invest on a discretionary basis in securities of issuers that are not affiliated with the investor, in an aggregate amount exceeding ILS 100 million or an equivalent amount in another currency.

יודגש, כי המפיצים הזרים לא יידרשו לאמת באופן עצמאי את עמידת המשקיע במגבלות הנוספות, ומדובר בהצהרה שתיכלל במסמכי ההצעה מחוץ לישראל. כן יודגש, כי לנוכח הקושי בהחתמת משקיעים על הצהרות בקשר עם ההנפקה (בהינתן שהדבר אינו מקובל בהנפקות בחו"ל), לא יידרש המשקיע לחתום על הצהרות במסגרת ההנפקה הספציפית.

4. נבקש להדגיש, כי כפי שנמסר לנו על ידי המפיצים הזרים, אין להם אפשרות מעשית לבחון, לצורכי הנפקה ספציפית, לאיזו מהחלופות הכלולות בהגדרה הכללית אליה משתייך המשקיע (למשל - הגדרת QIB) נכנס אותו משקיע. מסיבה זו, אין באפשרותנו להגביל את ההצעה לסוגי משקיעים ספציפיים המנויים בהגדרות הדין הזר.

יחד עם זאת, במסגרת פניה זו הגבלנו את סוגי המשקיעים אשר ביחס אליהם נבקש אישור לעמידתם בהגדרת "משקיע מוסדי" (המשקיעים העונים על "הגדרות הדין הזר" כאמור לעיל) ל"שכבה העליונה" של המשקיעים המתוחכמים הפטורים מחובת פרסום תשקיף על פי הדין במדינות הרלוונטיות.

לא כללנו בהגדרות המבוקשות סוגים נוספים של משקיעים מתוחכמים ("מסווגים") אשר על פי הדין הזר החל במדינה הרלוונטית ההצעה להם היא פטורה מחובת פרסום תשקיף⁷. תחת זאת, הגבלנו את בקשתנו למשקיעים מוסדיים אשר עונים על דרישות הסף הגבוהות ביותר של פעילות פיננסית ותחכום, תחת הדין הזר הרלוונטי.

5. כידוע, וכפי שאף עולה מעיון בדיוני ועדת הכספים של הכנסת שקדמו לחקיקת תקנות אופן ההצעה⁸, האפשרות לבצע הנפקה באמצעות הצעה לא-אחידה התווספה לתקנות אופן ההצעה במטרה "לפתוח" את שוק ההון הישראלי למשקיעים בינלאומיים, כך שיוכלו להשתתף בהנפקה המתנהלת באופן המוכר להם.

6. מטרת המגבלה הקבועה בתקנות אופן ההצעה ביחס להצעה לא אחידה, לפיה רק משקיעים מוסדיים יוכלו להשתתף בהנפקה על פי הצעה כאמור, היתה למנוע אפליה של משקיעים פרטיים במועד הקצאת ניירות הערך, וזאת על רקע שיקול הדעת הרחב שניתן למנפיק ו/או לחתם בקשר עם האלוקציה כאמור. כך, למשל, החשש למתן טובות הנאה לא נאותות למשקיעים מסוימים, מתוך מטרה לקבל תמורה עתידית בעבורם. מדובר בשיקול הנוגע להסדרת שוק ההון המקומי ומניעת פגיעה בסוגים מסוימים של משקיעים מקומיים. **לדידנו, כאשר מדובר בהנפקה למשקיעים זרים, ממילא האינטרס הרגולטורי במניעת כשלי שוק ממין זה הוא מצומצם (שהלא אין זה מתפקידה של רשות ניירות ערך בישראל לדאוג לאי-אפלייתם של משקיעים בחו"ל).**

7. ההגדרה של "משקיע מוסדי" בדין הישראלי אינה מוכרת לשחקני השוק הבינלאומי. הרגולציה הזרה הרלוונטית קבעה כללים אחרים - דומים אך לא זהים - ביחס למשקיעים שרשאים להשתתף בהנפקה על פי הצעה מכוח Rule 144A או Reg-S.

⁷ כך, למשל, לא כללנו ברשימה המבוקשת את סוגי המשקיעים הבאים: (1) "accredited investors" כהגדרתם ב-Rule 501 ל-U.S Securities Act of 1933, הגדרה הכוללת, בין היתר, יחידים בעלי נכסים נזילים בשווי גבוה ומשקיעים נוספים בדרגת תחכום פחותה מ-QIB; (2) "Professional Clients", המנויים בקטגוריות האחרות (שאינה הקטגוריה הראשונה) להגדרת Professional Clients הכלולה ב-Anex II של ה-MiFID; (3) ביחס למשקיעים קנדיים - החרגנו מההגדרות הרלוונטיות משקיעים שהם יחידים.

⁸ ראו דברי מר משה טרי, יו"ר הרשות, בדיון בוועדת הכספים מיום 19.2.2007: "בתקנות האלה אנחנו גם גורמים לכך שחתמים מחוץ לארץ, חתמים גדולים, יוכלו לבוא ולהתחרות כאן" (עמ' 6 לפרוטוקול), וכן דברי מר שמשון אלבק, היועץ המשפטי של רשות ניירות ערך, בדיון בוועדת הכספים מיום 21.6.2009: "מדובר על פרוצדורה של הצעה לא אחידה. זאת פרוצדורה שהיא חדשה במשפט הישראלי והיא נועדה להתאים בין המשפט הישראלי לבין איך שנוהגים לבצע הנפקות בחוץ לארץ" (עמ' 3 לפרוטוקול).

8. כאמור, תקנות אופן ההצעה אינן דורשות כי משקיע בהצעה לא-אחידה יענה על דרישות הגדרת "משקיע מוסדי" בחוק ניירות ערך, אלא דורשות כי יהיה בעל מאפיינים דומים לאלו של משקיע מוסדי ישראלי.

9. אנו סבורים כי המשקיעים העונים על הגדרות הדין הזר, שהינן ההגדרות הרלוונטיות על פי דיני ניירות ערך החלים על הגופים להם יש כוונה להציע מניות בהנפקה המתוכננת, עונים גם על תכלית הדרישות המפורטות בתקנות אופן ההצעה ביחס ל"מאפיינים דומים", שכן הם אינם משקיעים פרטיים והינם משקיעים אשר רשאים להשתתף בהנפקות לפי Rule 144A ו- Reg S.

10. עוד אנו סבורים שמקום בו מחילים הגדרות מהדין המקומי ביחס לגופים זרים, יש לפרש את המונח "דומה" בצורה רחבה, בהתבסס על המאפיינים המתאימים לשווקים הרלוונטיים, ובאופן המקיים את מטרות החוק, ולא בצורה דווקנית וצרה. החלת פרשנות דווקנית וצרה תחטא לכוונת המחוקק ומחוקק המשנה לפתוח את שוק ההון המקומי למשקיעים זרים, כפי שזו באה לידי ביטוי בהוספת האפשרות לביצוע הצעה לא-אחידה במסגרת תקנות אופן ההצעה וחוק ניירות ערך. יפים לעניין זה דבריה של כב' השופטת רות רונן בעניין Mylan v. Perrigo⁹ -

" אין ספק כי קיומם של דינים תובעניים בהתייחס לכללי הרישום - עלולים לפגוע באטרקטיביות האפשרית של שוק ההון בישראל, וברצונן של חברות זרות להירשם למסחר בבורסה בתל אביב. מאחר שכאמור המחוקק היה סבור כי רישום כזה הוא רצוי (ואין זה המקום לחוות דעה האם ובאיזו מידה הוא אכן רצוי), יש לפרש את הוראת ס' 46ב באופן שיעודד אותו, או לפחות לא ירתיע חברות זרות מלהירשם בישראל"

[ההדגשות הוספו - הח.מ.]

11. אם לא ניתן יהיה ליישר את הגדרת המשקיעים הרלוונטיים עם סוגי המשקיעים להם מקובל להציע ניירות ערך בהנפקות דומות, הסיכוי כי משקיעים בינלאומיים ישתתפו בהצעה נמוך.

ונדגיש - קיים קושי לא מבוטל להביא משקיעים זרים להשקיע בישראל, שוק שאינו מוכר להם. כל חריגה מהסטנדרטים הבינלאומיים המוכרים להם, כגון דרישה לחתימה על אישורים והצהרות או המצאת מסמכים ואסמכתאות, מקטינה את הסיכויים להנפקה מוצלחת מחוץ לישראל.

12. בהתאם, אנו מבקשים בזאת את אישור רשות ניירות ערך לכך שמשקיעים העונים על איזו מהגדרות הדין הזר המנויות לעיל והמפורטות בנספח א' למכתב זה, הינם "משקיעים מוסדיים" כמשמעותם בתקנות אופן ההצעה.

לעניין זה, לא נתקבל הצהרה בכתב של המשקיע בדבר עמידתו בהגדרות האמורות במסגרת ההנפקה, אולם ה - "Wrapper" יכלול הוראה לפיה ההצעה מבוצעת רק למשקיעים העונים על איזו מההגדרות המפורטות לעיל, וכן המפיצים הזרים יאשרו לחברה כי ינקטו במאמצים סבירים בהתאם למקובל

⁹ תא (תי"א) 40274-09-15 Mylan N.V נ' Perrigo Company Plc (פורסם בנבו, 28 באוקטובר 2015), ס' 79 לפסק הדין.

אצלם על מנת לוודא שהמניות המופצות באמצעותם מחוץ לישראל מופצות למחזיקים העונים על איזו מההגדרות כאמור.

אנו מודים לכם על נכונותכם לבחון את פנייתנו בהקדם ונשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה או הבהרה.

בכבוד רב,

שיראל גוטמן - עמירה, עו"ד
אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות'

אברהם וול, עו"ד
ניצן סנדור, עו"ד
פישר בכר חן וול אוריון ושות'

נספח א' - הגדרות

Definition of "Qualified Institutional Buyer" - Rule 144A promulgated under the Securities Act of 1933 (the "Act")

1. For purposes of this section, *qualified institutional buyer* shall mean:

i. Any of the following entities, acting for its own account or the accounts of other qualified institutional buyers, that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$100 million in securities of issuers that are not affiliated with the entity:

A. Any *insurance company* as defined in section 2(a)(13) of the Act;

Note: A purchase by an insurance company for one or more of its separate accounts, as defined by section 2(a)(37) of the Investment Company Act of 1940 (the "Investment Company Act"), which are neither registered under section 8 of the Investment Company Act nor required to be so registered, shall be deemed to be a purchase for the account of such insurance company.

B. Any *investment company* registered under the Investment Company Act or any *business development company* as defined in section 2(a)(48) of that Act;

C. Any *Small Business Investment Company* licensed by the U.S. Small Business Administration under section 301(c) or (d) of the Small Business Investment Act of 1958;

D. Any *plan* established and maintained by a state, its political subdivisions, or any agency or instrumentality of a state or its political subdivisions, for the benefit of its employees;

E. Any *employee benefit plan* within the meaning of title I of the Employee Retirement Income Security Act of 1974;

F. Any trust fund whose trustee is a bank or trust company and whose participants are exclusively plans of the types identified in paragraph (a)(1)(i)(D) or (E) of this section, except trust funds that include as participants individual retirement accounts or H.R. 10 plans;

G. Any *business development company* as defined in section 202(a)(22) of the Investment Advisers Act of 1940;

H. Any organization described in section 501(c) (3) of the Internal Revenue Code, corporation (other than a bank as defined in section 3(a)(2) of the Act or a savings and loan association or other institution referenced in section 3(a)(5)(A) of the Act or a foreign bank or savings and loan association or equivalent institution), partnership, or Massachusetts or similar business trust; and

I. Any *investment adviser* registered under the Investment Advisers Act.

ii. Any *dealer* registered pursuant to section 15 of the Securities Exchange Act of 1934 (the "**Exchange Act**"), acting for its own account or the accounts of other qualified institutional buyers, that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$10 million of securities of issuers that are not affiliated with the dealer, *Provided*, That securities constituting the whole or a part of an unsold allotment to or subscription by a dealer as a participant in a public offering shall not be deemed to be owned by such dealer;

- iii. Any *dealer* registered pursuant to section 15 of the Exchange Act acting in a riskless principal transaction on behalf of a qualified institutional buyer;

Note: A registered dealer may act as agent, on a non-discretionary basis, in a transaction with a qualified institutional buyer without itself having to be a qualified institutional buyer.

- iv. Any investment company registered under the Investment Company Act, acting for its own account or for the accounts of other qualified institutional buyers, that is part of a family of investment companies which own in the aggregate at least \$100 million in securities of issuers, other than issuers that are affiliated with the investment company or are part of such family of investment companies. *Family of investment companies* means any two or more investment companies registered under the Investment Company Act, except for a unit investment trust whose assets consist solely of shares of one or more registered investment companies, that have the same investment adviser (or, in the case of unit investment trusts, the same depositor), Provided That, for purposes of this section:
 - A. Each series of a series company (as defined in Rule 18f-2 under the Investment Company Act) shall be deemed to be a separate investment company; and
 - B. Investment companies shall be deemed to have the same adviser (or depositor) if their advisers (or depositors) are majority-owned subsidiaries of the same parent, or if one investment company's adviser (or depositor) is a majority-owned subsidiary of the other investment company's adviser (or depositor);
- v. Any entity, all of the equity owners of which are qualified institutional buyers, acting for its own account or the accounts of other qualified institutional buyers; and
- vi. Any *bank* as defined in section 3(a)(2) of the Act, any savings and loan association or other institution as referenced in section 3(a)(5)(A) of the Act, or any foreign bank or savings and loan association or equivalent institution, acting for its own account or the accounts of other qualified institutional buyers, that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$100 million in securities of issuers that are not affiliated with it and that has an audited net worth of at least \$25 million as demonstrated in its latest annual financial statements, as of a date not more than 16 months preceding the date of sale under the Rule in the case of a U.S. bank or savings and loan association, and not more than 18 months preceding such date of sale for a foreign bank or savings and loan association or equivalent institution.

Definition of "Qualified Investor" under the EU Prospectus Directive (2003/71/EC), as subsequently amended

“... “qualified investors” means persons or entities that are described in points (1) to (4) of Section I of Annex II to Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instrument, and persons or entities who are, on request, treated as professional clients in accordance with Annex II to Directive 2004/39/EC, or recognised as eligible counterparties in accordance with Article 24 of Directive 2004/39/EC unless they have requested that they be treated as non-professional clients. Investment firms and credit institutions shall communicate their classification on request to the issuer without prejudice to the relevant legislation on data protection. Investment firms authorised to continue considering existing professional clients as such in accordance with Article 71(6) of Directive 2004/39/EC shall be authorised to treat those clients as qualified investors under this Directive.”

Sections I and II of Annex II of Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (known as "MiFID") as subsequently amended, provide as follows:

I Categories of client who are considered to be professionals

The following should all be regarded as professionals in all investment services and activities and financial instruments for the purposes of the Directive.

(1) Entities which are required to be authorised or regulated to operate in the financial markets. The list below should be understood as including all authorised entities carrying out the characteristic activities of the entities mentioned: entities authorised by a Member State under a Directive, entities authorised or regulated by a Member State without reference to a Directive, and entities authorised or regulated by a non-Member State:

- (a) Credit institutions
- (b) Investment firms
- (c) Other authorised or regulated financial institutions
- (d) Insurance companies
- (e) Collective investment schemes and management companies of such schemes
- (f) Pension funds and management companies of such funds
- (g) Commodity and commodity derivatives dealers
- (h) Locals
- (i) Other institutional investors

(2) Large undertakings meeting two of the following size requirements on a company basis:

- balance sheet total: EUR 20 000 000,
- net turnover: EUR 40 000 000,
- own funds: EUR 2 000 000.

(3) National and regional governments, public bodies that manage public debt, Central Banks, international and supranational institutions such as the World Bank, the IMF, the ECB, the EIB and other similar international organisations.

(4) Other institutional investors whose main activity is to invest in financial instruments, including entities dedicated to the securitisation of assets or other financing transactions. The entities mentioned above are considered to be professionals. They must however be allowed to request nonprofessional treatment and investment firms may agree to provide a higher level of protection. Where the client of an investment firm is an undertaking referred to above, the investment firm must inform it prior to any provision of services that, on the basis of the information available to the firm, the client is deemed to be a professional client, and will be treated as such unless the firm and the client agree otherwise. The firm must also inform the customer that he can request a variation of the terms of the agreement in order to secure a higher degree of protection. It is the responsibility of the client, considered to be a professional client, to ask for a higher level of protection when it deems it is unable to properly assess or manage the risks involved. This higher level of protection will be provided when a client who is considered to be a professional enters into a written agreement with the investment firm to the effect that it shall not be treated as a professional for the purposes of the applicable conduct of business regime. Such agreement should specify whether this applies to one or more particular services or transactions, or to one or more types of product or transaction.

Definition of “Permitted Client” under the Canadian National Instrument 31-103 - Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations

הערה: ההגדרות שלהלן כוללות גם משקיעים יחידים. ההצעה לא תופנה למשקיעים יחידים ואלו לא ייחשבו “משקיעים מוסדיים”. ההגדרות שאינן רלוונטיות סומנו.

“Permitted client” means any of the following:

- (a) a Canadian financial institution or a Schedule III bank;
- (b) the Business Development Bank of Canada incorporated under the Business Development Bank of Canada Act (Canada);
- (c) a subsidiary of any person or company referred to in paragraph (a) or (b), if the person or company owns all of the voting securities of the subsidiary, except the voting securities required by law to be owned by directors of the subsidiary;
- (d) a person or company registered under the securities legislation of a jurisdiction of Canada as an adviser, investment dealer, mutual fund dealer or exempt market dealer;
- (e) a pension fund that is regulated by either the federal Office of the Superintendent of Financial Institutions or a pension commission or similar regulatory authority of a jurisdiction of Canada or a wholly owned subsidiary of such a pension fund;
- (f) an entity organized in a foreign jurisdiction that is analogous to any of the entities referred to in paragraphs (a) to (e);
- (g) the Government of Canada or a jurisdiction of Canada, or any Crown corporation, agency or wholly owned entity of the Government of Canada or a jurisdiction of Canada;
- (h) any national, federal, state, provincial, territorial or municipal government of, or in any foreign jurisdiction, or any agency of that government;
- (i) a municipality, public board or commission in Canada and a metropolitan community, school board, the Comité de gestion de la taxe scolaire de l’île de Montréal or an intermunicipal management board in Québec;
- (j) a trust company or trust corporation registered or authorized to carry on business under the Trust and Loan Companies Act (Canada) or under comparable legislation in a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction, acting on behalf of a managed account managed by the trust company or trust corporation, as the case may be;
- (k) a person or company acting on behalf of a managed account managed by the person or company, if the person or company is registered or authorized to carry on business as an adviser or the equivalent under the securities legislation of a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction;
- (l) an investment fund if one or both of the following apply:
 - (i) the fund is managed by a person or company registered as an investment fund manager under the securities legislation of a jurisdiction of Canada; and/or
 - (ii) the fund is advised by a person or company authorized to act as an adviser under the securities legislation of a jurisdiction of Canada;
- (m) in respect of a dealer, a registered charity under the Income Tax Act (Canada) that obtains advice on the securities to be traded from an “eligibility adviser” (which means a person registered as an investment dealer and authorized to give advice with respect to the securities, and in Saskatchewan and Manitoba also includes certain lawyers and

- accountants, provided that certain conditions are met), or an adviser registered under the securities legislation of the jurisdiction of the registered charity;
- (n) in respect of an adviser, a registered charity under the Income Tax Act (Canada) that is advised by an eligibility adviser, as defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus and Registration Exemptions, or an adviser registered under the securities legislation of the jurisdiction of the registered charity;
 - (o) *[an individual who beneficially owns financial assets (being cash, securities, contracts of insurance, deposits or evidence of a deposit) having an aggregate realizable value that, before taxes but net of any related liabilities, exceeds C\$5 million;]*¹
 - (p) a person or company that is entirely owned by an individual or individuals referred to in paragraph (o), who holds the beneficial ownership interest in the person or company directly or through a trust, the trustee of which is a trust company or trust corporation registered or authorized to carry on business under the Trust and Loan Companies Act (Canada) or under comparable legislation in a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction;
 - (q) a person or company, other than an individual or an investment fund, that has net assets of at least C\$25 million as shown on its most recently prepared financial statements; and
 - (r) a person or company that distributes securities of its own issue in Canada only to persons or companies referred to in paragraphs (a) to (q).

Definition of “Accredited Investor” under the Canadian National Instrument 45-106 - Prospectus Exemptions

Those entities that are eligible to purchase securities as “accredited investors” as defined in National Instrument 45-106 (NI 45-106) are the following, provided that in each case, except where indicated to the contrary, such entity is purchasing as principal:

- (a) either:
 - (i) a Canadian financial institution, which means
 - (A) an association governed by the Cooperative Credit Associations Act (Canada) or a central cooperative credit society for which an order has been made under section 473(1) of that Act; or
 - (B) a bank, loan corporation, trust company, trust corporation, insurance company, treasury branch, credit union, caisse populaire, financial services cooperative, or league that, in each case, is authorized by an enactment of Canada or a jurisdiction of Canada to carry on business in Canada or a jurisdiction in Canada;
 - (ii) or a Schedule III bank, meaning an authorized foreign bank named in Schedule III of the Bank Act (Canada);
- (b) the Business Development Bank of Canada incorporated under the Business Development Bank of Canada Act (Canada);
- (c) a subsidiary of any person referred to in paragraphs (a) or (b), if the person owns all of the voting securities of the subsidiary, except the voting securities required by law to be owned by directors of that subsidiary;

¹ The international offering shall not be made to natural persons.

- (d) a person registered under the securities legislation of a jurisdiction of Canada as an adviser or dealer;
- (e) an individual registered under the securities legislation of a jurisdiction of Canada as a representative of a person referred to in paragraph (d);
- (e.1) an individual formerly registered under the securities legislation of a jurisdiction of Canada, other than an individual formerly registered solely as a representative of a limited market dealer under one or both of the Securities Act (Ontario) or the Securities Act (Newfoundland and Labrador);
- (f) the Government of Canada or a jurisdiction of Canada, or any crown corporation, agency or wholly owned entity of the Government of Canada or a jurisdiction of Canada;
- (g) a municipality, public board or commission in Canada and a metropolitan community, school board, the Comité de gestion de la taxe scolaire de l'île de Montréal or an intermunicipal management board in Québec;
- (h) any national, federal, state, provincial, territorial or municipal government of or in any foreign jurisdiction, or any agency of that government;
- (i) a pension fund that is regulated by the Office of the Superintendent of Financial Institutions (Canada), a pension commission or similar regulatory authority of a jurisdiction of Canada;
- (j) *[an individual who, either alone or with a spouse, beneficially owns financial assets having an aggregate realizable value that, before taxes but net of any related liabilities, exceeds C\$1 million;]*¹
- (j.1) *[an individual who beneficially owns financial assets having an aggregate realizable value that, before taxes but net of any related liabilities, exceeds C\$5 million;]*¹
- (k) *[an individual whose net income before taxes exceeded C\$200,000 in each of the two most recent calendar years or whose net income before taxes combined with that of a spouse exceeded C\$300,000 in each of the two most recent calendar years and who, in either case, reasonably expects to exceed that net income level in the current calendar year;]*¹
- (l) *[an individual who, either alone or with a spouse, has net assets of at least C\$5 million;]*¹
- (m) a person, other than an individual or investment fund, that has net assets of at least C\$5 million as shown on its most recently prepared financial statements, but not a person that is created or used solely to purchase or hold securities as an accredited investor;
- (n) an investment fund that distributes or has distributed its securities only to
 - (i) a person that is or was an accredited investor at the time of the distribution;
 - (ii) a person that acquires or acquired securities in the circumstances referred to in sections 2.10 [Minimum amount investment] or 2.19 [Additional investment in investment funds] of NI 45-106; or
 - (iii) a person described in paragraph (i) or (ii) that acquires or acquired securities under section 2.18 [Investment fund reinvestment] of NI 45-106;
- (o) an investment fund that distributes or has distributed securities under a prospectus in a jurisdiction of Canada for which the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority, has issued a receipt;
- (p) a trust company or trust corporation registered or authorized to carry on business under the Trust and Loan Companies Act (Canada) or under comparable legislation in a

jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction, acting on behalf of a fully managed account managed by the trust company or trust corporation, as the case may be;

- (q) a person acting on behalf of a fully managed account managed by that person, if that person is registered or authorized to carry on business as an adviser or the equivalent under the securities legislation of a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction;
- (r) a registered charity under the Income Tax Act (Canada) that, in regard to the trade, has obtained advice from an eligibility adviser or an adviser registered under the securities legislation of the jurisdiction of the registered charity to give advice on the securities being traded;
- (s) an entity organized in a foreign jurisdiction that is analogous to any of the entities referred to in paragraphs (a) to (d) or paragraph (i) in form and function;
- (t) a person in respect of which all of the owners of interests, direct, indirect or beneficial, except the voting securities required by law to be owned by directors, are persons that are accredited investors;
- (u) an investment fund that is advised by a person registered as an adviser or a person that is exempt from registration as an adviser;
- (v) a person that is recognized or designated by the securities regulatory authority or, except in Ontario and Québec, the regulator as an accredited investor;¹ or
- (w) a trust established by an accredited investor for the benefit of the accredited investor's family members of which a majority of the trustees are accredited investors and all of the beneficiaries are the accredited investor's spouse, a former spouse of the accredited investor or a parent, grandparent, brother, sister, child or grandchild of that accredited investor, of that accredited investor's spouse or of that accredited investor's former spouse.
