



2 ביולי 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") ("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 משמעותיות 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 זרים.² 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.
9. נקדים ונציין, כי הסוגיות הנדונות במכתב זה הן לדעתנו ייחודיות להנפקה הנבחנת (ולהנפקות עתידיות במבנה דומה), המשלבת הצעה בינלאומית בהיקף משמעותי, להבדיל מפניה נקודתית למשקיעים זרים מסוימים בחו"ל, עם הנפקה מקומית ורישום למסחר בבורסה בתל-אביב. מובן, אפוא, כי פניה זו מוגבלת לנסיבות העובדתיות הייחודיות החלות בקשר עם המפיצים הבינלאומיים, ולהבנתנו אינה רלוונטית בנסיבות אחרות שאינן כוללות הנפקה בינלאומית.

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

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.

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 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 וּמחוץ 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 וְחוב 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 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.

(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.

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 ועל פי דוח הצעת מדף שיפורסם מכוחו (יחד - "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 וכיוצא 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 דוח הצעת המדף, 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 אותן 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 מבטיחה, 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 וכיוצא"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. כאן המקום להדגיש, כי פנייתנו מוגבלת לנסיבות עובדתיות בהן קיים חתם ישראלי אשר יחתום על דוח הצעת המדף, באופן המטיל עליו אחריות לפרט מטעה בתשקיף. משכך, לדעתנו, לא קיים חשש כי ייעשה שימוש במענה לפנייה זו בנסיבות אחרות, לצורך "עקיפת" דרישות תקנות אופן ההצעה בדבר קיומו של חתם בהצעה לא-אחידה.

ו. 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.

ז. **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. התחייבות ברוח זו מקובלת בהסכמים דומים בהנפקות בחו"ל שאינם הסכמי "חיתום" (Firm Commitment Underwriting). אין מדובר, אפוא, בהתחייבות חיתומית כמובנה בחוק ניירות ערך.**

ח. הגדרת "מפיץ"

לבסוף, לעניין סוגיית תחולת תקנה 23 לתקנות החיתום (הקובעת תנאי כשירות וחובת הפקדת פיקדון ביחס 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, הנמנים על בנקי ההשקעות המובילים בעולם, 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

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

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.
- 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 Securities Act Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or subsection 73.3(1) של ה- (Ontario), והינם "permitted clients" כהגדרתם ב- National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations.
- הגדרות הדין הזר המלאות, מפורטות בנספח 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 investor, in the aggregate, (i) have assets under management in an aggregate amount exceeding ILS 100 million or an equivalent amount in another currency, provided that the shares are purchased for the assets under management; (ii) 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.

לעניין זה, לא תתקבל הצהרה בכתב של המשקיע בדבר עמידתו במגבלות הנוספות במסגרת ההנפקה והמפיצים הבינלאומיים לא יידרשו לאמת באופן עצמאי את עמידת המשקיע במגבלות, אולם ה- "Wrapper" יכול הוראה לפיה ההצעה מבוצעת רק למשקיעים העונים על איזו מההגדרות המפורטות לעיל, וכי בעצם רכישת המניות יראו כל משקיע כאילו הצהיר על עמידה בהן. לנוכח הקושי בהחמת 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.

⁷ כך, למשל, לא כללנו ברשימה המבוקשת את סוגי המשקיעים הבאים: (1) "accredited investors" כהגדרתם ב-Rule 501 של U.S Securities Act of 1933, הגדרה הכלולת, 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 שחממים 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).

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.

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 לשוקים הרלוונטיים, ובאופן המקיים את מטרת 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.]

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

11. דוגמא נוספת לנסיבות בהן הוצע להתאים את הכללים החלים בישראל לסטנדרטים הנוהגים בחו"ל ניתן למצוא בהצעה לתיקון סעיף 46 לחוק ניירות ערך אשר פורסמה על ידי רשות ניירות ערך לפני מספר ימים¹⁰, שם הוצע להתאים את דרישות החוק למצב המקובל בחו"ל.

12. 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.

13. 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" יכול הוראה לפיה ההצעה מבוצעת רק למשקיעים העונים על איזו מההגדרות המפורטות לעיל, וכן המפיצים הזרים יאשרו לחברה כי ינקטו במאמצים סבירים בהתאם למקובל 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'

¹⁰ הצעה לתיקון סעיף 46 לחוק ניירות ערך - נוסח להערות הציבור (26 ביוני 2017).