



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים . www.isa.gov.il
רחוב כנפי נשרים 22 . ירושלים 95464
טל : 02-6556444 . פקס : 02-6513160

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

04 ביולי 2021

כד' תמוז תשפ"א

עמדת סגל משפטית מספר 103-43 - שיווק הנפקה וקבלת הזמנות ממשקיעים מתוככמים בהנפקה לציבור על פי תשקיף

רקע

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך") ותקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 ("תקנות אופן הצעה לציבור") מסדירים את האופן שבו יכולים תאגידים להציע ניירות ערך לציבור. עד לאחרונה, רוב ההצעות לציבור נעשו בדרך של הצעה אחידה הפונה לכלל הציבור ונעשית בדרך של מכרז ("הצעה אחידה"). בשנה האחרונה נעשה שימוש הולך וגובר בשיטת ההצעה הלא אחידה בתשקיפי הצעה לראשונה לציבור (IPO). שיטה זו, שהיא השיטה הרווחת בארה"ב ובמדינות מפותחות אחרות, מקנה לחברה ולחתמים שיקול דעת בבחירת המשקיעים שירכשו ניירות ערך בהנפקה ובהחלטה על הכמות שתקצה החברה לכל אחד מהם (בדרך של בניית ספר "book building"). ההצעה בדרך זו מופנית למשקיעים מוסדיים, כהגדרתם בתקנות אופן הצעה לציבור ובהתאם לתנאים נוספים המפורטים בתקנות.¹

אגב השימוש ההולך וגובר במתכונת של הצעה לא אחידה התעוררו סוגיות שונות בקשר לשיווק ולתמחור ההנפקה ולהתנהלות הנדרשת מהגורמים המפוקחים, מהחברות ומהחתמים, במסגרת ההצעה לציבור. מרבית הסוגיות רלוונטיות גם ביחס להליך של הצעה אחידה, והן התעוררו ביתר שאת כעת, אגב התרחבות השימוש בהצעה הלא אחידה, בשים לב לכך שבשיטה זו המחיר הסופי בהנפקה נקבע שלא במסגרת מכרז אלא בהתדיינות בין החברה והחתמים לבין המשקיעים המוסדיים. לצורך בחינת סוגיות אלה ביצע סגל הרשות ביקורת רוחב בהיבטים שונים הנוגעים

¹ בהתאם לתקנות קיימת אפשרות להציע את ניירות הערך בהנפקה גם לציבור הרחב – בהיקף של עד 30% מההנפקה ובאותו מחיר שהוצע למוסדיים.

לתהליך ההצעה הלא אחידה, שכללה מפגשים ודיונים עם משקיעים מוסדיים, עם יועצים ועם חתמים, קבלת מידע באשר למדגם הנפקות שביצעו תאגידים בשנת 2020 ובראשית 2021, וניתוחו ("הביקורת"). עמדה זו עוסקת בחלק מהיבטים אלו ובעיקרה רלוונטית הן ביחס להצעה לא אחידה והן ביחס להצעה אחידה.

העברת מידע למשקיעים מוסדיים וניהול שיח מוקדם עם לצורך בחינת היתכנות ההנפקה

חוק ניירות ערך מאפשר להציע ניירות ערך לציבור על בסיס תשקיף או על בסיס טיוטת תשקיף.

בעמדת סגל משנת 2007 וכן בשו"ת משנת 2017 הבהיר סגל הרשות כי בתהליך של הצעה לציבור אין להעביר מידע למשקיעים מוסדיים או מסווגים, כהגדרת מונחים אלו בתקנות אופן הצעה לציבור ("משקיעים מתוחכמים"), אם הוא לא נכלל קודם לכן בטיוטת תשקיף שפרסם המנפיק.² עם זאת, בשנת 2016 פרסם סגל הרשות את עמדת סגל 103-38: מגעים ראשוניים עם משקיעים מסווגים – "Testing the Water" ("עמדת הסגל בעניין TTW")³ שבה הבהיר, כי אין מניעה שחברה השוקלת להנפיק ניירות ערך לראשונה תמסור מידע על פעילותה למשקיעים מסווגים עימם היא מקיימת מגעים ראשוניים, על מנת לבחון את היתכנות ההנפקה, וזאת אף לפני הצעת ניירות הערך לציבור על פי התשקיף או טיוטת התשקיף, ועד 15 יום קודם למועד קבלת היתר לתשקיף ("הליך TTW").

מהביקורת ומדיונים נוספים שערך סגל הרשות עם גורמים בשוק עלה, כי במסגרת הליכי ההנפקה נעשה שימוש רב בהליך TTW שבמסגרתו חברות מנהלות שיח עם המשקיעים עובר לפרסום טיוטת תשקיף לציבור ותחילת תהליך ההצעה לציבור. עם זאת, עלה כי קיימת אי ודאות ביחס למידע שניתן למסור בהליך TTW, ובפרט האם ניתן למסור במסגרתו למשקיעים מסווגים מידע אודות מחיר ההנפקה, לנהל עמם משא ומתן עליו ולקבל מהמשקיעים אינדיקציות ביחס לעניין שלהם בהנפקה.

על רקע ניסיון הביניים שנצבר עם הגידול בהצעות לא אחידות בישראל עמדת סגל הרשות כי הליך מסירת המידע בהנפקה ראשונה לציבור (IPO) צריך להתבסס על קווי המתאר הבאים:

- (1) החברות והחתמים יהיו רשאים להעביר מידע למשקיעים המתוחכמים ולנהל עמם שיח (לרבות לגבי כמות ומחיר ניירות הערך המוצעים בקשר להנפקה) עוד טרם פרסום טיוטת תשקיף. זאת הן בקשר למסירת מידע למשקיעים מוסדיים בהנפקה בשיטת "הצעה לא אחידה" והן בקשר למסירת מידע למשקיעים מסווגים בהנפקה בשיטת "הצעה אחידה".
 - (2) על מנת שהמשא ומתן ותמחור ההנפקה ייעשו בעיקרם על בסיס מסמך פומבי הערוך ומפורסם בהתאם לדיני ניירות ערך - תשקיף או טיוטת תשקיף פומבית - נדרש פרק זמן סביר לניהול הליך ההנפקה על בסיס מסמך גילוי פומבי כאמור ונדרש להבטיח כי ההודעות של המשקיעים על כוונתם להשתתף בהנפקה יינתנו על בסיס מידע שאינו שונה מהותית מהמידע שייכלל בתשקיף. לעניין זה יידרשו שני אלה:
- ראשית, פרק זמן של 10 ימים לכל הפחות ממועד פרסום טיוטת תשקיף פומבית לראשונה ועד מועד קבלת התחייבויות מוקדמות, או הודעות על כוונה לרכוש בהנפקה ("הודעות").

² עמדת סגל 106-2 "חיתום שאלות ותשובות בנוגע לתקנות החדשות", שו"ת 5.2, שפורסמה בחודש יוני 2007 [קישור לעמדת הסגל], שו"ת 103-17 – [קישור לשו"ת].

³ עמדת סגל 103-38: מגעים ראשוניים עם משקיעים מסווגים – "Testing the Water" [קישור לעמדת הסגל]

שנית, אם החברה פרסמה טיוטת תשקיף עם שינויים מהותיים ביחס לטיטה פומבית קודמת, יידרשו שני ימי עסקים נוספים ממועד פרסום הטיטה המעודכנת ועד לקבלת הודעות, ואם ניתנו הודעות על בסיס הטיטה הפומבית הקודמת, יידרש אישור מחדש של ההודעות, בחלוף לכל הפחות, שני ימי עסקים לפחות ממועד פרסום הטיטה המעודכנת.

סגל הרשות חוזר ומדגיש כי באחריות החותמים על התשקיף לוודא כי כל מידע מהותי שיוצג למשקיעים המתוחכמים בין באופן ישיר ובין באופן עקיף - באמצעות החתם או אנליסטים, ובכל שלב, ייכלל בטיטת התשקיף ובתשקיף.⁴

יובהר, כי קודם לפרסום טיוטה פומבית חל, כמקודם, איסור על התאגיד ומי מטעמו להעביר **לציבור**, לרבות באמצעות אמצעי התקשורת, מידע על התאגיד, או על הערכות של התאגיד ביחס לשווי. הדרך להעביר מידע על החברה וההנפקה היא באמצעות טיוטת תשקיף או תשקיף.⁵

בכוונת סגל הרשות להמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוק ההנפקות והתנהלותו התקינה, ולבחון אם הכללים ששוקפו בעמדת סגל זו מספקים לצורך הגשמת התכליות שהוצגו לעיל.

גילוי על סוגי המשקיעים שהגישו הזמנות לרכישת ניירות ערך והשתתפו בהנפקה בשיטת ההצעה הלא אחידה

מידע על המשקיעים המתוחכמים וגופים בעלי זיקה להנפקה⁶ שהגישו התחייבויות מוקדמות וכן על גופים כאמור שהשתתפו בהנפקה הוא פרט חשוב למשקיעים, הן בהנפקה לראשונה לציבור הן בהנפקה חוזרת על ידי תאגיד מדווח. זאת מכיוון שמידע זה מהווה אינדיקציה עבור המשקיעים בדבר איכות ההנפקה, הביקוש לה וטיבה.

משכך, על התאגיד המנפיק לכלול מידע על ההתחייבויות המוקדמות של משקיעים אלו בתשקיף או בהודעה המשלימה (כיום, הוראה זו מיושמת בעיקר בקשר עם התחייבויות מוקדמות בהצעה אחידה)⁷ וכן לכלול מידע על אופן ההקצאה בפועל של ניירות הערך בדיווח על תוצאות ההנפקה.⁸

בשל מאפייני ההצעה הלא אחידה, ובפרט אופן הקצאת ניירות הערך בה, סגל הרשות סבור כי ניתן לכלול את המידע שלעיל ביחס לגופים שאינם בעלי זיקה להנפקה במתכונת אגרגטיבית בפילוח לפי סוגי משקיעים מוסדיים, כשביחס לכל סוג משקיעים⁹ בנפרד יינתן המידע הבא:

בתשקיף, בהודעה המשלימה או בדו"ח הצעת המדף -

א. מספר¹⁰ המשקיעים המוסדיים מאותו סוג, ושיעור ההזמנות הכולל שלהם מסך הכמות המוצעת ומסך ההזמנות;

⁴ אין באמור כדי לחייב צירוף של עבודת אנליזה ו/או הערכת שווי שאינה נדרשת בצירוף על פי הדיון ובלבד שהמידע המבסס את עבודות הניתוח הללו ומקורו בחברה או בחתם יכלל בטיטת התשקיף.

⁵ ראו עמדת סגל 104-9 "פרסום מצגות לאנליסטים ולמשקיעים" שפורסמה בחודש מרץ 2007 [[קישור לעמדת הסגל](#)], וש"ת 103-17 שפורסמה בחודש אוגוסט 2017 - [קישור לשו"ת](#);

⁶ התאגיד, בעלי עניין וגורמים שזכאים לתמורה בקשר עם הליך ההנפקה, לרבות גופים מקורבים לחתמים ולמפיצים ("גורמים בעלי זיקה להנפקה"). לעניין זה ראו גם שו"ת 103.31 ([קישור לשו"ת בנושא תשקיפים](#)).

⁷ ראה שו"ת 103-31.

⁸ תקנה 7 לתקנות ניירות ערך (הודעה על תוצאות ההצעה שבתשקיף – התש"ל-1969).

⁹ משקיע מוסדי כפי שמוגדר בהתאם לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך תוך הפרדה בין המוסדי לנוסטרו של כל אחד מהם.

¹⁰ בחישוב מספר המשקיעים כנדרש בעמדה זו, ייספרו ביחד משקיעים מאותו סוג (קרנות נאמנות, קופות גמל וכו'), החברים באותה קבוצת דיווח מוסדית, לרבות השקעות המבוצעות באמצעות מנהלי השקעות חיצוניים (לדוגמא קרנות

ב. מספר המשקיעים מאותו סוג שהגישו הזמנות בשיעור העולה על 10% מניירות הערך המוצעים;

בדיווח על תוצאות ההנפקה -

א. מספר המשקיעים המוסדיים מאותו סוג שהחברה הקצתה להם ניירות ערך במסגרת ההנפקה, כמות ניירות הערך שהוקצו להם ושיעורם מתוך הכמות המונפקת;
ב. מספר המשקיעים המוסדיים מאותו סוג שהוקצו להם ניירות ערך בשיעור העולה על 10% מהכמות המונפקת.

מצ"ב כנספח א' מתכונת גילוי מוצעת למידע הנ"ל.

לגבי גופים בעלי זיקה להנפקה, יידרש גם בהצעה לא אחידה גילוי מלא: בתשקיף או בהודעה המשלימה יינתן גילוי על שמות הגופים בעלי זיקה להנפקה וכמות ניירות הערך שכל אחד מהם התחייב לרכוש, ובדיווח על תוצאות ההנפקה גילוי על שמותיהם וכמות ניירות הערך שרכש כל אחד מהם.

עמדה זו מחליפה ומבטלת את עמדת סגל 103-38: מגעים ראשוניים עם משקיעים מסווגים – "Testing the Water" ואת שו"ת 5.2 בעמדת סגל 106-2: "חיתום שאלות ותשובות בנוגע לתקנות החדשות".

אנשי קשר: עו"ד ורד פיליכובסקי סיסיק, עו"ד סיון חן, עו"ד אשרף ריאן

טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160

נספח א'

מתכונת גילוי בתשקיף או בהודעה המשלימה על סוגי המשקיעים שהגישו התחייבויות מוקדמות

מס"ד	סוג המשקיע המוסדי ¹¹	מספר ¹² המשקיעים שהגישו הזמנות	כמות ניירות הערך שהוזמנו	שיעור מסך ניירות הערך המוצעים	שיעור מסך ההזמנות	מספר המשקיעים מאותו סוג שההזמנה היא עבור חשבון הנוסטרו שלהם	מספר משקיעים שהגישו הזמנות לכמות העולה על 10% מניירות הערך המוצעים
1.	לדוגמא: קרנות נאמנות						
2.	לדוגמא: קופות גמל						
3.							

¹¹ משקיע מוסדי כפי שמוגדר בהתאם לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך תוך הפרדה בין המוסדי לנוסטרו של כל אחד מהם וכן בעלי זיקה להנפקה - התאגיד, בעלי עניין, וכל גורם נוסף שזכאי לתמורה בקשר עם הליך ההנפקה.

¹² בחישוב מספר המשקיעים בטבלה זו ייספרו ביחד משקיעים מאותו סוג, החברים באותה קבוצת דיווח מוסדית. מידע נוסף על מספר המשקיעים מאותו סוג בכל קבוצת דיווח מוסדית או על הבחנות בין המשקיעים בקבוצה לפי מאפיינים אחרים יינתן מחוץ לטבלה [עדכון מיום 1.8.21].

מתכונת גילוי על אופן החלוקה של ניירות הערך במסגרת דיווח על תוצאות ההנפקה

מספר משקיעים	כמות המשקיעים	שיעור מסך ניירות הערך שהוקצו להם	מספר משקיעים ¹⁴	כמות ניירות הערך שהוקצו למשקיעים	סוג המשקיע המוסדי ¹³	מס"ד
מספר משקיעים שהוקצו להם ניירות ערך בשיעור העולה על 10% מניירות הערך המוקצים	מאותו סוג שהרכישה היא עבור חשבון הנוסטרו שלהם					
					לדוגמא: קרנות נאמנות	.1
					לדוגמא: קופות גמל	.2
						.3
						.4

¹³ ראה לעיל ה"ש 11.

¹⁴ ראה ה"ש 12.