



# רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

18 ביוני תשס"ט

כו' בתמוז 2009

לכבוד  
עו"ד צבי רוטנשטיין  
בנק הפועלים בע"מ  
הייעוץ המשפטי המרכזי,  
תל אביב

- באמצעות פקסימיליה מספר: 03-5674116 -

הנדון: בנק הפועלים בע"מ – בקשת הנחיה מקדמית בנושא שיווק על ידי הבנק של תעודות

התחייבות (מסוג NOTES) המונפקות על ידי בנקים זרים

סימוכין: מכתבכם מיום 15.9.2008

במענה לבקשת הנחיה מקדמית של בנק הפועלים בע"מ (להלן - "הבנק"), כפי שזו מובאת במכתבכם שבסימוכין (להלן - "המכתב"), הרינו להביא בפניכם להלן את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן - "סגל הרשות") בנושא שבנדון. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במכתב וכן במסמכים הנוספים (להלן - "המסמכים הנוספים"), שהועברו אלינו על ידכם וכללו "נוסחים לדוגמא" של תנאי ניירות ערך מסוג תעודות ההתחייבות (ה - "NOTES"), שתשואתן נגזרת מנכסי בסיס שונים (כגון: נפט, זהב, מטבעות, מתכות, מוצרי מזון, מוצרי אנרגיה), שהונפקו על ידי בנקים זרים (להלן - "ניירות הערך המוצעים"), ועל אלה בלבד, ובהנחה כי מסכת זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

מן האמור במכתבכם עולות השאלות הבאות:

**א)** האם ביצוען של פעולות פרסום, שיווק ומכירה (להלן - "הפעולות") על ידי הבנק ללקוחותיו, של ניירות הערך המוצעים, כמתואר במכתב, מהווה הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור הפטורה מפרסום תשקיף, בהתאם להוראות סעיפים 15א(א)(1) ו- 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 (להלן - "החוק" או "חוק ניירות ערך"), מהטעם שהמכירה בפועל של ניירות הערך המוצעים נעשית למשקיעים שמספרם אינו עולה על שלושים וחמישה (35).

**ב)** האם ניתן לראות בכל אחד מניירות הערך המוצעים, "נייר ערך אחר" לעניין סעיפים 15א(א)(1) ו- 15א(א)(4) לחוק, אף כי הונפקו בידי אותו מנפיק (הבנק הזר) ומוצעים על ידי הבנק, משום שנכסי הבסיס אליהם מתייחס כל נייר ערך מוצע, כאמור, הם נכסים שונים, ומטעם זה

למנות את מניין 35 המשקיעים לגבי כל נייר ערך מוצע בנפרד. כמו כן, ולאור הרקע העובדתי, החליט סגל הרשות להתייחס במסגרת זו אף להיבטים מסוימים החלים על הפעילות הנדונה מנקודת המבט של חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ").

## א. עמדת סגל הרשות בהתייחס לשאלות האמורות בהיבט חוק ניירות ערך

עמדת סגל הרשות הינה כי, הצעת ניירות הערך המוצעים המונפקים על ידי בנקים זרים<sup>1</sup> למשקיעים (שאינם בגדר משקיעים הנכללים בסעיף 15א(א)(7) לחוק), אשר מספרם הכולל (בהתייחס לכלל ניירות הערך המוצעים) עולה על 35, טעון פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף בהתאם לתנאים הקבועים בסעיף 15 לחוק. מעבר לכך, על מנת שהבנק יהא רשאי להסתמך על החריגים הקבועים בסעיפים 15א(א)(1) או 15א(א)(4) לחוק, עליו לוודא מבעוד מועד עם מנפיק ניירות הערך המוצעים והגורמים האחרים הפועלים לשיווק אותם ניירות ערך בישראל, כי כל התנאים הנדרשים לצורך עמידה בהוראות החריגים האמורים אכן יתקיימו, תוך קיום נהלים נאותים על מנת להבטיח את התקיימות אותם תנאים, שאחרת עלולים גם הבנק וגם הבנק הזר (מנפיק ניירות הערך) להימצא מפרים את הוראות סעיף 15 לחוק.

עמדה זו מתבססת, בין היתר, על הנימוקים המפורטים להלן:

1. הצעתם לציבור של ניירות הערך המוצעים כפופה להוראותיו של חוק ניירות ערך, ובכלל זה להוראותיו של סעיף 15 לחוק, שעל פיו, בין השאר, לא יבצע אדם פעולה המיועדת להניע ציבור בישראל לרכוש ניירות ערך אלא על פי תשקיף, וזאת בכפוף לחריגים, לסייגים ולפטורים הקבועים בחוק ניירות ערך.
2. סעיף 15א(א)(1) לחוק מחריג מחובת פרסום תשקיף הצעה למשקיעים שמספרם אינו עולה על שלושים וחמישה (35), וזאת בכפוף לכך שמספר המשקיעים שלהם ימכור המציע ניירות ערך בהצעה, ובמהלך שנים עשר החודשים שקדמו להצעה, לא יעלה על שלושים וחמישה (35). נמצא, כי שני תנאים מרכזיים צריכים להתקיים לצורך קיומו של החריג, היינו – מגבלה בקשר למספר המשקיעים הניצעים, וכן מגבלה בקשר למספר המשקיעים הרוכשים. קיומם של שני התנאים האמורים נגזר לא רק מלשונו של הסעיף אלא אף מתכליתו שהינה מציאת איזון בין האינטרס הציבורי בהגנה על המשקיעים למתן אפשרות לביצוע הצעות פרטיות, ומתוך הנחה שכאשר מספר משקיעים מצומצם מקיים משא ומתן לרכישת ניירות ערך, ביכולתם של אותם משקיעים להגן על עניינם.
3. לפיכך, איננו מקבלים את הפרשנות המוצגת במכתבכם, לפיה תנאי בלעדי להתקיימות החריג הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוק, הינו כי ניירות הערך המוצעים יימכרו ל – 35 משקיעים בלבד.
4. איננו מקבלים גם את הפרשנות המוצעת במכתבכם לפיה, ניתן לראות בכל אחד מניירות הערך המוצעים "ניירות ערך אחרים", כלשון הסיפא לסעיף 15א(א)(1) לחוק. ראשית,

<sup>1</sup> למען הסדר הטוב, יובהר כי עמדת סגל הרשות הינה כי גם פיקדונות בנקאיים עשויים, בנסיבות המתאימות להיכלל בהגדרת ניירות ערך שבסעיף 1 לחוק. כך, לדוגמא, עמדת סגל הרשות הינה כי פיקדון בנקאי ההמיר לנייר ערך, הינו בגדר נייר ערך, כשלעצמו.

מבחינה לשונית סעיף 15א(א)(1) לחוק קובע הבחנה בין שני סוגים עיקריים של ניירות ערך. מחד, מניות וניירות ערך המירים למניות, קרי, ניירות ערך בעלי מאפיינים הוניים, ומאידך, ניירות ערך אחרים, כגון תעודות התחייבות, שלהם מאפייני חוב. נמצא, כי החוק אינו עושה הבחנה בין סוגים שונים של ניירות ערך הוניים או בין סוגים שונים של ניירות ערך בעלי מאפייני חוב. היעדר ההבחנה נועד למנוע עקיפת מגבלת כמות המשקיעים על דרך של יצירת תתי קבוצות, כגון אלו שתוארו במכתב.

5. סעיף 15א(א)(4) לחוק קובע חריג נוסף לחובת פרסום תשקיף, כאשר מדובר בפרסום הודעה בדבר כוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם אינו עולה על שלושים וחמישה (35) ואשר "יבחרו בהליך שייקבע המפרסם" או שמדובר בהצעה למשקיעים מאלה המנויים בסעיף 15א(א)(7) לחוק. הוראת הסעיף נועדה למתן פתרון הולם למקרים מיוחדים, שבהם קיים, מחד, צורך בפנייה לציבור הרחב על מנת לאתר משקיעים הרלוונטיים לעניין רכישת ניירות הערך בהם מדובר. ומאידך, ידוע באותם מקרים מיוחדים כי ניירות הערך אינם מיועדים למכירה לציבור, בסופו של הליך, אלא למספר משקיעים מצמצם בלבד, אשר יבחרו במסגרת הליך קבוע מראש. בנוסף לאמור, עמדת סגל הרשות הינה כי פעולות הצעה לציבור אחרות (כגון ניהול מו"מ), היינו פעולות שאינן בגדר פרסום כאמור, אינן נכנסות לגדרו של החריג הקבוע בסעיף 15א(א)(4) לחוק. לפיכך, על מנת שפעולות אלו תהיינה פטורות מפרסום תשקיף עליהן לעמוד בתנאים הקבועים באחד מסעיפי הפטור האחרים הקבועים בחוק בעניין זה, כגון הסייג הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוק.

6. לאור האמור, עמדת סגל הרשות הינה כי הוראות סעיף 15א(א)(4) לחוק אינן יכולות לחול כפטור בנסיבות ההצעה אותן מתכוון לבצע הבנק, בשל אי התקיימות התנאים המהותיים אליהם מתכוון סעיף הפטור, כמתואר לעיל.

## **ב. עמדת סגל הרשות ביחס לפעילות המוצגת בפנייתכם מנקודת המבט של חוק**

### **הייעוץ**

מן הנוסחים לדוגמא עולה לכאורה כי מודל התגמול של הבנק מהפצת ניירות הערך המוצעים אינו מתיישב עם הוראות חוק הייעוץ מן הנימוקים המפורטים להלן, ולפיכך, הבנק אינו רשאי להפיץ את ניירות הערך בתנאים הקבועים בנוסחים:

1. סעיף 17א(א) לחוק הייעוץ, אוסר על יועץ השקעות לקבל "טובת הנאה, במישרין או בעקיפין, בקשר עם ייעוץ השקעות, ...ביצוע עסקה, זולת שכר והחזר הוצאות מן הלקוח...". איסור זה חל, לפי סעיף 9(ג) לחוק הייעוץ, גם על בנק העוסק בייעוץ השקעות. בנוסח לדוגמא של כתב ההתחייבות מצוין כי "הבנק גובה דמי ניכיון בשיעור 0.8%". דמי הניכיון הם טובת הנאה הנגבית מן הבנק המנפיק, ולא מן הלקוח.

2. אף אם נראה את דמי הניכיון כאילו הם נגבים מן הלקוח, הרי ברי כי שיעורם נקבע במו"מ עם המנפיק. יוצא ששיעור דמי הניכיון יכול שיהיה שונה לגבי תעודות התחייבות

המונפקות על ידי מנפיקים שונים. הסדר כאמור לכאורה אינו מתיישב עם הוראת סעיף 17(ד) לחוק הייעוץ, שזה לשונו: "חישובם של שכר והחזר הוצאות שיחויב בהם לקוח בשל ייעוץ השקעות, ייעשה בלא תלות בזיהות הגוף שלגבי ניירות הערך המונפקים על ידו או לגבי הנכסים הפיננסיים אליהם יש לו זיקה, ניתן הייעוץ...".

3. חובת האמון המוטלת על הבנק מכוח סעיף 11(א) לחוק הייעוץ, מחייבת אותו, בין השאר, לצמצם ככל האפשר את ניגודי העניינים שהוא ויועצי ההשקעות המועסקים על ידו נמצאים בהם. לשם כך, עליו לדאוג כי מודל התגמול שלו מהפצתם של ניירות ערך לא ייצור חשש להטיה בשיקול דעתם של היועצים. בענייננו, מודל התגמול צריך להיות כזה במסגרתו הבנק ישווק ללקוח את תעודות ההתחייבות בדיוק במחיר בו הם מונפקים על ידי הבנק המנפיק, לכולם, תוך שהוא רשאי כמובן לגבות עמלה מן הלקוח. מצופה כי מבנה העמלות הנגבות מן הלקוחות, יהיה גם הוא כזה הממזער את האפשרות להטיית שיקול דעתם של היועצים.<sup>2</sup>

ג. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי כל שאלה אחרת העשויה לעלות מן האמור במכתב ו/או מהמסמכים הנוספים. בנוסף, יובהר, כי עמדת סגל הרשות המובאת במכתב תשובה זה, מבוססת על העובדות המתוארות במכתב ובמסמכים הנוספים, ולפיכך כל שינוי בנסיבות או בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

ד. בנוסף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יולי 2007), פנייתכם והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות, על פי החלטתה.

בכבוד רב,

דורית גילת, עו"ד  
יועצת משפטית למחלקת השקעות

חנה בינשטוק, עו"ד  
מחלקה מקצועית משפטית-מחלקת תאגידים

<sup>2</sup> למען הסדר הטוב, יובהר כי שווק מוצר מובנה של בנק זר אינה חלופה אפשרית העומדת בפני הבנק. פעילות זו אסורה לאור הוראת סעיף 9(ג) לחוק הייעוץ, שכן מדובר על מוצר מובנה שאינו של הבנק עצמו.