



רשות ניירות ערך

עידוד הנפקות הון בישראל

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד 1 באוגוסט 2015

איש קשר: עו"ד צפנת מזר

טל': 02-6556456 , פקס: 02-6513646 דוא"ל : seclaw@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf. בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו גם סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

הרשות יוזמת סדרת הקלות נוספת, שעניינה ביצוע התאמות בדין ובסביבה הכללית של הנפקות ראשונות של הון לציבור, באופן שיעודד חברות לראות בבורסה אפיק פיתוח וגיוס הון ראוי ומתאים לצרכיהן. במסגרת ההקלות מוצע לקבוע פטורים מחלק מהוראות הדין, לחברות המנפיקות הון לראשונה לציבור, למשך תקופה של חמש שנים. ההקלות מוצעות בדיני ניירות הערך ודיני החברות, ובכלל זה הוראות ממשל תאגידי וכללי דיווח, הכל כמפורט בעמ' 6-8 להלן.

מבוא

הנפקת מניות למסחר בבורסה מהווה תנאי הכרחי לקיומו של שוק הון יעיל ומפותח ומקדמת את שוק ההון כמחולל צמיחה מקרו-כלכלית. מחקרים רבים מעידים בין היתר על השפעה של שוק הנפקות ראשונות פעיל ודינמי לחיוב על הצמיחה ועל שיעור התעסוקה במשק.¹ בשנים האחרונות חוו מדינות מערביות רבות, ובהן ישראל, ירידה משמעותית בהיקפי ההנפקות לראשונה בבורסה (Initial Public Offering - IPO).² כך בארה"ב, ביחס לשיא של 791 הנפקות הון לראשונה לציבור בשנת 1996, בשנים 2001-2008 עמד הממוצע על פחות מ-157 חברות בשנה, כאשר בשנת 2008 עמד מספר הנפקות ההון לראשונה על 45 בלבד.³ בישראל, בעוד שבשנים 2005, 2006 ו-2007 עובר למשבר הכלכלי הגלובלי של העשור הראשון לשנות ה-2000 עמד מספר ההנפקות לראשונה של מניות לציבור על 24, 37 ו-56, בהתאמה, בשנים 2012, 2013 ו-2014 עמד מספרן על 3, 7 ו-7, בהתאמה בלבד.⁴ נוסף על כך, בשנים האחרונות היינו עדים למגמה לפיה חברות ישראליות בחרו לבצע הנפקת הון לראשונה בבורסות זרות, בעיקר בארה"ב (וגם חברות ציבוריות שנסחרו בישראל שבחרו חלף המסחר בישראל ברישום למסחר בבורסה זרה). הסיבות לירידה בהיקפי הנפקות ההון לראשונה בשנים האחרונות ברחבי העולם המערבי כוללות ככל הנראה, תמהיל של אירועים שונים שהביאו לשינויים בכלכלה של המדינה ובסביבה הרגולטורית. כך בין היתר ניתן למנות את המשבר הפיננסי שהחל בסופו של העשור הקודם, וכן רגולציה גוברת ועלויות משמעותיות הכרוכות בניהולה של חברה ציבורית. הסיבות לפיחות עשויות גם להשתנות ממדינה למדינה בהתאם למאפייניה. בישראל סיבות נוספות יכולות להיות התפתחות המשמעותית של אפיק חלופי לגיוס באמצעות הנפקת חוב ציבורי וחוב פרטי מגופים פיננסיים חוץ בנקאיים וירידה בנזילות בבורסה הישראלית.

¹ M. Kenney, D. Patton & J. R. Ritter "Post-IPO Employment and Revenue Growth for U.S. IPOs. June 1996-2000" – Report for the Kauffman Foundation, May 2012, at:

<http://innovation.ucdavis.edu/people/publications/kenney-m.-patton-d.-ritter-j.-2012.-post-ipo-employment-and-revenue-growth>

D. Weild and E. Kim, Grant Thornton, A Wake up Call for America (November 2009), בעמ' 2, בכתובת

https://www.grantthornton.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/gt_wakeup_call.pdf

וכן ר' גם הדוח המקדים של כוח עבודה מיוחד שהוקם לצורך בחינת הנפקות ראשונות לציבור:

The IPO Task Force report presented to the US Department of the Treasury, *Rebuilding the IPO On-Ramp — Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, (the "IPO Task Force report") available on http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf

the SEC's website at [ramp.pdf](http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf), שם בעמ' 5 פורט כי על פי סקר של חברות קטנות ובינוניות שנכנסו לשוק ההון משנת 2006 נמצא כי קיים גידול ממוצע של 86% בכוח העבודה בחברות לאחר ביצוע הנפקה לראשונה לציבור וכן ר' שם הטענה כי המפסידים מחוסר יעילותו של שוק ההנפקות הראשונות לציבור הינם עובדים אמריקאיים אשר היו מועסקים על ידי החברות לו היו בוחרות לבצע הנפקת הון לראשונה לציבור (ובכך היו מייצרות מקומות עבודה חדשים).

² על פי מחקר של ה-OECD בתחילת שנות התשעים בוצעו בעולם כ-2,000 הנפקות הון לראשונה בשנה בממוצע ואילו בשנת 2012 בוצעו בעולם פחות מ-750 הנפקות לראשונה. בארה"ב התקיימו בין השנים 1996-2001 כ-520 הנפקות בממוצע בשנה, לעומת 126 הנפקות לראשונה בשנה בשנה מאז 2001, לפרטים נוספים ר' מחקרים של:

David Weild, E. Kim & L Newport "Making stock markets work to support economic growth: Implications for governments, regulators, stock exchanges, corporate issuers and their investors" from July 2013, at: https://www.grantthornton.com/~media/content-page-files/capital-markets/pdfs/MakingStockMarketsWork_FINAL.ashx

ר' IPO Task Force report בעמ' 6.

³ ללא חברות שנרשמו ברישום כפול. ר' סקירות שנתיות של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, באתר הבורסה בכתובת <http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/AnnualReviews/Pages/AnnualQuarterlyReviews.aspx>

הירידה בהיקף ההנפקות לראשונה יחד עם ההכרה בחשיבות שוק הנפקות פעיל הביאו לדיונים נרחבים של המחוקקים והרגולטורים ברחבי העולם בדבר הצורך בעידוד שוק ההנפקות לראשונה והאופנים לביצועו, כאחת הדרכים לעידוד שוק ההון המקומי והכלכלה.

בארה"ב ובאירופה הביאה הסטגנציה בהנפקות הון ראשונות לציבור לנקיטת פתרונות חקיקתיים יצירתיים. בארה"ב חוקק בשנת 2012 ה- Jumpstart our Business StartUps Act (The JOBS Act).⁵ מטרתו המוצהרת של חוק זה, אשר נחקק בתקופה בה חוותה ארה"ב שיעורי אבטלה משמעותיים, היתה יצירת מקומות עבודה בשוק האמריקאי ועידוד צמיחה כלכלית באמצעות שיפור הגישה של חברות קטנות ובינוניות לשווקי ההון, תוך הכרה בשוק הון פעיל כמחולל צמיחה ותעסוקה.⁶ אחד מפרקי העיקריים של חוק זה קובע הקלות והתאמות יעודיות לחברות קטנות ובינוניות בארה"ב המבצעות הנפקה לראשונה של מניות לציבור, ככלל, למשך תקופה של 5 שנים ממועד הנפקתן.⁷ הוראות הפרק כוללות ביחס לחברות אלו בעיקר פטורים מהוראות דיני ניירות ערך הפדרליים, וכן הסדרה מחודשת של הליך ההנפקה, בראי שיקוליהן ומטרותיהן של חברות הבחנות הנפקת מניות לראשונה. הוראות הפרק כוללות בין היתר: הסדרת האפשרות לביצוע הנפקה לראשונה באמצעות הגשת טיוטות חשאיות לרשות ניירות ערך האמריקאית; האפשרות לנהל שיחות ומגעים עם משקיעים מסווגים עובר לפרסום תשקיף או טיוטת תשקיף לציבור; פטור מדרישות גילוי מסוימות בתשקיף ההנפקה ובמהלך השנים הראשונות להפיכת החברה לציבורית; פטור חלקי מחובת הצבעת בעלי מניות על הוראות ביחס לשכר בכירים ("Say on Pay") ומגילוי בדבר שכר בכירים; ופטור מצירוף חוות דעת רואה חשבון מבקר לדוחות בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית. מחקרים מהעת האחרונה הראו כי במהלך השנים האחרונות מאז חקיקת ה- JOBS Act ב- 2012 מספרן של ההנפקות לראשונה לציבור עלה באופן קונסיסטנטי.⁸

⁵ <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf> The Jumpstart Our Business Startups Act ר' בכתובת:

⁶ מטרת החוק הינה "to increase American job creation and economic growth by improving access to the public capital markets for emerging growth companies"

⁷ אלו נועדו לחברות שהוגדרו כ- Emerging Growth Companies (EGC's), - חברות שהכנסותיהן אינן עולות על 1 מיליארד דולר בשנה ולא יותר מ- 700 מיליון דולר החזקות ציבור והינן בתוקף לתקופה של 5 שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית או תום השנה הקלנדרית בה הכנסותיהן עולות על סכום זה.

⁸ "The JOBS Act: 2014 mid-year update- An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trend", August 2014 at:

http://www.google.co.il/url?url=http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-the-JOBS-Act-2014/%24FILE/EY-the-JOBS-Act-2014.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=y_t6VOy7A-GC7gaP_YHgBQ&ved=0CCQQFjAE&usg=AFQjCNH7QSF5EhL5XW2cQtP97YQRlbfptw
"The JOBS Act, Two Years Later: An Updated Look at the IPO Landscape", April 2014 by LATHAM & WATKINS LLP, at <https://www.google.co.il/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#sourceid=chrome-psyapi2&ie=UTF-8&q=The%20JOBS%20Act%2C%20Later%3A%20An%20Updated%20Look%20at%20the%20IPO%20Landscape>;

"The JOBS Act: 18 months later An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends" November 2013at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-the-JOBS-Act-2014/\\$FILE/EY-the-JOBS-Act-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-the-JOBS-Act-2014/$FILE/EY-the-JOBS-Act-2014.pdf)

מאידך, קיימת גם ספרות המבקשת להראות כי מטרותיו של ה- JOBS Act לא צלחו וכי לא צפויה לו השפעה עקב קיומם של הסברים חלופיים לפיחות במספר הנפקות הון ראשונות לציבור שהתקיים בארה"ב, ר' למשל: Coffee Jr., *Gone with the wind: Small IPO's, the JOBS Act and Reality*, 2013

גם באירופה יוּשְמוּ תיקוני חקיקה והסדרה מסויימים, שלא במסגרת חוק אחד מקיף, שמטרתם עידוד הכלכלה האירופית באמצעות עדכונים בחקיקה בשוק ההון, בפרט באמצעות עידוד עסקים קטנים ובינוניים.⁹

בשנת 2012 פורסמה "מפת הדרכים" של הרשות אשר מבוססת על שלושה יסודות שלובים זה בזה וכוללים רגולציה, דה-רגולציה ופיתוח שוק. במסגרת זו יזמה הרשות שורה ארוכה של תיקוני חקיקה שמטרתיהם הקלות והתאמות של הרגולציה בהיבטי גילוי ודיווח. בכלל זה התאמות בדיווחי בעלי ענין; משך תוקפו של תשקיף מדף; הקלות בדיווחיהם של תאגידים קטנים; מועד חתימה על דוחות כספיים המפורסמים בתשקיף; מועד סיום חובות הדיווח של תאגידים מדווחים ועוד.¹⁰ לנוכח המספר הרב של ההקלות הן רוכזו למספר סדרות חקיקה. סדרת ההקלות הראשונה אשר כללה תיקוני חקיקה ראשית ומשנית אושרה על ידי הכנסת במהלך שנת 2014. סדרת ההקלות השניה הכוללת בין היתר הקלות בדיווחים מיידים, באופני ההצעה לציבור והקלות לחברות מחקר ופיתוח מוכנה וממתינה לדיון בכנסת.

מתוך הכרה בחשיבות של הנפקות ראשונות לכלכלה בת קיימא ובמסגרת השיקולים המנחים במתווה "מפת הדרכים" של הרשות משנת 2012, מבקשת הרשות לקדם סדרת הקלות שלישית, שעניינה ביצוע התאמות בדיווח ובסביבה הכללית האופפת הנפקות ראשונות של הון לציבור, באופן שיעודד חברות לראות בבורסה כאפיק פיתוח וגיוס הון ראוי ומתאים לצרכיהן. אלו בתורן יעודדו צמיחה מקרו-כלכלית, לרבות יצירת מקומות עבודה במשק. כל זאת, מבלי לגרוע משמירה על עניינם של ציבור המשקיעים, כאשר משטר הגילוי והממשל התאגידי יוותרו ברובם על כנם.

במסגרת ההקלות מוצע לקבוע פטורים מסויימים לחברות המנפיקות הון לראשונה לציבור למשך תקופת הסתגלות - תקופה של חמש שנים, שתחילתה במועד ההנפקה וסיומה בתום השנה הקלנדרית שבמהלכה יחלפו חמש שנים ממועד ההנפקה. ההקלות מוצעות בדיני ניירות הערך ודיני החברות, ובכלל זה הוראות ממשל תאגידי וכללי דיווח כמפורט להלן.

⁹ ר' למשל, European Commission, "A Small Business Act" for Europe, בכתובת http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/small-business-act/index_en.htm ;
The European Union Venture Capital Regulation
European Commission בכתובת http://ec.europa.eu/finance/investment/venture_capital/index_en.htm ;
"Review of the Prospectus Directive", Consultation Document February 2015
http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf,
וכן הסדרת מודל ה- Crowdfunding בבריטניה על ידי ה- FCA (ר' בכתובת [http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-\(products/investments/types-of-investment/crowdfunding](http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-(products/investments/types-of-investment/crowdfunding)),
בגרמניה <http://www.forbes.com/sites/alisoncoleman/2014/03/10/germanys-powers-of-innovation-turn-to-crowdfunding>) ובמדינות אירופאיות נוספות.

¹⁰ ר' החוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014 בכתובת: http://www.isa.gov.il/roadmap/Documents/Relief_Act_records.pdf, והתקנות שהותקנו בעקבותיו.

קיימות מספר הצדקות עיקריות לקביעת מנגנון מסוג זה של הקלות והתאמות ייעודיות לחברות המנפיקות הון לראשונה.

ראשית, משקיעים בחברות אלו ידעו מראש, טרם הנפקת החברה ורכישת ניירות הערך על ידם, כי חברות אלו זכאיות לפטורים ולהתאמות שיקבעו. לפיכך, בעת קבלת החלטת ההשקעה בחברות המנפיקות יוכלו המשקיעים לכלכל החלטתם תוך מתן הדעת והפנמת המשמעות של התאמות ופטורים כאמור.

שנית, החברות שיהנו מההקלות וההתאמות יהיו רק חברות אשר ציבור המשקיעים בחר לרכוש מניותיהם במסגרת ההנפקה לציבור, בהינתן הפטורים וההתאמות שיהנו מהם. קרי, החברות יעברו את "מבחן השוק". המבחן המחמיר ביותר בו נדרשת לעמוד חברה על ידי ציבור המשקיעים בה חל ככלל במועד הנפקתה לראשונה בו נדרשים משקיעים לקבל החלטת השקעה בחברה חדשה בשוק הראשוני. ציבור המשקיעים בכלל ומשקיעים מוסדיים בפרט יטו במועד זה, טרם ביצוע ההשקעה לאמוד באופן מיטבי את טיב ההשקעה וכדאיותה. במידת הצורך יוכלו המשקיעים לעמוד על כך שחברה תאמץ וולונטרית הוראת דין מסוימת שקיבלה פטור ממנה, וחברות יוכלו אף הן לעשות זאת מרצונן כדי להגדיל את הביקושים למניותיהן.

שלישית, כמפורט לעיל, התאמות אלו יאפשרו לחברות הבוחרות לראשונה להצטרף לשוק ההון הישראלי להנות מתקופת הסתגלות, אשר במהלכה יוכלו להפנים וללמוד את כללי שוק ההון באופן הדרגתי.

רביעית, ההקלות צפויות להינתן לשיעור קטן יחסית מכלל החברות הציבוריות במשך בכל נקודת זמן (חברות שהנפיקו לראשונה בחמש השנים האחרונות) ולכן אינן צפויות לפגוע בסטנדרט ההתנהגות הכללי הנהוג בשוק ובאיכות ההגנה לציבור המשקיעים. חמישית, כמודגש לעיל, גידול בהנפקות הון לראשונה יוכל בתורו לסייע בעידוד צמיחה מקרו-כלכלית ובהקצאת מקורות יעילה במשק.

ההצעות נשענות, בין היתר, על המלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר ופיתוח ("ועדת המו"פ") אשר יעודה – לעודד חברות מחקר ופיתוח לראות בבורסה אפיק גיוס ורישום לראשונה של חברות מסוג זה - דומה בחלק הארי שלו למטרת נייר זה;¹¹ עוד נשענות ההמלצות על רגולציה זרה, ה-JOBS Act בפרט.

הצעות אלו יסייעו לגשר בין השפעת הגידול ברגולציה בעשור האחרון ובין הרצון והצורך לעודד הנפקות הון לראשונה בשוק ההון באופן שיסייע בפיתוחה וצמיחתה של הכלכלה. המשטר הרגולטורי שיתקיים לאחר אימוץ ההצעות הללו נועד לאזן בין הצורך בהגנת המשקיעים מחד ובין הנאתו של השוק מיכולת ונכונות של חברות להנפיק בו את הון.

אימוצן של מכלול הצעות אלו הינו נחוץ ותואם את אינטרס הציבור לקידום יעילות ותחרותיות בכלכלה המקומית, באמצעות עידוד שוק הון פעיל הכולל הנפקות הון לציבור. תקופת ההסתגלות

¹¹ הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר ופיתוח, להמלצות הועדה מחודש ינואר 2014 ר' באתר רשות ניירות ערך בכתובת : http://www.isa.gov.il/%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/IsaFile_82_87.pdf

המוצעת, תאפשר לחברות המנפיקות הון לראשונה לציבור להסתגל באופן הדרגתי לדיני שוק ההון ולעלויות הנדרשות לעמידה בהם ולפתח פרקטיקות נאותות להתנהלות ארוכת טווח.

1. תחולת המתווה המוצע

- א. מוצע כי ההצעות להלן יוחלו ביחס לחברות שינפיקו הון לראשונה לציבור, למשך תקופה של חמש השנים הקלנדריות ממועד הנפקתן (יחד עם זאת ביחס לחלק ההמלצות מוצע להחילן לתקופת זמן קצרה יותר, כמפורט לגופן של ההמלצות מטה).
- ב. מוצע להחיל את ההצעות להלן ביחס לכל החברות שתבצענה הנפקת הון לראשונה לציבור, מבלי להגבילן על פי מאפיינים שונים, ובפרט מבלי להגבילן לחברות קטנות ובינוניות בלבד, כפי שבוצע ב-JOBS Act.
- ג. תרומתן של חברות "גדולות" להיקף המסחר בבורסה ולכלכלה המקומית בכללה עומדת בפני עצמה, באופן שיש מקום גם לעידודן לבצע הנפקות הון בישראל. יחד עם זאת, בקשר עם מספר הצעות נעשתה הבחנה בין חברות גדולות ובין חברות קטנות ובינוניות, כמפורט לגופן של ההצעות להלן.
- ד. מוצע לקבוע כי ההצעות תחולנה גם ביחס לחברות שביצעו הנפקת הון לראשונה לציבור במהלך תקופה של שנה עובר להפיכתן של ההצעות בנייר זה לדבר חקיקה. תחולה זו תמנע קיומו של "אפקט מצנן" מפני ביצוע הנפקות הון לראשונה במהלך תקופת הביניים ממועד פרסום המלצות בנייר זה ועד חקיקתן. תקופת חמש השנים בהן תהינה החברות מההקלות תהא ממועד הפיכת החברה לחברה ציבורית.
- ד. חברות תדרשנה ליתן גילוי לתחולתן של ההקלות על החברה, בתשקיף ההנפקה לראשונה ובדיווחים השנתיים במהלך התקופה בה תהנה החברה מההקלות.

2. תמצית ההצעות

עסקינן בהצעות לתחולה הדרגתית של הוראות הדין בתחומי ממשל תאגידי, הליכי הנפקה, חובות דיווח ואמצעי אכיפה. להלן יובאו עיקרי ההמלצות בתמצית. פירוט ההצעות ונימוקיהן יפורטו בהרחבה להלן.

1. ממשל תאגידי

ההצעות בסעיף זה גובשו במהלך החודשים האחרונים בתיאום עם הדרג המקצועי במשרד המשפטים ויהיו טעונות אישור שרת המשפטים.

- א. תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה וקרובו - מוצע לקבוע כי חברה אשר התקשרה עם בעל שליטה או קרובו המכהנים בה בנושא משרה בעסקת תגמול שתוארה בתשקיף ותואמת את מדיניות התגמול של החברה תידרש להביאה לאישור מחדש רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית. בנוסף, אם אושרו כדן עסקאות תגמול עם בעל שליטה או קרובו לאחר הפיכת החברה לציבורית ואלו תואמות את מדיניות התגמול, אזי אישורן מחדש ידרש במועד המאוחר מבין שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.

- ב. תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה – מוצע לאמץ בענין זה את ההמלצות הבאות:
- חברה שתקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית ומדיניות תגמול זו תתואר כדין בתשקיף ההנפקה לראשונה תידרש להביאה לאישור מחדש רק בחלוף חמש שנים ממועד הפיכתה לחברה ציבורית.
 - תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל במהלך חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית, שאינם שונים מהותית מתנאי הכהונה וההעסקה של המנכ"ל שכיהן במועד ההנפקה הראשונה לציבור ואשר תוארו כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור, יהיו פטורים מאישור האסיפה הכללית, ובלבד שהם תואמים את מדיניות התגמול.
 - במהלך חמש השנים הקלנדריות הראשונות ממועד הנפקת החברה תוכל החברה לקבוע כי בהתאם למאפייניה אין היא זקוקה לועדת תגמול וניתן לקיים בה את תפקידיה של ועדת התגמול בועדת הביקורת, ובלבד שהרכב הועדה יענה על דרישות החוק ביחס לכל אחת מועדת הביקורת וועדת התגמול.
 - הדירקטוריון וועדת התגמול יהיו רשאים להעניק מענק משתנה בשיקול דעת לנושאי משרה שהינם כפופי מנכ"ל בלבד (כיום ישנה מגבלה לפיה המענק יהיה חלק לא מהותי מהתגמול).
- ג. כהונת אדם וקרובו כיושב ראש ומנכ"ל - מוצע לקבוע כי יושב ראש הדירקטוריון אשר כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית או שקרובו כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף, יהיה רשאי להמשיך בכהונה עד תום חמש שנים מהמועד בו הפכה החברה לחברה ציבורית. כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יושב ראש הדירקטוריון או קרובו כמנהלה הכללי של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהיה האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.
- ד. ועדת מאזן – מוצע כי חברות העונות על ההגדרה "תאגיד קטן" יהיו פטורות ממינוי ועדת מאזן עד חלוף חמש שנים ממועד הפיכתן לחברה ציבורית ובלבד שהחלטות לאישור דוחות כספיים בדירקטוריון יתקבלו על ידי מנין חוקי ורוב תומך של דירקטורים העומדים בתנאי הכשירות לכהונה בועדת מאזן, בהתאם לכללי הכשירות הקבועים בתקנות, וכן במקביל לקביעה מבהירה לפיה במקרה של יישום הפטור תפקידיה של ועדת המאזן הינם מתפקידי הדירקטוריון.
2. אכיפה מנהלית – מוצע כי במסגרת מדיניותה תפעל הרשות באורח מקל בקשר עם הפרות של נושאי משרה בחברה ציבורית, שלא כיהנו בתפקיד בכיר בתאגיד מדווח עובר למועד ההנפקה, במהלך תקופה של שלוש שנים ממועד ההנפקה.
3. הליך ההנפקה
- א. התרת מפגשים עם משקיעים מסווגים טרם תחילת הליכי הנפקה - מוצע לייבא את מודל "testing the water" מתוך ה-JOBS Act לדין הישראלי, באופן שחברות יהיו רשאיות לקיים מגעים בכתב או בעל פה עם משקיעים מסווגים עוד קודם להגשת טיוטות תשקיף

או במקביל להגשתן לרשות. מגעים אשר מטרתם לבחון את העניין של המשקיעים האמורים בהצעה המתוכננת.

ב. אפשרות פרסום תשקיף מדף במועד ביצוע הנפקת הון לראשונה - מוצע לקבוע כי חברה תהיה רשאית לפרסם תשקיף מדף כבר במועד הנפקתה לראשונה.

ג. תקופה להגשת הזמנות - מוצע להאריך את התקופה להגשת הזמנות למשך תקופה של 75 יום. במקביל מוצע להאריך בטווח זמן זהה גם את התקופה בה ניתן יהיה לפרסם הודעה משלימה מתום הרבעון אשר על בסיס דוחותיו הכספיים פורסם התשקיף.

ד. שינויים בכמות ומחיר בהודעה משלימה - מוצע לאפשר ביצוע שינויים בכמות ובמחיר של ניירות ערך המוצעים לציבור לראשונה במסגרת ההודעה המשלימה בשיעור שיעלה על שיעורי השינוי הקבועים כיום בתקנות. במקרה זה, משך הזמן המינימלי ממועד פרסום ההודעה המשלימה ועד מועד ההנפקה יעמוד על שני ימי מסחר (חלף 5 שעות מסחר כפי שנדרש כיום).

ה. חתימת חתם על טיוטת תשקיף - מוצע להסיר את חובת חתימת המיועד לשמש כחתם מתמחר על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור במקרה של הנפקה לראשונה לציבור.

ו. תיעודף בדיקה על ידי סגל הרשות בהצעות מניות לציבור לראשונה - מוצע לקבוע עדיפות לטיפול של סגל הרשות בתשקיפי חברות המנפיקות הון לראשונה וכן למנות גורם שישים כמוקד מענה ישיר לחברות המבצעות או שוקלות ביצוע הנפקת הון לראשונה לציבור.

4. דיווח

א. אפקטיביות הבקרה הפנימית - מוצע לקבוע כי במהלך חמש השנים הראשונות להיותה של חברה חברה ציבורית היא תהיה פטורה מקבלת חוות דעת של רואה החשבון המבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית.

ב. נתונים השוואתיים בפרק תיאור עסקי התאגיד - מוצע לקבוע כי במהלך חמש השנים הראשונות להיותה של חברה חברה ציבורית הנתונים השוואתיים שידרשו בפרק תיאור עסקי התאגיד בתשקיף יכללו תקופה של שנתיים חלף תקופה של שלוש שנים.

להלן יפורטו ההצעות בהרחבה.

3. ממשל תאגידי ודיני חברות

עקרונות הממשל התאגידי (Corporate Governance) מהווים אוסף של עקרונות וכללים המגדירים כיצד ראוי שחברות ציבוריות תתנהלנה בהיבטי בקרה ופיקוח. נוכח תהליכי הגלובליזציה של שוקי ההון, חשיבותם של עקרונות הממשל התאגידי היא ביצירת וודאות, שקיפות ואחידות שימשו את המשקיעים, הנושים והגופים הפיננסיים הבינלאומיים בבואם להעריך תאגידי שונים המאוגדים ונסחרים במדינות שונות. עם זאת, ממשל תאגידי הינו מושג דינאמי והיקפיו עשויים להשתנות מעת לעת, במיוחד על רקע העשייה הרבה בתחום זה בעולם, ועל כן קיים צורך לעדכן ולהתאים את הוראותיו מעת לעת לאור ההתפתחויות במשק.¹²

במהלך העשורים האחרונים חלו התפתחויות רחבות היקף בדיני החברות הישראלים, החל בחקיקתו של חוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") וכלה בתיקוני חקיקה משמעותיים לחוק החברות שבוצעו בחמש השנים האחרונות, שמטרת חלק ניכר מהם היתה עיגון וסטנדרטיזציה של הוראות ממשל תאגידי בקרב חברות שהנפיקו ניירות ערך לציבור. תיקונים מרכזיים אלו בקשר עם חברות ציבוריות כוללים בעיקר את תיקון 16 לחוק החברות משנת 2011, שעסק בעיקר בקביעת הסדרים לאישור עסקאות בעלי שליטה בחברות ציבוריות כמו גם חיזוק והעמקת ההוראות הנוגעות לדירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים בחברה; תיקון 20 לחוק החברות משנת 2012, שעיקרו הליכי אישור תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה בחברה והחובה לאמץ מדיניות תגמול; ותיקון 22 לחוק החברות מסוף שנת 2013 אשר הרחיב את תפקידיה של וועדת הביקורת בקשר עם עסקאות בעלי שליטה.¹³

לתיקונים אחרונים אלו היו השלכות משמעותיות על שוק החברות הציבוריות הישראלי, הם שינו את "כללי המשחק" בחלק מפעולותיהן השוטפות של החברות בכלל ובקשר עם עסקאות בעלי שליטה ונושאי משרה בחברה בפרט. ניצני מחקרים ראשוניים מעידים כי תיקוני חקיקה אלו הביאו לשינויים במגמות בשוק.

יחד עם זאת, אין חולק כי החלה קוגנטית של כללי ממשל תאגידי מחמירים כרוכה בעלויות משמעותיות עבור החברות הציבוריות. עלויות אלו כוללות, בין היתר, זמן הנהלה משמעותי המושקע בקיום הוראות החוק וכן משאבים ניכרים הנדרשים לצורך כך, ובכלל זה שכרם של יועצים חיצוניים. עלות ניכרת נוספת הקיימת לאלו, בעיקר להוראות בקשר עם עסקאות בעלי שליטה ושכר בכירים הינה קיומה של אי ודאות לקברניטי החברה בדבר סטטוס העסקתם ושכרם בחברה. בקשר עם חברות השוקלות הנפקה לראשונה של מניותיהם בבורסה ודאות זו, ולו חלקית, הינה שיקול אקוטי, ביחס ליכולת של בעל השליטה ושל נושאי המשרה בחברה להבטיח

¹² כבר בדו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל מחודש דצמבר 2006 (להלן: דו"ח גושן), אשר עסק בהמלצות להחלת עקרונות הממשל התאגידי הראוי בישראל צוין כי קיים צורך לעדכן ולהתאים את הוראותיו מעת לעת לאור ההתפתחויות במשק. ר' דו"ח הוועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (2006) ר' בכתובת http://www.isa.gov.il/הודעות2013/פרסומים/Reports/177/Documents/IsaFile_45.pdf.

¹³ ר' חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011; חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2013; חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 ("חוק הריכוזיות"), תיקון עקיף מס' 22 לחוק החברות

תקופה סובסטנטיבית במהלכה יוכלו להמשיך ולכהן ולתרום מכישוריהם לחברה והעדרה מהווה גורם מרתיע מהנפקת החברה לציבור.

בהתאם לכך יוצגו להלן מכלול רעיונות שכחוט השני עוברת בהם הצעה להחלה הדרגתית של הוראות הממשל התאגידי להן כפופות חברות ציבוריות על חברות שמנפיקות מניות לראשונה ובכלל זה בקשר עם עסקאות עם בעלי שליטה, תגמול בכירים, כהונה מקבילה בתפקידי יו"ר ומנכ"ל ומינויה של ועדת מאזן. החלה הדרגתית כאמור תפחית את העלויות והגורמים המרתיעים האחרים מפני הצטרפות חברות לשוק ההון באמצעות הנפקת מניות לציבור.

ההצעות בסעיף זה גובשו במהלך החודשים האחרונים בתיאום עם הדרג המקצועי במשרד המשפטים ויהיו טעונות אישור שרת המשפטים.

3.1 תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה וקרובו

בעסקאות עם בעל שליטה בחברה (או אדם אחר שלבעל השליטה יש בו ענין אישי), טמון החשש כי בעל השליטה יעדיף את טובתו האישית על חשבון טובת החברה, וכי יועברו משאבים מכיסה של החברה לכיסו האישי (tunneling). לאור החשש האמור קובע חוק החברות הוראות מיוחדות בקשר עם עסקאות מסוג זה. ככלל, עד תיקון 16 לחוק החברות עסקאות חריגות של חברות ציבוריות עם בעלי שליטה או שלבעל שליטה ענין אישי בהן ועסקאות תגמול ומתן שירותי ניהול על ידי בעלי שליטה וקרוביהם ("עסקאות בעלי שליטה") הצריכו אישור של ועדת ביקורת, דירקטוריון, וכן אסיפה כללית של בעלי המניות ברוב של שליש מבין בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי בעסקה. במסגרת תיקון 16 לחוק החברות הוחמרו הוראות החוק ונקבע כי עסקאות אלו מצריכות בחברות ציבוריות רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. עוד נקבעה הוראה לפיה עסקאות תגמול לבעלי שליטה וקרוביהם מחייבות אישור מחדש אחת לשלוש שנים.¹⁴ מגבלה זו נקבעה בפרט לאור מבנה השוק הישראלי המתאפיין בבעלות ריכוזית של בעלי שליטה ומקורה בעיקר לאור עסקאות בעלי שליטה (ובעיקר עסקאות למתן שירותי ניהול) שהתקיימו בחברות ציבוריות משך שנים ארוכות אף אחרי שחדלה ההצדקה לקיומן ומבלי שהובאו לאישור או דיון מחודש באורגנים של החברה (סיבה אשר לא מתקיימת בשנים הראשונות לאחר הנפקתה של חברה לראשונה).

לצד התועלת הרבה שבפיקוח הדוק יותר של בעלי מניות המיעוט בחברה על עסקאות של חברה עם בעלי שליטה בה בדמות חובת אישור תקופתית של עסקאות מסוג זה, חובת אישור תוך פרק זמן קצר יחסית ממועד ההנפקה לראשונה משמעה העדר ודאות לבעל השליטה בדבר יכולת המשך כהונתו וקרוביו בנושאי משרה בחברה. משכך, עשויה חובה זו להרתיע בעלי שליטה מפני הבחירה להנפיק מניות של החברה לציבור. זאת, בפרט ביחס לחברות שמהוות את מפעל חייו של בעל השליטה וקרוביו אשר נדרשים הלכה למעשה להפקיד את ההחלטה בדבר המשך ניהולו על

¹⁴ הוראה זו נקבעה ביחס לכלל העסקאות עם בעלי שליטה שהובאו בפני האסיפה הכללית לאישור על ידי בעלי מניות המיעוט. עם זאת, בקשר עם עסקאות שאין עניינן תגמול לבעל שליטה או קרובו הותרה האפשרות לוועדת הביקורת לקבוע את העסקה למשך זמן ארוך יותר ככל שהינו סביר בנסיבות העניין.

ידם בידיהם של גורמים שלישיים בלתי צפויים. גם לחברה המנפיקה העדר ודאות זו עשוי לעמוד לרועץ, כאשר במקרים רבים בעלי השליטה הינם מרכזי הידע והמנוע של החברה, אשר הפסקת כהונתם בה עשויה לגרום לחברה נזקים.

על מנת לאפשר ודאות יחסית בהמשך ההתקשרות עם בעלי החברות המרכזים בידיהם את ליבת הידע הנחוצה; בשים לב לכך שתנאי ההתקשרות מאושרים הלכה למעשה על ידי המיעוט במסגרת תמחור ההנפקה לראשונה ורכישת מניות על ידי ציבור המשקיעים בהנפקה; ובשים לב לצורך של נושאי המשרה בחברה ללמוד את אופן ההתנהלות בחברה ציבורית וכן לצורך של ציבור המשקיעים להעריך כהלכה את טיב עבודתם ותפקודם של נושאי המשרה בחברה, מוצע כי תקבע הקלה בדומה לזו שהוצעה בהמלצות ועדת המו"פ. לפי הצעה זו חברה אשר התקשרה עם בעל שליטה או קרובו המכהנים בה בנושא משרה בעסקת תגמול, אשר תוארה בתשקיף ותואמת את מדיניות התגמול של החברה, תידרש להביאה לאישור מחדש רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית. בנוסף אם אושרו כדין עסקאות תגמול עם בעל שליטה או קרובו לאחר הפיכת החברה לציבורית ואלו תואמות את מדיניות התגמול, אזי אישורן מחדש ידרש במועד המאוחר מבין שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.

3.2 תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה

מלבד הוראות יחודיות בקשר עם אופן אישור תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה וקרוביו קובע חוק החברות גם הוראות יחודיות בקשר עם עסקאות עם נושאי משרה בכלל ועסקאות מתן תגמול לנושאי משרה בחברה בפרט. זאת, בשל בעיית נציג המתקיימת עקב הימצאותם בעסקאות מסוג זה משני צדי העסקה – בכובעם כנושא המשרה מקבל התגמול מחד ובכובעם כנציגי החברה המאשרים התקשרותה בעסקה מאידך.

עובר לתיקון 20 לחוק החברות נדרשו חברות ציבוריות לאשר עסקאות מסוג זה בוועדת הביקורת ודירקטוריון החברה. במסגרת תיקון 20 לחוק החברות בוצע שינוי נרחב באופן אישור עסקאות התגמול. המנגנון שיוסד בתיקון 20 מבוסס במידה מסוימת על מנגנון הבעת העמדה המכונה say on pay הנוהג בארצות הברית ובמדינות נוספות בעולם ומותאם למאפיינים של החברות הציבוריות בישראל בה ברוב החברות הציבוריות יש בעל שליטה דומיננטי הממנה את מרבית הדירקטורים. עיקריו של תיקון 20 בשלושה: ראשית, קביעת חובה לעגן מדיניות תגמול לנושאי המשרה בחברה, אשר כללים להתווייתה נקבעו בחוק ואשר מצריכה אישור ברוב מקרב מיעוט בעלי המניות בחברה בהתאם להחלטת הדירקטוריון. אם עמדת הדירקטוריון לא התקבלה, יוחזר הנושא לדיון מחדש בוועדת התגמול ובדירקטוריון, שעליו לקבל החלטה סופית לאחר שבחן את עמדת האסיפה הכללית. שנית, חובה להקים ועדת דירקטוריון יעודית בלתי תלויה המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים ומרוב של דירקטורים חיצוניים – ועדת תגמול. תפקידה להתמקצע ולהתמחות בנושאי התגמול בחברה, לאשר תנאי כהונה של נושאי המשרה ולהמליץ על אישור מדיניות התגמול לדירקטוריון. שלישית, חובת אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל בוועדת

התגמול, הדירקטוריון ובהצבעה שככלל אינה מחייבת של האסיפה הכללית (למעט במקרים חריגים בהם עולה חשש לסיכול ההתקשרות במקרה של הבאתה לאסיפה הכללית).

שינוי מדיניות התגמול ותנאי תגמול בתוך פרק זמן קצר יחסית ממועד ההנפקה עלול ליצור חוסר ודאות ולהקשות על החברה בשימור נושאי משרה מכהנים מצטיינים ובגיוס נושאי תפקידים בעלי כישורים יוצאי דופן.

בשים לב לגמישות הנדרשת לחברות בגיוס ובניהול ההון האנושי החיוני לפעילותן ולחוסר ההיכרות של השוק עם נושאי המשרה בחברה בתחילת דרכה ומשכך חוסר יכולת השוק להעריך כהלכה את כישוריהם, וכן בשים לב לעלויות הכרוכות ביישום תיקון 20, מוצע כי ביחס לחברות אלו תקבע תקופת הסתגלות בכל הנוגע לקביעה ולאישור של מדיניות תגמול ושל שכר נושאי משרה המכהנים בהן. מוצע לקבוע כי במהלך חמש השנים הראשונות ממועד הנפקת החברה:

אישור מדיניות תגמול מראש במסגרת התשקיף - חברה שתקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית ומדיניות תגמול זו תתואר כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור של מניותיה, תהיה פטורה מהצורך לאשר את מדיניות התגמול בהתאם להליכי האישור הקבועים בסעיף 267א לחוק החברות (אישור כאמור של המדיניות יידרש לראשונה רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לחברה ציבורית).

אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל במהלך חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית - התקשרות עם מנכ"ל בתנאי כהונה והעסקה שאינם שונים מהותית מתנאי כהונה והעסקה של המנכ"ל שכהן במועד ההנפקה הראשונה לציבור, ואשר תוארו כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור, תהא פטורה מאישור האסיפה הכללית, ובלבד שהעסקה תואמת את מדיניות התגמול.

ועדת תגמול – החברה תהא רשאית לקבוע כי בהתאם לגודלה ומאפייניה אין היא זקוקה לועדת תגמול וניתן לקיים בה את תפקידיה של ועדת התגמול בועדת הביקורת, ובלבד שהרכב הועדה יענה על דרישות החוק ביחס לכל אחת מועדת הביקורת וועדת התגמול.

מענק משתנה בשיקול דעת - הדירקטוריון וועדת התגמול יהיו רשאים להעניק מענק משתנה בשיקול דעת לנושאי משרה שהינם כפופי מנכ"ל (כיום ישנה מגבלה לפיה המענק יהיה חלק לא מהותי מהתגמול).

3.3 כהונת אדם וקרובו כיושב ראש דירקטוריון ומנכ"ל

חוק החברות קובע כי אדם או קרובו לא יכהנו כיו"ר הדירקטוריון ומנהלה הכללי של החברה במקביל, אלא באישור האסיפה הכללית למשך תקופה של שלוש שנים ובלבד שהתקבל אישור של לפחות שני שלישים מבעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי בהצבעה (או שסך קולות המתנגדים אינו עולה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה).¹⁵

¹⁵ ר' סעיפים 95 ו-121(ג) לחוק החברות

הוראה זו מקורה בצורך בהפרדת סמכויות בין האורגנים שבחברה והקושי שנוצר במינוי חבר הנהלה כחבר דירקטוריון, לאור תפקידו של הדירקטוריון כגוף המפקח על ההנהלה. תפיסת חוק החברות הינה כי קיים צורך בהפרדה בין אלו המכהנים בגוף המבצע- ההנהלה, לבין אלו המכהנים בגוף המפקח – הדירקטוריון.¹⁶

על מנת לאפשר ודאות יחסית בהמשך ההתקשרות עם בעלי החברות, המרכזים בידיהם את ליבת הידע הנחוצה, ובשים לב לכך שמקום בו קיימת כהונה כפולה של אדם בתפקידי יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל זו מאושרת הלכה למעשה על ידי המיעוט במסגרת תמחור ההנפקה הראשונה ורכישת מניות על ידי ציבור המשקיעים בהנפקה מוצע לקבוע כי יושב ראש הדירקטוריון אשר כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית או אשר קרובו כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית (וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף), יהיה רשאי להמשיך ככהונה עד תום חמש שנים מהמועד בו הפכה החברה לחברה ציבורית.¹⁷ כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יושב ראש הדירקטוריון או קרובו כמנהלה הכללי של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהיה האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית או שלוש שנים ממועד האישור, לפי המאוחר.

3.4 ועדת מאזן

בשנת 2010 הותקנו תקנות בקשר עם הליך אישור הדוחות הכספיים בחברה שהנפיקה ניירות ערך לציבור, המבוססות על החשיבות הרבה המיוחסת לדוחות הכספיים כאמצעי הקשר היעיל, המקיף, השיטתי והאמין בין החברה למשתמשים.¹⁸ על פי תקנות אלו נוסדה החובה להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים ("ועדת מאזן"). בעוד שחובת אישור הדוחות הכספיים נותרה בידי של הדירקטוריון, תפקידה של ועדת המאזן הינו לבצע עבודה מקדימה כדי להוביל לבחינה מדוקדקת ועניינית של נושאי הדיווח הכספי. עובר להבאת הדוחות הכספיים לדיון ואישור הדירקטוריון על ועדת המאזן לדון ולגבש המלצות ביחס להערכות והאומדנים שנעשו בקשר עם הדוחות הכספיים; הבקורות הפנימיות הקשורות בדיווח הכספי; שלמות ונאותות הגילוי בדוחות הכספיים; המדיניות החשבונאית שאומצה והטיפול החשבונאי שיושם בעניינים המהותיים של התאגיד; והערכות השווי לרבות ההנחות והאומדנים שבבסיסן שעליהן נסמכים נתונים בדוחות הכספיים. התכנסות ועדת המאזן ותפקידיה מחייבים את החברה בהשקעת משאבים ניהוליים לא מבוטלים, הן לשם הכנת החומר החשבונאי והמשפטי הרלבנטי, והן לאור משכי הזמן המושקע בדיוני הוועדה על ידי משתתפיה.

לאור העלויות הכרוכות בה ונגזרות ממנה מוצע כי חברות "קטנות", העונות להגדרה שנוספה לאחרונה בתקנות ניירות ערך ל"תאגיד קטן"¹⁹, תהיינה פטורות ממינויה של ועדת מאזן במהלך

¹⁶ ר' דברי ההסבר להצעת חוק החברות בה"ח תשנ"ו מס' 2432 בעמ' 52.

¹⁷ ובמהלך תקופה זו לא ידרש אישור מחדש על פי סעיף 121(ג) לחוק החברות.

¹⁸ תקנות החברות (הוראות ותנאים לענין הליך אישור הדוחות הכספיים), התש"ע-2010

¹⁹ על פי תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 - "תאגיד קטן" הינו ככלל: תאגיד שמניותיו נסחרות בבורסה - ששווין של המניות נמוך מ- 300 מיליון ₪ ושאינו נכלל במדד ת"א-100 או ת"א יתר - 50; תאגיד שמניותיו אינן נסחרות - שהונו העצמי נמוך מ- 300 מיליון ₪; תאגיד שתעודות התחייבות שהנפיק נסחרות בבורסה - שערכן הנקוב נמוך מ- 200 מיליון ₪.

חמש השנים הראשונות ממועד הנפקת מניות לציבור לראשונה. בענין זה מוצע להבחין כאמור בין חברות גדולות לבין חברות קטנות, שכן באחרונות ניתן לצפות כי תהליך עריכת הדוחות יהיה מורכב פחות נוכח ההנחה שאלו יטו פחות לכלול מבנה פירמידלי, ריבוי חברות, ריבוי ענפי פעילות או פעילות באזורים גאוגרפים נרחבים.

במקביל מוצע להבהיר כי במקרה של יישום הפטור תפקידיה של ועדת המאזן הינם מתפקידי הדירקטוריון, וכן להתנות את הפטור האמור בכך שהחלטות לאישור דוחות כספיים בדירקטוריון יתקבלו על ידי מנין חוקי ורוב תומך של דירקטורים העומדים בתנאי הכשירות לכהונה בועדת מאזן, בהתאם לכללי הכשירות הקבועים בתקנות.

4. הליכי אכיפה מנהלית

"חוק אכיפה מנהלית", אשר נחקק בשנת 2011, ייסד מסלול של אכיפה מנהלית בעל אופי "מעין שיפוטי". במסגרת זו, נקבעה רשימת איסורים הכוללים הפרה של הוראות דיני ניירות הערך, במעשה המבוצע ברשלנות, לכל היותר. מפרים של הוראות אלו חשופים לאמצעי אכיפה מנהליים, לרבות מניעת כהונת נושא משרה בכירה בגוף מפוקח ועיצום כספי על פי החלטת ועדת אכיפה מנהלית. נוסף על כך מסדיר החוק הפרות אשר הסנקציה בגינן הינה עיצום כספי "פשוט", על פי החלטה של הרשות ושלא בהליך בעל אופי מעין שיפוטי.²⁰

משיחות עם פעילים בשוק עולה כי מנגנון האכיפה המנהלית מהווה גורם מרתיע מפני ביצוע הפרות לנושאי משרה המכהנים בחברה מדווחת. בנוסף לכך, נושאי משרה בחברות המנפיקות מניות לראשונה עשויים להיות מועדים לרשלנות, עקב חוסר היכרותם עם שוק ההון וכלליו. החשש הוא כי חוסר התמצאות זה עשוי בפני עצמו להגביר את רתיעתם של נושאי משרה ובעלי שליטה בחברות מהצטרפות לשוק ההון.

לנוכח חשיבות פיתוח המסחר בבורסה והגברת יעילות שוק ההון ובכלל זה עידוד הנפקות הון לראשונה של חברות בשוק הראשוני ולאור ההכרה בצורך בהפנמת הכללים בעת הנפקת הון לראשונה על ידי נושאי המשרה בחברה כאמור, מוצע כי במסגרת מדיניותה תפעל הרשות באורח מקל בקשר עם הפרות של נושאי משרה בחברה ציבורית, שלא כיהנו בתפקיד בכיר בתאגיד מדווח עובר למועד הנפקת ההון, במהלך תקופה של שלוש שנים ממועד ההנפקה.

5. הליך ההנפקה

הנפקה לציבור של ניירות ערך והנפקה לראשונה בפרט הינה הליך סבוך, ארוך וכרוך בעלויות רבות. על חברה לשכור יועצים רבים ובכלל זה רואי חשבון, עורכי דין, יועצי הנפקה (חתמים או אחרים) ומעריכי שווי; לשלם אגרות רישום; וכן להקדיש זמן ניהולי רב בהתכוננות להנפקה. במסגרת זו נדרשות חברות לפרמל הליכים שמבוצעים על ידם לצורך התאמתם לסטנדרטים הנדרשים מחברה ציבורית; להכין דוחות כספיים בהתאם לכללי החשבונאות החלים על חברות

²⁰ ר' פרקים ח'4 וחי'3 לחוק ניירות ערך, בהתאמה.

ציבוריות (IFRS) ובכלל זה דוחות כספיים לתקופה של שלוש שנים עובר להנפקה; להכין טיוטת תשקיף בהתאם להוראות החוק ולבצע בדיקות נאותות באמצעות עורכי דין; לבחון את מבנה ההנפקה המתאים; וכן לדון בכל העניינים הללו עם הרשות ועם הבורסה. עלויות אלו של משאבים וזמן ניכרים מושקעות עוד בטרם ההנפקה וללא ודאות בדבר היתכנותה והצלחתה. השקעת זמן ומשאבים זו כמו גם תשומת הלב התקשורתית בהנפקה מהווים לא אחת גורם מרתיע מפני בחירה בהליכי הנפקה לראשונה. לאור האמור יוצעו להלן מספר הצעות אשר מטרתן העיקרית הינה סיוע ביצירת מידת ודאות גבוהה יותר לחברה השוקלת הנפקה בדבר סיכויי הצלחתה ובכלל זה יכולת פגישת משקיעים פוטנציאליים בשלבים מוקדמים יחסית; קיצור לוחות הזמנים בביצוע ההנפקה; שינויים במתווי פרסום טיוטת תשקיף ופרסום הודעה משלימה ועוד.

5.1 התרת מפגשים עם משקיעים מסווגים טרם תחילת הליכי הנפקה

בשנת 2007 תוקן חוק ניירות ערך ונקבעה האפשרות לפרסום טיוטה של תשקיף לציבור, אשר על פיה ניתן להתחיל בהליכי שיווק ההנפקה (Road show).²¹ לעניין זה נקבע בעמדת סגל שפורסמה באותו מועד, כי לא ניתן לחשוף מידע למשקיעים מסווגים בלבד במסגרת הצעה לציבור, וכי לא ניתן להציג בפניהם טיוטת תשקיף או נייר ראשוני, מצגת, או מסמך אחר בטרם פורסמה טיוטת תשקיף לציבור בהתאם להוראות החוק ("עמדת הסגל משנת 2007"). הוסבר, כי אחת שההצעה נעשית במסגרת מהלך הצעה לציבור ומתוך כוונה להציע ניירות ערך על פי תשקיף אין מקום להפליית המשקיעים המסווגים לטובה ביחס לשאר הציבור. עמדה זו בוססה תוך השוואה גם לדין האמריקאי שאסר באותו מועד על מסירת מידע כאמור.²²

עמדה זו מגבילה את היכולת של חברות "לחוש את השוק" ולבחון היתכנות ביצועה של הנפקה ותנאיה יחד עם יועצי ההנפקה אל מול המשקיעים העיקריים בהנפקות – המשקיעים המתוחכמים. העדר אפשרות לבחינה וגישוש ראשוני להתכנות ההנפקה, תזמונה ותנאיה עשוי להרתיע חברות מפני החלטה על תחילתו של הליך הנפקה ארוך וסבוך, אשר כרוך בהשקעת עלויות מרובות ללא כל ודאות בדבר היתכנות ההנפקה, אלא רק, אם בכלל, עם השלמת טיוטת תשקיף ונכונות לפרסמה בפומבי.

שיקולים אלו הנחו גם את המחוקק האמריקאי במסגרת ה- JOBS Act, בו הותרה האפשרות לקיים מגעים עם משקיעים מתוחכמים, בכפוף לתנאים, אפשרות שזכתה לכינוי "testing the water".²³ בהתאם להוראות ה- JOBS Act רשאיות כעת חברות לקיים מגעים בכתב או בעל פה

²¹ סעיף 15 לחוק ניירות ערך

²² ר' עמדת סגל 106-2 "חיתום – שאלות ותשובות בנוגע לתקנות החדשות", בסעיף 5.2, בכתובת http://www.isa.gov.il/Corporations/Staff_Positions/SLB_Decision/Staff%20positions/Documents/Isa_File_1958.pdf

²³ ר' סעיף 105(c)-(d) ל- JOBS Act לפיו תוקן סעיף 5 ל- Securities Act of 1933 והתיר לחברה או למי הפועל מטעמה "to engage in oral or written communications with potential investors that are qualified institutional buyers or institutions that are accredited investors as such terms are respectively defined in section 230.144A and section 230.501(a) (of title 17, Code of Federal Regulations, or any successors thereto, to determine whether such investors might have an interest in a contemplated securities offering, either prior to or following the date of filing of a registration statement with respect to such securities with the Commission, subject to the requirement of Section 5(b)(2) of the Securities Act.

עם משקיעים מתוחכמים, כהגדרתם בדין האמריקאי, עוד קודם להגשת טיוטות תשקיף חשאיות ל- SEC או במקביל להגשת טיוטות חשאיות מסוג זה. מטרת מגעים אלו לבחון את העניין של המשקיעים האמורים בהצעה המתוכננת. מנגנון זה היווה שינוי תפיסתי של ה- SEC, שינה משמעותית את המגבלות שהתקיימו עד אותו מועד והתיר דרך חדשה לחברות ליצירת קשר עם השוק.

גם סגל הרשות הבהיר עמדתו מאז עמדת הסגל משנת 2007, במסגרת מענה לפניה מקדמית בשנת 2013.²⁴ באותו עניין, לאור העלויות הגבוהות הצפויות לביצוע ההנפקה, ביקשה חברה ששקלה הצעה של מניות לציבור לבחון את התכנות מהלך ההנפקה עוד טרם קידומו ונשיאה בעלויות הכרוכות בו. זאת, באמצעות פניה למספר נציגים של משקיעים ואנליסטים והצעה לבקר בנכסי החברה בחו"ל לצורך התרשמות באופן בלתי אמצעי מהנכסים ועל מנת שיחוו את דעתם אם ההשקעה עשויה לעניין משקיעים בישראל ותוך מסירה לגופים אלו מידע שיפורסם בתשקיף החברה כשיפורסם. סגל הרשות קיבל את עמדת החברה לפיה אין לראות במהלך מסוג זה משום הצעה לציבור של ניירות ערך בפני עצמו וכהליך שיווק ההנפקה המחייב פרסום טיוטת תשקיף, לרבות מקום בו הביקורים יעשו לאחר הגשת טיוטת תשקיף, אך בכפוף לכך שיערכו לפחות 30 ימים לפני קבלת היתר הרשות לפרסום התשקיף.²⁵ זאת, ככל שהמשקיעים הינם משקיעים מתוחכמים המנויים על התוספת הראשונה לחוק ובכפוף לתיעוד מלא של הביקור. בעת האחרונה מצא סגל הרשות לנכון גם להאריך את משך הזמן למועד קיום מגעים דומים לתקופת זמן סבירה, גם אם עולה על 30 יום.

לאור האמור לעיל ומתוך הכרה בצורך בקיומה של אפשרות לחברות לקיים מגעים מסוג זה כדי לבחון היתכנות ביצוע ההנפקה מוצע לייבא את מודל "testing the water" לדין הישראלי. מוצע להחליף את עמדת הסגל משנת 2007 בעמדה עדכנית הדומה במהותה לזו שהותרה בדין האמריקאי, לפיה ניתן יהיה לקיים מגעים עם משקיעים מסווגים עובר להנפקה ועד מועד תחילת הליך שיווק ההנפקה לציבור.

כפופה אפרשות זו <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmjobsact-researchanalystsfaq.htm> לאחריות בגין תרמית.

²⁴ ר' מענה הרשות פניה מקדמית של חברת סקיליין מחודש נובמבר 2013 בכתובת: http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%99%D7%9C%D7%99%D7%99%D7%9F%20%D7%9E%D7%9B%D7%AA%D7%91%20%D7%AA%D7%A9%D7%95%D7%91%D7%94%201.pdf, ומענה משלים לפניה מחודש ינואר 2014 בכתובת: http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/%D7%AA%D7%A9%D7%95%D7%91%D7%94_2_%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%99%D7%9C%D7%99%D7%9F.pdf

²⁵ במענה לפניה המקדמית הובהר עוד שכל שהמבקרים במתקני החברה יספקו שירותי יעוץ או שיווק השקעות (לרבות אנליזה) ו/או יבצעו עסקה לתיק מנוהל (לברות המנועות מביצוע עסקה כאמור) לגבי ניירות הערך של החברה ככל שניירות הערך של החברה ירשמו למסחר הרי שלעמדת סגל הרשות הלנת המבקרים על חשבון החברה במסגרת הביקור במתקני החברה עומדת בניגוד להוראות סעיף 17 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995.

5.2 אפשרות פרסום תשקיף מדף במועד ההנפקה

על פי חוק ניירות ערך לתאגיד מדווח עומדת האפשרות לפרסם תשקיף מדף, מכוחו יוכל לבצע הצעות לציבור על בסיס דוחות הצעת מדף. דוחות הצעת מדף כוללים בעיקר את פרטי הצעת ניירות הערך, וכן נתונים מסוימים נוספים. דוחות הצעת מדף נחתמים על ידי החברה והדירקטורים, כאשר עם פרסומו הופך דוח הצעת המדף לחלק מהתשקיף מבלי שנדרש היתרה של הרשות לפרסום. משך חייו של תשקיף המדף עומד ככלל על שנתיים, כאשר לאחרונה הוארך משך החיים לשלוש שנים בכפוף לאישור הארכתו על ידי הרשות.²⁶

הנפקת ניירות ערך לציבור באמצעות דוח הצעת מדף טומנת בחובה יתרונות משמעותיים מבחינת החברות: היא מביאה לחסכון משמעותי במשך הזמן ממועד החלטה על ההנפקה למועד ביצוע בפועל עקב העדר הצורך בפרסום תשקיף יעודי לביצוע ההנפקה והעדר הצורך בקבלת היתר הרשות לתשקיף; משכך ממילא יש בה גם בכדי להביא לחסכון בעלויות ובמשאבים הכרוכים בהכנת תשקיף.

הוראות החוק בקשר עם תשקיפי המדף נכנסו לתוקף בשנת 2005 ותשקיף המדף הפך במהלך השנים מאז להסדר הרווח לביצוע הנפקות.

יחד עם זאת, האפשרות לפרסם תשקיף מדף כרוכה במספר תנאים הקבועים בתקנות ובראשם כי חלפה תקופה של לפחות 12 חודשים ממועד הצעת ניירות ערך של החברה לציבור על פי תשקיף על ידי התאגיד המדווח.²⁷ קרי, בפני חברה עומדת האפשרות לפרסם תשקיף מדף רק בחלוף שנה לפחות ממועד הנפקתה לראשונה. מטרת מגבלה זו הינה לאפשר תקופת הסתגלות במהלכה ניתן יהיה לבחון את טיב וסדירות השגרה הדיווחית של החברה באופן שיאפשר לה לבצע הנפקות לציבור ללא צורך בקבלת היתר הרשות לגילוי התשקיפי הבא לידי ביטוי בדוח הצעת המדף, וכן שתתקיים היסטוריית תמחור ארוכה יחסית של ניירות ערך של החברה שלעיתים עשויה להקל על משקיעים לקבל החלטה מהירה לגבי השקעה בניירות הערך של החברה.

למגבלה זו שתי השלכות: האחת, כי ככל שהחברה מעוניינת לבצע הנפקה נוספת במהלך השנה הראשונה ממועד הנפקתה לראשונה היא נדרשת בפרסום תשקיף מלא חדש, על המשאבים והעלויות הכרוכים בהכנתו, ובכלל זה הדיונים עם סגל הרשות בענייננו אשר גוררים גם הארכה של לוחות הזמנים ממועד החלטה על ההנפקה על מועד ביצוע בפועל. נוסף על כך, במידה שברצון החברה להמשיך ולגייס הון או חוב מהציבור בחלוף שנה באמצעות פרסום תשקיף מדף הרי שגם פרסומו הינו למעשה פרסום תשקיף חדש.

לאור השלכות אלו מוצע לשנות תנאי זה וחלף זאת לקבוע כי חברה תהיה רשאית לפרסם תשקיף מדף כבר במועד הנפקתה לראשונה.

²⁶ ר' תיקון סעיף 23 לחוק ניירות ערך במסגרת החוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד - 2014

²⁷ על פי תקנות ניירות ערך (תנאים להצעה על פי תשקיף מדף), התשס"ו-2005. תנאים נוספים הנכללים בתקנות אלו הינם ככלל כי בתקופה של 36 חודשים קודם למועד הגשת הבקשה למתן היתר לפרסום תשקיף או בתקופה שמיום היותו לראשונה תאגיד מדווח לא מצאה הרשות כי לא קיים את הדרישות הנוגעות לחובות הדיווח החלות עליו; וכי בתקופה זו התאגיד או נושא משרה בו הורשע בעבירה לפי חוק ניירות ערך הנוגעת להפרת חובת דיווח עליו או שבית המשפט בהליך אזרחי מצא שהפר הוראה כאמור. נוסף על כך, הרשות מוסמכת למתן היתר לפרסום תשקיף מדף או התנייתו בתנאים גם ככל שהתקיים האמור בהתנאים שתורה ובהתחשב בשיקולים המפורטים שם.

הצעה זו תאפשר את חסכון העלויות הכרוכות בפרסום תשקיף המדף בחלוף שנה ממועד הנפקתה לראשונה של חברה, וכן את העלויות בפרסום תשקיף במהלך שנת ההנפקה הראשונה, במקרה של הנפקה חוזרת.

הצעה זו מצריכה תיקון של תקנות ניירות ערך (תנאים להצעה על פי תשקיף מדף), התשס"ו-2005.

תקנות ניירות ערך (תנאים להצעה על פי תשקיף מדף), תשס"ו-2005

בתוקף סמכותי לפי סעיף 23א(ד) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

1. הצעת ניירות ערך על פי תשקיף מדף תתאפשר ~~בתנאי שהמנפיק הוא תאגיד מדווח וחלפו 12 חודשים לפחות מאז הוצעו ניירות הערך שלו לציבור על פי תשקיף או שהמנפיק הוא תאגיד שהוראות פרק ה'3 לחוק חלות עליו וחלפו 12 חודשים לפחות מאז נרשמו ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, ובלבד ש~~ אם לא נתקיים במנפיק אחד מאלה:

(1) בתקופה של 36 החודשים שקדמו ליום הגשת הבקשה למתן היתר לפרסום תשקיף או בתקופה שמיום היותו לראשונה תאגיד מדווח או תאגיד שהוראות פרק ה'3 לחוק חלות עליו, לפי העניין, הקצרה מביניהן, התקיים לגביו אחד מאלה:

(א) מצאה הרשות כי לא קיים את הדרישות, הנוגעות לחובות הדיווח החלות עליו, כולן או מקצתן;

(ב) הורשע בעבירה לפי חוק זה הנוגעת להפרת חובת דיווח החלה עליו, או בית משפט בהליך אזרחי מצא שהפר הוראה כאמור;

[...]

5.3 הודעה משלימה

בשנת 2007 נכנסה לתוקף האפשרות הקבועה בחוק ניירות ערך להימנע מהכללת פרטים מסוימים בתשקיף הנפקה ולכלול או לשנות פרטים אלו במסגרת "הודעה משלימה". את ההודעה המשלימה על המציע לפרסם לפחות חמש שעות מסחר עובר לתחילת התקופה להגשת הזמנות. להלן יוצגו מספר הצעות בדבר ההודעה המשלימה:

א. המועד האחרון לפרסום הודעה משלימה והתקופה להגשת הזמנות

חוק ניירות ערך ותקנותיו קובעים כי התקופה להגשת הזמנות - התקופה ממועד פרסום התשקיף ועד השלמת ההנפקה - תתחיל ככלל לא לפני עבור 5 ימי עסקים ותסתיים לא יאוחר מ- 45 יום.²⁸ כלומר, שעל בסיס המידע המצוי בתשקיף קיימת אפשרות לבצע את ההנפקה בתוך משך זמן של עד 45 יום ממועד פרסום התשקיף. תכליתו של הסדר ההודעה המשלימה הינה לאפשר לתאגידים גמישות מסוימת, באמצעות מנגנון לקביעת תנאי ההנפקה הסופיים בסמוך למועד הנפקת ניירות הערך לציבור.

²⁸ סעיף 24 לחוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), התשס"ו-2005, וכן תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-2005. הרשות מוסמכת בחוק להקדים את מועד תחילתה של התקופה ובלבד שיהיה לאחר מועד פרסום התשקיף, וכן מוסמכת לדחות את מועד סיומה ובלבד שלא יהיה מאוחר משישה חודשים ממועד תחילתה.

לאחרונה פרסם סגל הרשות עמדת סגל בדבר המועד האחרון לפרסום הודעה משלימה על פי תשקיף.²⁹ במסגרת זו הביע סגל הרשות את עמדתו לפיה ניתן לפרסם את ההודעה המשלימה גם לאחר תום הרבעון הקלנדרי על בסיסו פורסם התשקיף ובלבד שהתקופה להגשת הזמנות תסתיים בתוך 45 יום ממועד פרסום התשקיף - בהתאם להוראות החוק בקשר עם התקופה להגשת הזמנות כמפורט לעיל. לדוגמא, בהתאם לעמדת סגל זו, חברה יכולה למשל לקבוע את תנאי ההנפקה הסופיים בחלוף 30 יום מפרסום התשקיף, לפרסם את ההודעה המשלימה במועד זה ומשכך לקיים את ההנפקה בתוך 5 שעות מסחר מפרסום ההודעה המשלימה ועד 15 יום לאחר מכן.

כיום, ביחס לחלק הארי של התשקיפים שאינם תשקיפי מדף, מפורסמת הודעה משלימה, כאשר המחיר וכמות ניירות הערך הסופיים נקבעים מספר שעות עובר למועד ההנפקה. לאור האמור, ככל שתוארך התקופה להגשת הזמנות בקשר עם הנפקה מכוח הודעה משלימה יהא בכך כדי להאריך את משך הזמן במסגרתו ניתן יהיה לבצע את ההנפקה על בסיס התשקיף, באמצעות הודעה משלימה, תוך הותרת האפשרות לקבוע את מחיר וכמות ניירות הערך המוצעים בסמוך למועד ההנפקה.

במקרה של הנפקת מניות ראשונה לציבור, להארכת משך הזמן כאמור עשויה להיות השפעה משמעותית. זאת מאחר שככלל הליכי שיווק והפצה של ניירות ערך הינם תהליכים המצריכים תקופות זמן לא מבוטלות, בפרט במקרה של הנפקת מניות לראשונה, בה לרוב לא קיימת למשקיעים היכרות מוקדמת עם החברה עובר להליכי השיווק.

לאור האמור מוצע להאריך את התקופה להגשת הזמנות. במקביל להארכה זו מוצע להאריך את התקופה במהלכה ניתן לפרסם הודעה משלימה. באופן זה ניתן יהיה לבצע את ההנפקה תוך קביעת מחירה הסופי ומבלי להידרש לפרסום תשקיף חדש במהלך תקופת זמן ארוכה יותר, אשר תסייע בהליכי הנפקה של חברות חדשות. מוצע לקבוע את מועד סיום התקופה להגשת הזמנות וכן את התקופה במהלכה ניתן לפרסם הודעה משלימה למועד מקסימלי של 75 ממועד פרסום התשקיף, חלף 45 יום (תוך הותרת האפשרות של הרשות להאריכה כפי שקיים כיום).³⁰

הצעה זו מצריכה תיקון תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-2005 ביחס למשך התקופה להגשת הזמנות.

²⁹ ר' החלטה 103-36 "המועד האחרון לפרסום הודעה משלימה" באתר האינטרנט של הרשות בכתובת http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/20%20סגל%20-%20מועד%20אחרון%20לפרסום%20הודעה%20משלימה%20נוסח%20מעודכן.pdf.

³⁰ יובהר כי ככל שפער הזמן ממועד התשקיף למועד ההודעה המשלימה גדל כך עשוי להצטבר בחברה מידע רב יותר. ברי, כי אין באמור בכדי לגרוע מכלל היסוד, לפיו בפני המשקיעים נדרש לעמוד כל מידע מהותי הדרוש לצורך קבלת החלטה על ידי המשקיע הסביר. משכך, ככל שקיים מידע כאמור במהלך תקופת הזמן ממועד פרסום התשקיף עד מועד פרסום ההודעה המשלימה הרי שעל החברה להביאו בפני ציבור המשקיעים באמצעות תיקון התשקיף.

נוסח משולב

תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-2005

1. התקופה להגשת הזמנות כמשמעותן בסעיף 24(א) לחוק, תתחיל לא לפני עבור חמישה ימי עסקים מיום פרסומו של התשקיף, ותסתיים לא יאוחר מ-45 ימים מיום פרסומו. לעניין זה, בהצעה לציבור בדרך של רישום למסחר בלבד יראו את מועד הרישום למסחר בבורסה על פי תשקיף כתחילת התקופה להגשת הזמנות.

1א) על אף האמור בתקנה 1, בהצעה אחידה תסתיים התקופה להגשת הזמנות לא יאוחר מ-75 ימים ממועד פרסום התשקיף.

2. על אף האמור בתקנה 1, כשניירות הערך המוצעים בתשקיף הם ניירות ערך מסחריים של תאגיד מדווח, תתחיל התקופה להגשת הזמנות לא לפני עבור שני ימי עסקים מיום פרסומו של התשקיף.

2א. (א) על אף האמור בתקנות 1 ו-2, פורסמה בציבור טיוטת תשקיף, ניתן לקבוע את תחילת התקופה להגשת הזמנות, בהתאם לקבוע בתקנת משנה (ב), בהתקיים כל אלה:

(1) בטיוטה האחרונה שפורסמה נכללים כל הפרטים הנדרשים לצורך מתן היתר לפרסום תשקיף;

(2) בתשקיף שינויים זניחים בלבד לעומת הטיוטה האחרונה שפורסמה או שינויים שניתן לכלול אותם בהודעה משלימה;

(3) (נמחקה).

ב. שינוי כמות או מחיר של ניירות הערך המוצעים במסגרת הודעה משלימה

תקנות ניירות ערך קובעות מגבלות בדבר שיעור השינוי שניתן לבצע במסגרת ההודעה המשלימה לענין כמות או מחיר ניירות הערך המוצעים, ובעיקר, כי לא ניתן לשנות אף אחד מהם ביותר מ-20% משצוין בתשקיף ושמכפלתם לא תשונה ביותר מ-30% ממכפלתם כפי שצוינו בתשקיף ("ההוראה לעניין שינוי כמות או מחיר").³¹

מקורה של ההוראה לעניין שינוי כמות או מחיר טמון היה בחשש שהתקיים, כי לאור משך הזמן הקצר שממועד פרסום ההודעה המשלימה ועד מועד ההנפקה, שינוי משמעותי בכמות ומחיר ניירות הערך שהוצעו בתשקיף יפגום ביכולת של ציבור המשקיעים להעריך כהלכה את טיב ההשקעה ולתמחרה.

³¹ תקנה 41(4) לתקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), תשס"ז-2007 קובעת כדלקמן: "בהצעה לציבור על פי תשקיף שאינה הצעה בדרך של זכויות (בתקנות אלה – הצעה לציבור), ניתן שלא לכלול בתשקיף פרטים אלה או לשנותם, ובלבד שייכללו בהודעה משלימה: (4) תנאי ניירות הערך המוצעים, כמפורט להלן: (א) מועדי מימוש או המרה של ניירות הערך המוצעים; (ב) שינויים לענין כמות או מחיר ניירות הערך המוצעים ייעשו בכפוף לאלה: (1) צוינו בתשקיף כמות ומחיר ניירות הערך המוצעים – לא ישונה אף אחד מהם ביותר מ-20% מן הכמות ומן המחיר שצוינו בתשקיף, לפי הענין, ומכפלת המחיר בכמות לא תשונה ביותר מ-30% מן המכפלה האמורה הנגזרת מן הכמות והמחיר שצוינו בתשקיף; (2) צוינו בתשקיף כמות ניירות הערך וטווח מחירים כמשמעותו בתקנה 21(ב) לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, ייקבע המחיר במסגרת הטווח שצוין בתשקיף, ובלבד שכמות ניירות הערך המוצעים לא תשונה ביותר מ-20% מן הכמות שצוינה בתשקיף, ומכפלת הכמות בממוצע הטווח לא תשונה ביותר מ-30% מן המכפלה האמורה הנגזרת מן הכמות וטווח המחירים שצוינו בתשקיף; לענין זה, "ממוצע הטווח" – הערך הנמוך ביותר בטווח בתוספת הערך הגבוה ביותר בו, מחולק בשניים; (3) היו ניירות הערך המוצעים ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש, לא ישונו יחס ההמרה ומחיר המימוש ביותר מ-10%, ואולם במקרה ששונו תנאים אלה יקראו את פסקאות משנה (1) ו-(2) כאילו נאמר בהן, בכל מקום, "10%" במקום "20%" ו-"20%" במקום "30%";

מנגד, קיים צורך בהותרת אפשרות לחברה המנפיקה לבצע התאמות במבנה ההנפקה ובפרט במחיר ובכמות ניירות הערך סמוך ככל הניתן למועד ההנפקה. זאת, לאור שינויים בשוק ההון שעשויים להתרחש במהלך התקופה ממועד פרסום התשקיף ועד פרסום ההודעה המשלימה, וכן לאור התקיימותו של המכרז המוסדי לאחר פרסום התשקיף (ועובר לפרסום ההודעה המשלימה), כאשר תוצאותיו משמשות ככלי עזר רב ערך לחברה ולחתם להעריך את הביקוש הקיים לניירות הערך, ובפרט ביחס למחיר שהוצע בתשקיף.

עם צבירת ניסיון בשימוש במנגנון ההודעה המשלימה ולאור האמור לעיל, הציעה לאחרונה הרשות להותיר בידי החברה המנפיקה את האפשרות לשנות את הכמות והמחיר של ניירות הערך המוצעים במסגרת ההודעה המשלימה שלא בכפוף למגבלות אלו.

באותה הצעה הותרה על כנה ההוראה לענין שינוי כמות או מחיר במקרה של הצעה לראשונה של ניירות ערך לציבור, שכן במקרה זה לא קיים שוק פעיל לניירות הערך שיסייע להעריך את טיב ההשקעה. לפיכך, משך הזמן הנדרש לציבור המשקיעים להעריך את טיב ההשקעה בהינתן שינוי משמעותי בכמות ומחיר ניירות הערך במקרה זה, בהתאם לרציונאל שבבסיס ההוראה לענין שינוי כמות ומחיר, עשוי להיות ארוך יותר.

יחד עם זאת, דווקא במקרה של הנפקה לראשונה של ניירות ערך לציבור, בו גם החברה והחתם מתקשים להעריך מראש את המחיר והכמות אותם ברצונם להציע נוכח העדרו של שוק משני, קיים צורך אקוטי בגמישות רבה בקביעת תנאי ההנפקה.

בהתאם לאמור לעיל עולה, כי קיים יחס חליפין בין שיעור המגבלה על שינויים בכמות או במחיר לבין משך הזמן המינימלי שיש להעמיד לרשות המשקיעים לצורך הערכת טיב ההשקעה ממועד פרסום ההודעה המשלימה ועד מועד ביצוע ההנפקה. כך, ככל שמשך הזמן להערכת טיב ההשקעה ארוך יותר (ובפרט ארוך יותר ממשך הזמן שניתן במקרה של הנפקה שאינה הנפקה לראשונה) פוחת הצורך בקיומה של מגבלה.

לאור האמור מוצע לקבוע כי גם במקרה של הנפקה לראשונה של ניירות ערך לציבור ניתן יהיה לבצע בהודעה המשלימה שינויים בכמות ובמחיר בשיעורים העולים על אלו הקבועים כיום בתקנות ולא יותר משיעור שינוי של 50%.

יחד עם זאת, מוצע לקבוע שבהנפקה לראשונה של ניירות ערך לציבור, במידה שהשינוי שיבוצע בכמות ובמחיר יעלה על שיעור השינוי שקבוע בתקנות כיום, אזי משך הזמן המינימלי ממועד פרסום ההודעה המשלימה ועד תחילת התקופה להגשת הזמנות יעמוד על שני ימי מסחר (חלף 5 שעות מסחר הקבועות כיום).

באופן זה יעמוד בפני המשקיעים משך זמן ארוך יותר מאשר זה העומד בפניהם כיום לביצוע הערכה מחודשת ביחס לכדאיות ההשקעה. כל זאת, מבלי להגביל יתרה את אפשרות החברה לבצע את השינויים בתנאי ההנפקה הנדרשים על ידה.

הצעה זו מצריכה תיקון תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-2005 וכן תיקון תקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), תשס"ז-2007.

נוסח משולב

תיקון תקנות ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-2005

2ב. נוסף על האמור בתקנות 1 ו-2, פורסמה הודעה משלימה, תתחיל התקופה להגשת הזמנות ~~(+)~~ תתחיל לא לפני עבור חמש שעות מסחר ממועד פרסום ההודעה המשלימה; על אף האמור-

(21) בהצעה לא אחידה שבה כל הרוכשים הם משקיעים מוסדיים – תתחיל לא לפני מועד פרסום ההודעה המשלימה;

(2) בהצעה לראשונה של נייר ערך לציבור בה שונו פרטים בהודעה משלימה, בשיעורים העולים על השיעורים הקבועים בתקנה 1(4)(ב) לתקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), תשס"ז-2007 – תתחיל לא לפני חלוף שני ימי מסחר ממועד פרסום ההודעה המשלימה.

נוסח משולב

תיקון תקנות ניירות ערך (הודעה משלימה וטיוטת תשקיף), תשס"ז-2007

פרק א': הודעה משלימה

1. בהצעה לציבור על פי תשקיף שאינה הצעה בדרך של זכויות (בתקנות אלה – הצעה לציבור), ניתן –
(א) שלא לכלול בתשקיף פרטים אלה – ~~או לשנותם, ובלבד שייכללו בהודעה משלימה:~~

(1) עיקרי הסכם החיתום, לרבות העמלות המשולמות על פיו ושמות החתמים שהם צד לו;

(2) היה בכוונת המציע לרשום את ניירות הערך המוצעים למסחר בבורסה – ציון כי החברה קיבלה את אישור הבורסה לכך;

(3) היה חתם בעל ענין בחברה – התחייבותו, אם ניתנה כזו, למכור ניירות ערך אם ייוותרו בידי לאחזקת השלמת המכירה ועקב כך יפחת שווי או שיעור החזקות הציבור מן הנדרש לפי תקנון הבורסה;

(4) ~~תנאי ניירות הערך המוצעים, כמפורט להלן:~~

~~(א) מועדי מימוש או המרה של ניירות הערך המוצעים;~~

(ב) לערוך שינויים לעניין כמות או מחיר ניירות הערך המוצעים.

1א. בהצעה ראשונה של נייר ערך לציבור ניתן לערוך שינויים לעניין כמות או מחיר ניירות הערך המוצעים בכפוף לאלה:

(1) צוינו בתשקיף כמות ומחיר ניירות הערך המוצעים – לא ישונה אף אחד מהם ביותר מ-20% מן הכמות ומן המחיר שצוינו בתשקיף, לפי הענין, ומכפלת המחיר בכמות לא תשונה ביותר מ-30% מן המכפלה האמורה הנגזרת מן הכמות והמחיר שצוינו בתשקיף;

(2) צוינו בתשקיף כמות ניירות הערך וטווח מחירים כמשמעותו

בתקנה 21(ב) לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, ייקבע המחיר במסגרת הטווח שצוין בתשקיף, ובלבד שכמות ניירות הערך המוצעים לא תשונה ביותר מ-20% מן הכמות שצוינה בתשקיף, ומכפלת הכמות בממוצע הטווח לא תשונה ביותר מ-30% מן המכפלה האמורה הנגזרת מן הכמות וטווח המחירים שצוינו בתשקיף; לענין זה, "ממוצע הטווח" – הערך הנמוך ביותר בטווח בתוספת הערך הגבוה ביותר בו, מחולק בשניים;

(3) היו ניירות הערך המוצעים ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש, לא ישונו יחס ההמרה ומחיר המימוש ביותר מ-10%, ואולם במקרה ששונו תנאים אלה יקראו את פסקאות משנה (1) ו-(2) כאילו נאמר בהן, בכל מקום, "10%" במקום "20%" ו-"20%" במקום "30%";

(4) שינוי העולה על השיעור הקבוע בפסקאות (1) עד (3) ובלבד -

(א) שהשינוי האמור לא יעלה על 50% ;

(ב) התקופה להגשת הזמנות תחל בהתאם להוראות תקנה 2(3) לתקנות

ניירות ערך (תקופה להגשת הזמנות לניירות ערך המוצעים בתשקיף), תשס"ו-

2005.

11. (5) בהצעה לציבור ניתן לשנות כל פרט שיש לכלול בתשקיף, ואשר תיקונו מתחייב מהשינוי בתנאי ניירות הערך המוצעים כאמור בפסקה בתקנות 1(ב) ו- (4), לרבות אלה:

(א) טבלת החזקות בעלי ענין לאחר המכירה לפי ההצעה לציבור, אם חל שינוי בכמות ניירות הערך המוצעים;

(ב) נתוני הון למניה ורווח למניה לאחר ההנפקה לפי ההצעה לציבור;

(ג) היו מספר ניירות ערך מוצעים יחד ביחידת הנפקה – חישוב הערך הכלכלי של כל אחד מניירות הערך המוצעים;

(ד) ההוצאות בשל הצעת ניירות הערך והנפקתם;

(ה) תמורת ניירות הערך המוצעים וייעודה;

(ו) בהצעה אחידה – פירוט ההתחייבויות המוקדמות שניתנו, לרבות שמות המשקיעים המסווגים כהגדרתם בתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 (להלן – תקנות אופן הצעה לציבור), הכמות והמחיר שבהם הם התחייבו לרכוש את ניירות הערך המוצעים והמנגנון שנבחר לביצוע הקצאה נוספת כמשמעותו בתקנה 8 לתקנות אופן הצעה לציבור, והיקפה;

(ז) בהצעה לא אחידה – החלק מההצעה שיימכר למשקיע מוסדי כהגדרתו בתקנות אופן הצעה לציבור והחלק שיימכר למי שאינו משקיע מוסדי כאמור, הכמות הנוספת כמשמעותו לפי תקנה 12 לתקנות אופן הצעה לציבור ומנגנון הקצאתה;

(6) התקופה להגשת הזמנות.

2. הודעה משלימה תכלול פרטים שלא נכללו בתשקיף או ששונו בהתאם

לתקנות אלה; צוין בתשקיף כי תפורסם הודעה משלימה, ולא חל כל שינוי ביחס לפרטים המצוינים בתקנה 1, תצוין עובדה זו בדוח הודעה משלימה.

3. (א) הודעה משלימה תוגש לרשות ותופץ באופן ובמקומות שבהם פורסם התשקיף.

(ב) ההודעה המשלימה תצורף לכל עותק של התשקיף אשר יפיץ המציע

לאחר פרסומה.

5.4 ביטול חובת חתימת חתם על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור בהצעה לראשונה של ניירות ערך לציבור

בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור נדרשים לחתום החברה ואחד מבין המיועדים לשמש כחתם מתמחר להנפקה. מטרת דרישת חתימתו של חתם על טיוטה המפורסמת לציבור היתה להעלות את רמת הטיוטות שעל פיהן מוצעים ניירות ערך לציבור.

לאיכות הטיוטה לציבור יכולה להיות חשיבות כאשר ההנפקה מבוצעת על ידי חברה שנסחרת במועד פרסומה בשוק המשני, שכן הטיוטה עשויה לשמש גם לצורך קבלת החלטות השקעה בניירות הערך של החברה במהלך המסחר בשוק המשני, עוד בטרם פרסום התשקיף הסופי וביצוע ההנפקה על פיו.

שונה המצב מקום בו הטיוטה לציבור מטרתה הצעת ניירות ערך של חברה לראשונה. במקרה זה, הציבור אינו מחזיק בניירות ערך של החברה המנפיקה במועד פרסומה. לפיכך, לא קיים החשש כי מתן פומבי לפרטים בטיוטת התשקיף יוביל ציבור משקיעים לקבלת החלטות השקעה עובר לפרסום התשקיף.

לאור האמור, מוצע להסיר את חובת חתימת המיועד לשמש כחתם מתמחר על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור, מקום בו החברה המנפיקה מציעה ניירות ערך לראשונה על פי טיוטת התשקיף.³²

5.5 תעדוף בדיקת טיוטות תשקיפים בהצעות מניות לציבור לראשונה

הליך ההתדיינות של חברות ויועציהן עם סגל הרשות בקשר עם טיוטת תשקיף עשוי לארוך משך זמן לא מבוטל, של מספר חודשים. בהתאם לנהלי הרשות כיום לא קיימת הבחנה בין חברה המנפיקה לראשונה לתאגיד מדווח המבצע הנפקה חוזרת בקשר עם לוחות הזמנים של בדיקת התשקיף על ידי סגל הרשות. ככלל, כל חברה נדרשת להודיע לרשות על כוונתה להגיש טיוטת תשקיף לרשות לא יאוחר מ- 90 יום עובר למועד האחרון לקבלת היתר לפרסום תשקיף על בסיס הדוחות הכספיים שיכללו במסגרתו ואת טיוטת התשקיף יש להגיש לא יאוחר מ- 60 יום עובר למועד האחרון כאמור.³³

לאור החשיבות שהרשות מייחסת להנפקות הון לציבור ובניסיון לקצר את לוחות הזמנים האמורים תינתן עדיפות לטיפול בתשקיפי חברות המנפיקות הון לראשונה, באופן שאלו יעמדו בראש התור מבין טיוטות התשקיף שתתקבלנה במהלך אותו רבעון.

³² ההצעה הוצעה בשנה החולפת במסגרת הצעות לעדכונים באופני ההצעה לציבור שפרסמה הרשות והיא מצויה בהליכי חקיקה וממתינה לאישור הכנסת. ר' באתר הרשות בכתובת:

http://www.isa.gov.il/Corporations/Legislation/Paper/Documents/IsaFile_8154.pdf

³³ מבלי להתייחס לאפשרות הקיימת של בדיקת תשקיף מקוצרת, בכפוף להוראות נהלי הרשות.

בנוסף, ימונה גורם שיטמש כמוקד מענה ישיר לחברות המבצעות או שוקלות ביצוע הנפקה לראשונה לציבור. זאת, באופן שבפני חברות אלו יעמוד גורם יחיד וזמין אשר יהא ביכולתו להשיב לשאלות עקרוניות בקשר עם הליכי ההנפקה עוד בטרם הגשת טיוטת התשקיף (ובכפוף לזיהוי), ומבלי שידרש לעמוד בכללי הרשות בקשר עם הגשת פניה מקדמית.

6. דיווח

כאמור לעיל, על בסיס "מפת הדרכים" שפרסמה הרשות בשנת 2012 ניזומו ובוצעו על ידי הרשות מספר תיקוני חקיקה שמטרתיהם היו הקלות והתאמות הרגולציה בהיבטי גילוי ודיווח. בכלל זה התאמות בדיווחי בעלי ענין, משך תוקפו של תשקיף מדף, הקלות בדיווחיהם של תאגידים קטנים, מועד חתימה על דוחות כספיים המפורסמים בתשקיף, מועד סיום חובות הדיווח של תאגידים מדווחים ועוד.³⁴ כהשלמה לאמור, מוצעות להלן עוד שתי הצעות, האחת להחלה הדרגתית של חובת צירוף חוות דעת של רואה החשבון המבקר לדו"ח אודות אפקטיביות הבקרה הפנימית על חברות המנפיקות מניות לראשונה; השניה בדבר פרק הזמן לנתוני השוואה הנדרשים בפרק תיאור עסקי התאגיד בתשקיף ובדו"ח השנתי.

6.1 אפקטיביות הבקרה הפנימית

החל משנת 2010 בעקבות מסקנות ועדת גושן, נדרשים תאגידים מדווחים להעריך את האפקטיביות של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי והגילוי ("ISOX"). לצורך כך נקבעה בתקנות ניירות ערך החובה לכלול בדוחות התקופתיים והרבעוניים של החברה הצהרות אישיות של המנכ"ל ושל נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים, המתייחסות לנאותות ולשלמות המצג בדוחות החברה, ולכך שבוצעה הערכה של אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי; דוח של ההנהלה ושל הדירקטוריון בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ("דוח אפקטיביות"); וכן דוח של רואה החשבון המבקר הכולל את חוות דעתו בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי.³⁵ הוראות אלו נשאבו לדין הישראלי מתוך הוראות Sarbans-Oxely Act האמריקאי משנת 2002 ("SOX").³⁶

במסגרת תיקונים שיזמה הרשות בשנה החולפת להקלות ייעודיות לחברות קטנות נכללה גם הקלה בקשר עם הוראות ה-ISOX. על פי הקלה זו בוטלה החובה לפרסם דוח על אפקטיביות הבקרה הפנימית ודוח רואה החשבון המבקר על אפקטיביות הבקרה הפנימית בחברות ונותרה החובה בצירוף הצהרות אישיות של המנכ"ל ושל נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים אשר מתייחסות לנושא תרמיות בלבד (מבלי להתייחס להיבטים של בקרות העשויות להיות

³⁴ ר' החוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014 בכתובת:

http://www.isa.gov.il/roadmap/Documents/Relief_Act_records.pdf

³⁵ תיקון מספר 3 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970

³⁶ הכולל דרישות מחמירות מדרשות הדין הישראלי, ובכלל זה מחייב גם מתן הצהרות בדבר האפקטיביות של הבקרות והנהלים ביחס לתפעול החברה נוסף על ההצהרות בדבר הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי.

מקושרות באופן מובהק ל-ISOX).³⁷ נקודת המוצא בפטור האמור היתה כי דין חברה קטנה אינו כדין חברה גדולה, במובן זה שהעלויות הדרושות על חברות קטנות ביישום הוראות ISOX לא בהכרח מצדיקות את התועלות שצומחות מכך. חברות גדולות מטבע העניין כוללות פעמים רבות מבנה פירמידלי, החזקות רבות, פעולות בענפים שונים, פעולות בארץ ובח"ל וכיו"ב באופן שתהליך עריכת הדוחות הכספיים מורכב יותר, ומשך מחייב תרבות ונוהג סדורים של ניהול סיכונים על מנת לקיימם באופן האפקטיבי ביותר.

התהליך הכרוך ב-ISOX הוא תהליך הכרחי בסיוע לחברה שהפכה לראשונה לתאגיד מדווח בהשגת יעדיה ובהנחת דעת מנהליה כי הדיווח הכספי השוטף הוא תהליך ששיג את מטרותיו. רוצה לומר כי גם בהיעדרה של דרישת ISOX מפורשת, חברות גדולות היו מבצעות תהליך מסוג זה שנדרש פוזיטיבית בתקנות. המשמעות היא שבניגוד לחברות קטנות, העלויות הדרושות ביישום הוראות ISOX לחברות גדולות מצדיקות את התועלת שצומחת מכך – הן לחברה עצמה והן למשקיעים בה.

יחד עם זאת, מוצע להקל גם עם חברות גדולות המנפיקות הון לראשונה בקשר עם ה-ISOX, באופן דומה להקלה שמצא לנכון המחוקק האמריקאי בקשר עם הוראות ה-SOX המקבילות במסגרת ה-JOBS Act. שם, נקבעה הקלה לפיה בשנותיה הראשונות של חברה החוסה תחת ה-JOBS Act היא אינה נדרשת בחוות דעת רואה החשבון המבקר ביחס לאפקטיביות הבקרה הפנימית.³⁸ בעוד שההקלה ב-JOBS Act ניתנה רק לחברות שאינן גדולות, מוצע כי ההקלה שבנדון תינתן לכלל החברות.

יצוין, כי כחלק מתהליך הביקורת בקשר לכל חברה רואה החשבון נדרש ממילא להבין את הגוף המבוקר ולהעריך את הסיכונים המתייחסים להצגה מוטעית מהותית וכי הערכה זו מתבצעת בין היתר לאחר סקירת הבקרה הפנימית של הגוף המבוקר.

היות שהמטרה בדבר הנחת דעתו של רואה החשבון על דוח האפקטיביות קיימת באופן אינהרנטי מהליך הביקורת (אף אם היא מצומצמת יותר), בשים לב להנחה העומדת בבסיס מסמך זה לפיה ראוי לאפשר לחברות המנפיקות לראשונה תחולה הדרגתית של הוראות דיני ניירות הערך, ומאחר שהמחוקק הישראלי והאמריקאי מצאו לנכון לקבוע הקלות בקשר עם הדוחות בדבר האפקטיביות על הבקרה הפנימית, מוצע לקבוע פטור מקבלת חוות דעת של רואה החשבון המבקר ביחס לחברות המנפיקות מניות לראשונה למשך תקופה של חמש השנים הקלנדריות ממועד ההנפקה לראשונה. הצעה זו לא תחול ביחס לחברות אגרות חוב הנסחרות בבורסה ומנפיקות מניות לראשונה.

³⁷ ר' תקנה 5ד(3) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, וכן ר' מסמך הצעות לתיקון שפרסמה רשות ניירות ערך בכתובת <http://www.isa.gov.il/roadmap/Documents/00281014.pdf>.
³⁸ סעיף 103 ל-JOBS Act, למשך תקופה של 5 שנים או עד לאי עמידתן בהגדרות של EGO.

הצעה זו תחייב תיקון של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) התש"ל-1970.

נוסח משולב

תיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970

9ב. (א) תאגיד יצרף לדוח התקופתי דוח שנתי בדבר הערכת הדירקטוריון וההנהלה את אפקטיביות הבקרה הפנימית, לפי הטופס שבפרט 1(א) בתוספת התשיעית.
(ב) בדוח השנתי על הבקרה הפנימית תובא התייחסות לפי הפירוט הזה:

[...]

(ג) לדוח השנתי על הבקרה הפנימית יצורף דוח של רואה החשבון המבקר של התאגיד כמשמעותו בפרק החמישי לחוק החברות (להלן – רואה החשבון המבקר), שיכלול את חוות דעתו בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי, ובדבר חולשות מהותיות שהוא זיהה בבקרה זו, ובכלל זה כאלה שלא ניתן להן גילוי נאות בהערכת הדירקטוריון וההנהלה כמפורט בדוח השנתי על הבקרה הפנימית; לעניין זה, יראו חוות דעת בדבר אפקטיביות הבקרות שתתייחס לכל אחד מרכיבי בקרה פנימית אלה: בקרות ברמת הארגון (Entity Level Controls); בקרות על תהליך עריכת הדוחות וסגירתם; בקרות כלליות על מערכות המידע (ITGC) ובקרות על תהליכים מהותיים מאוד לדיווח הכספי, כחוות דעת בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי; הוראות תקנת משנה זו לא יחולו על תאגיד שטרם חלפו חמש שנים מעת שהנפיק לראשונה מניות לציבור על פי תשקיף ובעת שהנפיק מניות כאמור, לא היה התאגיד תאגיד מדווח.

6.2 גילוי השוואתי בפרק תיאור עסקי התאגיד לתקופה של שנתיים חלף שלוש שנים

ב- JOBS Act נקבע כי במועד הנפקה לראשונה לציבור רשאי תאגיד לצרף דוחות כספיים מבוקרים לתקופה של שנתיים חלף תקופה של שלוש שנים, וכן רשאי לתת גילוי למידע כספי נבחר ביחס לתקופה של שנתיים אלו חלף תקופה של חמש שנים. לאחר ההנפקה לראשונה לציבור על התאגיד להתכנס באופן הדרגתי לעמידה במלוא הוראות הגילוי, באמצעות הוספת שנה נוספת בכל דוח תקופתי.

הוראות תקנות ניירות ערך קובעות כיום כי בפרק תיאור עסקי התאגיד הנכלל בתשקיף נדרשים נתונים ביחס לשלוש שנים האחרונות, וכן נדרש תאגיד להגיש לרשות דוחות כספיים לתקופה של שלוש שנים ממועד ההנפקה.

ברוח דומה להקלה שנקבעה ב- JOBS Act בתשקיף ביחס לחברה שמנפיקה לראשונה מניותיה לציבור מוצע לקצר את התקופה לגביה נדרשים הנתונים הכספיים במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד מתקופה של שלוש שנים לתקופה של שנתיים. זאת, בתשקיף ההנפקה וכן בדוח השנתי של חברה במהלך חמש השנים הקלנדריות ממועד הנפקת מניות לראשונה. הצעה זו לא תחול ביחס לחברות אגרות חוב הנסחרות בבורסה ומנפיקות מניות לראשונה.

הצעה זו תחייב תיקון של תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף – מבנה וצורה) תשכ"ט-1969.

נוסח משולב

תיקון תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), תשכ"ט-1969
תוספת ראשונה

הפרטים שיינתנו על עסקי התאגיד:

פרק 1: כללי

1. א) תיאור התאגיד ועסקיו על פי תוספת זו יובא לתקופה שתחילתה שלוש שנים לפני ה-1 בינואר של השנה שבה מוגש התשקיף וסיומה סמוך למועד הגשת התשקיף. על אף האמור, לעניין תאגיד המנפיק לראשונה מניות לציבור בעת שאינו תאגיד מדווח, או תאגיד כאמור שטרם חלפו 5 שנים ממועד ההנפקה לראשונה של מניותיו לציבור, יובא התיאור לתקופה שתחילתה שנתיים לפני ה-1 בינואר של השנה שבה מוגש התשקיף וסיומה סמוך למועד הגשת התשקיף
(א1) אך-להתקופה האמורה בסעיף קטן (א) תהיה תקופה ארוכה יותר אם הדבר חשוב לשם הצגה נאותה של עסקי התאגיד;

סיכום

בשנים האחרונות חוו מדינות מערביות רבות, ישראל ביניהן, ירידה משמעותית בהיקפי הנפקות לראשונה בבורסה. ירידה זו יחד עם ההכרה בחשיבות שוק הנפקות פעיל במדינה הביאו לדיונים רבים של המחוקקים והרגולטורים בעולם בדבר הצורך בעידוד שוק הנפקות לראשונה והאופנים לביצועו, כאחת הדרכים לעידוד שוק ההון המקומי והכלכלה.

בהתאם לכך, מתוך הכרה בחשיבות של הנפקות ראשונות לכלכלה בת קיימא ובמסגרת השיקולים המנחים של מתווה "מפת הדרכים" של הרשות משנת 2012 מוצעת סדרת הקלות שלישית שתכלול התאמות בדין המקומי ובסביבה הכללית האופפת הנפקה לראשונה של הון לציבור, באופן שיעודד חברות לראות בבורסה כאפיק פיתוח וגיוס הון ראוי ומתאים לצרכיהן, כמפורט בהרחבה לעיל.

בשים לב לחשיבות של הנפקת מניות למסחר בבורסה ולשיקולים המצדיקים הקלות לחברות חדשות המנפיקות הון לציבור מוצע לקבוע כי ביחס לחברות אלו תוחל תקופת הסתגלות- תקופת ביניים של חמש שנים במהלכה יהא באפשרות חברות לאמץ באופן הדרגתי את דיני ניירות הערך ודיני החברות, ובכלל זה הוראות ממשל תאגידי וכללי דיווח, הכל כמפורט לעיל.

ישום הצעות אלו יסייע באיזון בין הוראות הדין והרגולציה המקומית לבין הרצון והצורך לעודד הנפקות הון לראשונה בשוק ההון הישראלי, באופן שיתמוך בפיתוחה וצמיחתה של הכלכלה המקומית. המשטר הרגולטורי שיתקיים לאחר אימוץ ההצעות הללו יאזן בין הצורך בהגנת המשקיעים מחד ובין הנאתו של השוק מיכולת ונכונות של חברות להנפיק בו את הון מאידך.