



רשות ניירות ערך

הצעה לתיקון הכללים להסדרת קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 28/06/2019

אנשי קשר: רו"ח רוני עמיחי, עו"ד אורנה נחום, עו"ד אורית שרייבר

טל': 02-6556407, פקס: 02-6513646 דוא"ל: seclaw@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו: [נוהל ייזום אסדרה](#). 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.

במטרה להגביר את פעילות האנליזה לגבי חברות הנסחרות בבורסה בכלל והרצון לעודד מתן אנליזות בעת הנפקה בפרט, ערך סגל הרשות במהלך החודשים האחרונים בדיקות שונות, על מנת לבחון את המצב הקיים ולזהות את החסמים המשפטיים המונעים את התפתחות התחום. נייר זה סוקר את הבדיקות שנערכו, החסמים שנמצאו ופתרונות מוצעים.

א. רקע

בעבודות אנליזה יש המלצה בנוגע לכדאיות השקעה בניירות ערך של חברות ציבוריות, ולכן הן מהוות "ייעוץ השקעות" כהגדרתו בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995 (להלן: "חוק הייעוץ"). משכך, למעט מספר חריגים¹, אנליסטים מחויבים להיות בעלי רישיון לפי חוק הייעוץ וכפופים לחובות המוטלות על בעלי רישיון².

סעיף 17(א) לחוק הייעוץ קובע איסור על בעל רישיון לקבל טובת הנאה בקשר עם ייעוץ השקעות או

¹ למשל, אנליסט שעבודותיו נמסרות רק למי שמוגדר כלקוח כשיר בתוספת הראשונה לחוק הייעוץ.

² על אנליסטים בעלי רישיון חלה "הוראה לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה" שמטרתן קביעת הסדר גילוי ספציפי המותאם לתחום האנליזות, לרבות גילוי אודות עניין אישי שיש לאנליסט בנושא האנליזה.

שיווק השקעות, למעט שכר והחזר הוצאות מהלקוח. "הלקוח" בהקשר של עבודות אנליזה הוא ציבור המשקיעים הנחשף אליהן. נוכח הוראות סעיף 17 לחוק, חברה מסקרת אינה רשאית לקבל תשלום (במישרין או בעקיפין) מהחברה המסוקרת. מגבלה זו חלה בין אם החברה המסוקרת הינה בעלת רישיון ובין אם היא עורכת אנליזות ללקוחות כשירים בלבד (בפטור מרישיון)³.

סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ מקנה סמכות לרשות לקבוע נסיבות מיוחדות במסגרתן יתאפשר לגופים המפרסמים עבודת אנליזה לקבל תמורה מהחברות המסוקרות על ידם, ובלבד שיובטח כי התמורה מתקבלת באופן שבו יצומצם החשש שקבלתה תשפיע על עבודת הניתוח. במסגרת שיקולי הרשות לקביעת נסיבות מיוחדות, רשאית היא להתייחס, בין השאר, למקרים בהם עבודת הניתוח דורשת מומחיות מיוחדת ו/או למקרים בהם עבודת הניתוח מתייחסת לתחום בו היא עשויה לתרום לפיתוח המסחר בבורסה.

מכוח סעיף זה נקבעו כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), התשע"ד - 2014 (להלן: "כללי התגמול"). כיום, כללי התגמול מסדירים מנגנון לקבלת תמורה עבור אנליזה במסגרת תוכנית לסיקור חברות ציבוריות בתיווך הבורסה לניירות ערך בתל אביב, בנוגע לחברות טכנולוגיה ולחברות תעשייה.

במטרה לעודד את שוק האנליזות בישראל אישרה מליאת הרשות ביולי 2018 תיקון לכללי התגמול, המאפשר לאנליסטים בעלי רישיון לקבל טובת הנאה ישירות מהחברה המסוקרת עבור עבודות אנליזה הנערכות בהתייחס להנפקה ראשונה, תוך קביעת כללים שיש בהם כדי לצמצם את ניגודי העניינים. לתיקון זה נתייחס, בין היתר, בהמשך.

בהמשך לכך, ערך סגל הרשות בדיקות נוספות מהן עלה כי עיקר פעילות האנליזה, שאינה לצרכים פנימיים, נערכת על ידי חתמים ומפיצים וגורמים הקשורים אליהם. לפיכך, נדרש להסדיר פעילות זו בכללים ברורים ואחידים. תיקון הכללים יוביל ליישור קו והבהרת המותר והאסור בתחום זה.

ב. הצעה לתיקון כללי התגמול

בבדיקה נמצאו שני חסמים משפטיים עיקריים לפרסום אנליזות:

האחד, לאור המגבלה הקבועה בסעיף 17 לחוק הייעוץ כמתואר לעיל, חתם או חברה הקשורה לחתם אינם רשאים לפרסם אנליזה, אף לא ללקוחות כשירים, בסמוך להנפקה בה מעורב החתם (ראשונה או חוזרת), כי במקרה כזה יש לראות את התמורה עבור שירות החיתום כתמורה עקיפה המתקבלת מהחברה המסוקרת עבור האנליזה.

³ על פי הוראות החוק, אנליסט העוסק באנליזות ללקוחות כשירים פטור מרישיון. ואולם גם עליו חלות הוראות פרק ג' לחוק למעט סעיפים ספציפיים המנויים בסעיף 3(א) לחוק. בכלל זה חל גם סעיף 17 לחוק.

והשני, נמצא כי מרבית החברות העוסקות באנליזה אינן בעלות רישיון ולפיכך הן לא יוכלו לעשות שימוש במנגנון שאושר במליאה לפיו תותר קבלת תמורה באופן ישיר מהחברה המסוקרת לבעלי רישיון בלבד.

לאור האמור, ומאחר שלצורך קיומו של שוק הון משוכלל הן באשר לשוק הראשוני והן באשר למסחר ולעומקו, קיימת חשיבות רבה לכך שתתקיים תמיכה אנליטית, מוצע לתקן את כללי התגמול בשני מישורים על מנת להתיר פרסום אנליזות אגב הנפקות, בכפוף לקביעת כללים שמטרתם צמצום ניגודי העניינים:

1. קבלת תמורה באופן ישיר מחברה מסוקרת בהנפקה ראשונה, גם על ידי חברות שאינן בעלות רישיון ואשר מפיצות את האנליזות ללקוחות כשירים בלבד;
2. התרת פרסום אנליזות בהנפקה ראשונה וחוזרת על ידי חברה שקשורה לחתם או מפיץ.

ב.1 קבלת תמורה באופן ישיר מחברה מסוקרת בהנפקה ראשונה

כאמור, מליאת הרשות אישרה ביולי 2018 תיקון כללי התגמול שמאפשר לאנליסטים בעלי רישיון לקבל טובת הנאה מהחברה המסוקרת עבור עבודות אנליזה הנערכות בהתייחס להנפקה ראשונית ובהמשך לה, תוך קביעת כללים שיש בהם כדי לצמצם את ניגודי העניינים (ראו סעיף ג' להלן). התיקון האמור לא קודם, בשל ממצאי הבדיקות הנוספות שערך סגל הרשות.

כאמור, מהבדיקות עלה שמרבית החברות העוסקות באנליזה נותנות שירות ללקוחות כשירים בלבד ועל כן אינן מחזיקות ברישיון. משכך, ככל הנראה, לא יעשה שימוש רב במסלול של מתן אנליזות על ידי בעלי רישיון אגב הנפקה ראשונה. ההנמקה לכך מצד החברות היתה כי פעילות במסגרת חברה בעלת רישיון ופרסום אנליזות לציבור מרחיבה את האחריות של החברה ומשיתה עליה עלויות נוספות (הון עצמי וביטוח, העסקת בעלי רישיון וכו'). לאור האמור, מוצע שלא להגביל את המנגנון לקבלת תמורה באופן ישיר מהחברה המסוקרת אגב הנפקה לחברות בעלות רישיון בלבד⁴. בנוסף, מוצע שגם המנגנון של פרסום אנליזות באמצעות חברה אחת של חתם, לגביה יורחב בהמשך, לא יותנה בהחזקה ברישיון.

יחד עם זאת מוצע לקבוע בכללים כי הוראות הגילוי החלות על בעלי רישיון המפרסמים אנליזות יחולו גם על חברות המפרסמות אנליזות בפטור מרישיון.

ב.2 התרת פרסום אנליזות בהנפקה ראשונה וחוזרת על ידי חברה שקשורה לחתם או מפיץ

כאמור לעיל, נוכח לשון הסעיף הקובעת כי טובת ההנאה האסורה יכולה שתינתן "במישרין או בעקיפין", עמדת הרשות היא כי התגמול שמקבל החתם עבור החיתום או ההפצה מהחברה המסוקרת כולל למעשה גם תשלום בעקיפין עבור האנליזה. האיסור האמור חל כאשר אנליזה

⁴ סעיף 3(א2) מחיל על מי שנותן ייעוץ ללקוחות כשירים בלבד, את הוראות פרקים ג ו-ד לחוק, ובמסגרת זו גם את סעיף 17 לחוק, ולפיכך סמכות הרשות לקבוע כללי תגמול מכוח סעיף 17(ב)(6) חלה גם במקרה זה.

נעשית על ידי חתם הקשור להנפקה או על ידי חברה הקשורה אליו. לאור האמור, על פי המצב המשפטי, כיום חתם או חברה הקשורה לחתם אינם רשאים לפרסם אנליזה בסמוך להנפקה (ראשונה או חוזרת) אודות תאגיד מנפיק שהחתם מעורב או עתיד להיות מעורב בהנפקתו.

חברה הקשורה לחתם לא תהא רשאית לפעול במסלול המוצע לעיל של קבלת תמורה ישירה מהחברה המסוקרת, וזאת מפני שהיא אינה עומדת באחד התנאים לפיו לא יתקיים קשר עסקי אחר בין האנליסט או חברות הקשורות אליו לבין החברה המסוקרת נוכח הקשר העסקי שבין החתם לחברה המסוקרת. ואולם, לאור היתרונות של נוכחותם של גופים הקשורים לחתמים בתחום האנליזה, נוכח ניסיונם של החתמים בשוק ההון וחיבתם לשוק ההנפקות, לעמדתנו, פתיחת האפשרות למתן שירותי סקירה על ידי חברות הקשורות לחתמים תקדם את מקצועיות הפועלים בתחום ואפשרות זו גם תשפר את איכות בדיקות הנאותות המתבצעות על ידם דרך כלל עת הם משמשים כחתמים.

לאור האמור, יש מקום לאפשר מתן אנליזות על ידי חברה אחות של חתם בסמוך להנפקה. אמנם יש חשש שהמלצות אנליסטים יהיו מוטות לטובת החברות המסוקרות בשל זיקות שונות אליהן.⁵ המקרה הידוע בהקשר זה התרחש בעקבות תקופת הגאות בשוק ההון האמריקאי בתחילת שנות האלפיים, כאשר נמצא כי ניתנו על-ידי האנליסטים המלצות מוטות למשקיעים בגלל ניגודי עניינים שהיו לבתי ההשקעות בהם עבדו האנליסטים. בשנת 2003 נחתם הסדר בין הרגולטורים הפיננסיים האמריקאים ובין 10 בתי השקעות מובילים בארה"ב (הסדר ה- Global Settlement),⁶ במסגרתו נדרשו בתי ההשקעות לשלם פיצוי עתק בגין פעולות האנליסטים, ונקבעו כללים מנחים לצמצום ניגודי העניינים בהם נמצאים אנליסטים בבתי השקעות ולהבטחת היות האנליזה מבוססת על שיקול דעת אובייקטיבי ומקצועי מצד האנליסט.

עם זאת, בארה"ב אין איסור על מתן סקירות על ידי גופים הקשורים לספקי שירותי הנפקה, וכך גם באירופה. ה- FINRA אימצה את הכללים האמורים לצמצום ניגודי העניינים הפוטנציאליים, והם אף הורחבו ב- Rule 2241 ו-Rule 2242. הכללים הללו קובעים מנגנונים לשמירה על אובייקטיביות האנליסטים ולהפחתה של לחצים פוטנציאליים שעלולים להיות מופעלים על האנליסטים בשל העובדה שבבתי ההשקעות בהם הם מועסקים מתנהלת גם בנקאות השקעות העוסקת בשיווק הנפקות, ניירות ערך ונכסים פיננסיים. במסגרת הכללים נכללות דרישות להפרדה מבנית בבית ההשקעות בין תחום האנליזה לבין תחום בנקאות ההשקעות; קביעת תקציב מחלקת המחקר ותגמול האנליסטים ללא מעורבות בנקאי

⁵ נערכו מחקרים לא מעטים שהצביעו על הבעייתיות שבדבר, ראו למשל "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriters Analyst Recommendations", R. Michaely, KL Walmack, The Review of Financial Studies, Reform and Investment Bank Analysts' Research Biases", "Conflict of Interest ;1999 Volume 12, Issue 4 Y. Guan, H. Lu, M.H. Franco Wong, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 2012, Volum2 27, Issue 4.

⁶ The Global Analyst Research Settlement – פשרה שנחתמה בין רגולטורים פיננסיים אמריקאים (NASD, SEC, NYAG, NYSE ורגולטורים מדינתיים) לבין 10 פירמות פיננסיות בארה"ב באפריל 2003 במסגרת הליך משפטי שהתקיים כנגד בתי ההשקעות בעקבות ניצול לרעה של עבודת אנליזה לצורך השפעה על השוק וקידום אינטרסים זרים.

ההשקעות, תוך חובת ביסוס תגמול אנליסטים על קריטריונים מקצועיים ואיכותיים ואיסור קשר בין תגמול האנליסט לביצועי הנייר המסוקר או שירותי בנקאות ההשקעות; מגבלות על תקשורת עם לקוחות והשתתפות בשיווק הנייר המסקר וכן דרישות גילוי.

על מנת לאפשר פרסום אנליזות על ידי חברה הקשורה לחתם, מוצע לקבוע פרק נפרד בכללים שיעסוק בחברות אלה ובו יקבעו כללים נוספים המותאמים לנסיבות אלה. בכלל זה מוצע להתנות את מתן האנליזות בקיומן של חומות סיניות אפקטיביות בין החתם/המפיץ המעורב בהנפקת החברה המסוקרת ובין האנליסט הקשור אליו, וכן מנגנונים לצמצום ניגודי העניינים.

מטרת הכללים המוצעים היא לייצר איזון אחר, כך שהם יגברו על הקשר בין החברה המסוקרת לחתם או למפיץ הקשור לאנליסט ויסייעו בשמירה על עצמאותו של האנליסט. בהתקיים כל התנאים שיקבעו בכללים, חברה הקשורה לחתם תהיה רשאית לפרסם אנליזה גם על חברה שהחתם מעורב בהנפקתה.

ג. הכללים המוצעים לצמצום ניגודי עניינים:

מוצע לקבוע כי בשני המסלולים, מסלול התגמול הישיר ומסלול לחברה הקשורה לחתם, יחולו כללים לצמצום ניגודי עניינים וכללים בנושא גילוי, כך למשל, אסור יהיה להתחייב למתן עבודת ניתוח חיובית או למחיר יעד כלשהו; אסור יהיה לתאגיד מסקר להחזיק באמצעי שליטה בתאגיד מנפיק; איסור העדפה של ניירות ערך של התאגיד המנפיק במתן ייעוץ השקעות; התאגיד המסקר יקבע נהלי עבודה שיבטיחו את אמינות עבודות הניתוח. כמו כן יחולו חובות גילוי שכוללות את פרטי ההתקשרות, לרבות היקף התמורה; מתכונת עבודות הניתוח, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן; גילוי של כל מחירי היעד שנתן התאגיד המסקר במסגרת עבודות שערך לגבי הצעות לראשונה של ניירות ערך לציבור, ולצדס מחיר נייר הערך ביום המסחר הראשון לאחר ההנפקה, שבעה ימים לאחר יום המסחר הראשון ו-30 יום לאחר היום האמור.

בנוסף לכללים שיחולו במנגנון של קבלת תגמול ישיר מהחברה, במסלול של חברה הקשורה לחתם ייוספו כללים נוספים. סגל הרשות בחן את הכללים שאומצו על ידי ה-FINRA ואת הוראות בנק ישראל, העוסקות בהפרדה הנדרשת בין הפעילות הבנקאית לתאגיד בנקאי העוסק בהשקעות (נב"ת 322). כללים והוראות אלה שימשו ככללים מנחים להצעה זו. מטרת הכללים האלה היא לאזן את העובדה שחתם או מפיץ הקשור לאנליסט קיבל תמורה עבור מעורבותו בהנפקת החברה המסוקרת, לשם כך על התאגיד המסקר, שהוא חברה אחות של החתם, והחתם:

1. לקיים מנגנונים להבטחת הפרדה מבנית, ארגונית ומקצועית ביניהם, ובכלל זה לנקוט בצעדים הדרושים לשם קיום הפרדה אפקטיבית בין ההנהלה ועובדי התאגיד המסקר הקשור לבין ההנהלה ועובדי החתם.
2. לא יקיימו קשר ביניהם בקשר לעבודת ניתוח, ובכלל זה לא יקיימו ישיבות משותפות עם התאגיד המנפיק או מי מטעמו, ולא יעבירו זה לזה, במישרין או בעקיפין, מידע בנוגע לתאגיד

המנפיק ולהנפקה ;

3. יקבעו כללים שיבטיחו מניעת השפעה, לחץ או פיקוח מהחתם או מאחר שקשור אליו, במישרין או בעקיפין על התאגיד המסקר או על מי מהפועלים בשמו ;
4. לא יעבירו תשלום או שווה תשלום ולא יקיימו קשר עיסקי אחר ביניהם ;
5. התאגיד המסקר הקשור לחתם לא יפרסם עבודת ניתוח על התאגיד המנפיק בארבעה עשר הימים שלפני הנפקה חוזרת שהחתם מעורב בה, ובמשך שלושה חודשים לאחר הנפקה ראשונה או חוזרת (להלן "התקופה השקטה"). סעיף זה לא יחול במקרה של עידכון עבודת הניתוח לנוכח מידע מהותי נוסף שהתגלה או אירע במהלך התקופה השקטה, לרבות פרסום דוחות כספיים עיתיים על ידי החברה המסוקרת.

ד. סיכום

1. כללי התגמול יחולו על אנליזות של אנליסט קשור, בין אם בשל קבלת תמורה ישירה מהחברה המסוקרת בהנפקה ראשונה ובין אם בשל קשר לחתם. כללי התגמול יחולו הן על פרסום אנליזה ללקוחות כשירים בלבד והן על פרסום אנליזות לציבור (אם כי במקרה כאמור על האנליסט להיות בעל רשיון).
 2. קבלת תמורה ישירה מהחברה המסוקרת אפשרית בהנפקה ראשונה. אנליסט הקשור לחתם (שלא מקבל תמורה ישירה עבור האנליזה) יהיה רשאי לפרסם אנליזה בהנפקה ראשונה ובהנפקה חוזרת, בתנאי שיעמוד בכללי התגמול (כגון חומות סיניות, פרסום הסטוריית הצלחה של עמידה בתחזיות ועוד).
- מצ"ב נוסח מוצע לכללים. יצוין כי עקב הוספת שני מסלולים נוספים למתן אנליזות כמוצע בהצעה זו, מוצע לשנות גם את מבנה הכללים לצורך הנוחות, זאת מבלי לשנות מבחינה מהותית את המסלולים שקבועים בכללים כיום. לפיכך, בנוסח המצ"ב סומנו שינויים מהותיים בלבד ולא שינויים צורניים.

כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), התשע"ד-2014

בתוקף סמכותה לפי סעיף 17(ב)6 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – החוק), קובעת רשות ניירות ערך (להלן – הרשות) כללים אלה:

1. הגדרות

בכללים אלה –

"אתר ההפצה" – אתר אינטרנט של רשות ניירות ערך הפתוח לעיון הציבור, שבו מוצגים דיווחי הגורמים המדווחים [WWW.MAGNA.ISA.GOV.IL];
"תאגיד מנפיק" – תאגיד המתכוון להציע סוג מסוים של ניירות ערך שלו לציבור;
"תאגיד מסקר" – תאגיד העורך עבודת ניתוח.

2. קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח

תאגיד מסקר רשאי לקבל טובת הנאה מחברה שהוא מסקר בהתקיים אחד מאלה:

- (1) עבודת הניתוח נעשתה במסגרת אחת מהתכניות לסיקור חברות ציבוריות ביוזמת הבורסה והתקיימו בה התנאים המנויים בסעיף 3.
- (2) עבודת הניתוח נעשתה בעבור תשלום מתאגיד מנפיק בהנפקה ראשונה והתקיימו בה התנאים המנויים בסעיף 4.
- (3) עבודת הניתוח נעשתה על-ידי תאגיד קשור לחתם והתקיימו בה התנאים המנויים בסעיף 5.

3. עבודות ניתוח במסגרת תכנית הבורסה

א. הגדרות

בתקנה זו-

"חברה מוחזקת" – כהגדרתה בתקנות הדוחות;

"חברה מסוקרת" – אחד מאלה:

- (1) תאגיד מדעי החיים, שמניותיו נכללות בענף הביומד או תאגיד שמניותיו נכללות בענף הטכנולוגיה של הבורסה המשתתף בתכנית וכן תאגיד כאמור שפרסם טיוטת תשקיף או תשקיף לקראת רישום מניותיו למסחר בבורסה;
 - (2) תאגיד אשר מניותיו נכללות בענף התעשייה של הבורסה המשתתף בתכנית;
- "נכס פיננסי" – כהגדרת נכסים פיננסיים בתקנות הדוחות;
- "תאגיד מדעי החיים" – אחד מאלה:

- (1) תאגיד מדווח שעיקר פעילותו היא בתחום מדעי החיים, בין שהתאגיד מבצע את

הפעילות, חברה מוחזקת שלו מבצעת את הפעילות או חברה שהשקעת התאגיד בה היא השקעה בנכס פיננסי ;

(2) תאגיד מדווח שבין תחומי פעילותו מצוי תחום מדעי החיים ; בהגדרה זו, "תחום פעילות" – כהגדרתו בסעיף 3 לתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 ;

"תאגיד טכנולוגיה עילית מסוקר" – תאגיד לפי פסקה (1) להגדרה "חברה מסוקרת" ;

"תאגיד תעשייה מסוקר" – תאגיד לפי פסקה (2) להגדרה "חברה מסוקרת" ;

"תקנות הדוחות" – תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010.

ב. הרכב התכניות

התכניות תכלולנה בין השאר את המרכיבים האלה :

(1) במסגרת התכנית לתאגידי טכנולוגיה עילית מסוקרים, תתקשר הבורסה עם תאגיד מורשה אחד או יותר שייתן שירותי סיקור, ועם עשרה תאגידי טכנולוגיה עילית מסוקרים לפחות במועד תחילת התוכנית ; במסגרת התכנית לתאגידי תעשייה מסוקרים תתקשר הבורסה עם תאגיד מורשה אחד או יותר שייתן שירותי סיקור.

(2) החברות המסוקרות שישתתפו באחת התכניות יתחייבו להיכלל בה במשך תקופה של שנתיים לפחות ;

(3) הבורסה תבחר את התאגיד המורשה שעמו תתקשר, לאחר שבדקה היבטים של ידע, ניסיון ומוניטין, לפי שיקול דעתה ; אם הבורסה תתקשר עם כמה תאגידי מורשים, הבורסה תחליט מיהן החברות שישקור כל תאגיד מורשה ;

(4) התקשרה הבורסה עם כמה תאגידי מורשים, תעשה הבורסה מאמץ כי מתכונת עבודתם תהיה דומה בהיבטים עיקריים, כגון בהיקף העבודות ועיתוי פרסומן, וזאת בלי שהבורסה תהיה מעורבת בהכנת העבודות עצמן או תהיה אחראית לתוכן ;

(5) תאגיד מורשה שישתתף באחת התכניות יתחייב לפרסם באתר ההפצה ובאתר האינטרנט שלו כל עבודת ניתוח שייכין במסגרת התכנית, סמוך לאחר סיום הכנתה.

ג. תנאים לקבלת טובת הנאה במסגרת תכנית

תאגיד מורשה העוסק בכתיבת עבודות ניתוח רשאי לקבל טובת הנאה מחברה שהוא מסקר בתנאי שיצטרף לתכנית ויעמוד בתנאים האלה :

(1) הוא יתקשר עם הבורסה שתגבה את התשלום מהחברות המסוקרות בעד הניתוחים שיבצע ותעביר את התשלומים אליו ; התשלום של החברה המסוקרת יהיה בעד השתתפות בתכנית, ולא בעד עבודת ניתוח מסוימת, ויתבצע באופן אותו תקבע הבורסה ; התשלום יהיה אחיד לכל החברות המסוקרות, או לחלופין הבורסה תורה על תשלום על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר מניות החברות המסוקרות ; בכל מקרה התשלום מתאגיד טכנולוגיה עילית מסוקר אחד לא יעלה על חמישה עשר אחוזים מסך כל התשלומים

שישולמו במסגרת התכנית, למעט במקרה שבו מספר החברות המסוקרות פחת בשל אירוע חיצוני; התשלומים אותם יקבל תאגיד מורשה מתאגיד תעשייה מסוקר לא יעלה על עשרה אחוזים מהסך המצטבר של כלל הכנסותיו של התאגיד המורשה והכנסות בעל השליטה בו; (2) הוא יתחייב לספק שירותי ניתוח לחברות המסוקרות במשך שלוש שנים לפחות, וכל עוד יש חברות שטרם הסתיימה תקופת השתתפותן בתכנית;

(3) עבודת הניתוח תהיה בשפה העברית או האנגלית או בשתי השפות; אם העבודה רק בשפה האנגלית, תצורף לה תמצית בשפה העברית; לענין זה, "תמצית" – תמצית הכוללת, לכל הפחות, את ההנחות העיקריות שבבסיס עבודת הניתוח, המסקנות העיקריות העולות מעבודת הניתוח פרטים לפי פסקה (4), אם נכללו בעבודת הניתוח, גילוי בדבר מתכונת ההתקשרות עם הבורסה, התגמול המתקבל מהחברות המסוקרות, ומתכונת עבודת הניתוח, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן, וכן פרטים לפי פסקה (11);

(4) עבודת הניתוח תוכל לכלול המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה שבה ייעשה שימוש במונחים "קנה", "החזק" או "מכור", וכן מחיר יעד. התאגיד המורשה יישם כללים אחידים וברורים בנוגע למתכונת עבודת הניתוח והיקפה;

(5) עבודות הניתוח על חברה מסוקרת יתפרסמו, לכל הפחות, לאחר פרסום הדוחות הכספיים העיתיים של החברה המסוקרת; עבודת הניתוח הראשונה ועבודות הניתוח שיפורסמו לאחר הדוחות הכספיים השנתיים ישימו דגש על ניתוח פעילות החברה ועבודות הניתוח שיתפרסמו לאחר דוחות כספיים עיתיים שאינם דוחות כספיים שנתיים או במקרים אחרים יתמקדו בסקירת התפתחויות אחרונות (בגדר עדכון בלבד); כמו כן, התאגיד המורשה יפרסם עדכון לעבודת ניתוח לאחר דיווח של חברה מסוקרת על אירוע מהותי, אם לדעת התאגיד המורשה אירוע כאמור מקים צורך בעדכון מהותי של עבודת הניתוח האחרונה שניתנה; לוחות הזמנים בנוגע לפרסום עבודות ניתוח, או עדכון, לאחר פרסום דוחות כספיים או דיווח בדבר אירוע מהותי יהיו נתונים לשיקול דעתו של התאגיד המורשה והוא ימסור גילוי בדבר החלטות אלה;

(6) החברה המסוקרת רשאית להעיר לטיטות עבודת ניתוח קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא לגבי עניינים אחרים, לרבות בענין המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה;

ד. כללים לצמצום ניגודי עניינים פוטנציאליים

(1) מעבר לדרישות הקבועות בחוק בנוגע לניגודי עניינים, יחולו על התאגיד המורשה גם המגבלות האלה:

(א) התאגיד המורשה ותאגיד קשור אליו לא יקיימו כל קשר עסקי אחר עם החברה המסוקרת או בקשר אליה, למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת הניתוח, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

(ב) עובדי התאגיד המורשה לא יהיו עובדים או נושאי משרה בכירה בחברות המסוקרות או בתאגידים קשורים לחברות המסוקרות למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

(ג) תנאי השכר של עובדי התאגיד המורשה לא יהיו מותנים בביצועי החברות המסוקרות או במחירי ניירות הערך שלהם ;

(ד) לעובדי התאגיד המורשה לא תהיה זיקה מהותית לחברות המסוקרות או לתאגידי קשורים לחברות המסוקרות.

(2) מעבר לגילוי הנדרש לפי "הוראות לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה", שהודעה עליה פורסמה ברשומות ביום כ"ח בניסן התשע"ג (8 באפריל 2013), יכללו עבודות ניתוח גילוי בקשר עם מתכונת ההתקשרות עם הבורסה, התגמול המתקבל מהחברות המסוקרות, ומתכונת עבודות הניתוח, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן ;

(3) לא יעשה התאגיד המורשה בעבודות ניתוח או בפרסומים אחרים מטעמו, שימוש בשם הבורסה או רשות ניירות ערך באופן שממנו ישתמע כי הבורסה או רשות ניירות ערך אחראיות או מסכימות לתוכן עבודת הניתוח ;

(4) כל עבודת ניתוח תכלול אזהרה בנוסח הזה: "אין בהתקשרות עם הבורסה להשתתפות בתכנית לסיקור חברות ציבוריות משום אישור או הסכמה של הבורסה או של רשות ניירות ערך לתוכן עבודת ניתוח (אנליזה) או להמלצות הכלולות בה";

(5) אם ניתוח של תאגיד מדעי חיים כולל ניתוח מדעי של מומחה בתחום מדעי החיים, שעליו מתבסס הניתוח הפיננסי, הרי שהחלק המדעי יופיע כנספח לניתוח ולא יכלול כל התייחסות לכדאיות ההשקעה או לשווי החברה ונכסיה.

(6) בלי לגרוע מהוראות כל דין, נודע לתאגיד המורשה כי הפר הוראה מהוראות החוק או כללים אלה ידווח על כך באופן מיידי לרשות ולבורסה ;

4. עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק ניירות ערך לציבור בהנפקה ראשונה (IPO)

א. תנאים להתקשרות וקבלת טובת הנאה מתאגיד מנפיק בהנפקה ראשונה

תאגיד מסקר רשאי לקבל תגמול כספי מתאגיד המנפיק בהנפקה ראשונה בעבור סיקור שלו, ובלבד שהתקיימו כל אלה:

(1) התאגיד המסקר התקשר עם התאגיד המנפיק בהסכם להכנה ולפרסום של עבודות ניתוח לתקופה של שנה לפחות ממועד הרישום למסחר בבורסה של ניירות ערך של התאגיד המנפיק, ולא יותר משלוש שנים ;

(2) על אף האמור בסעיף קטן (1), תאגיד מנפיק ותאגיד מסקר רשאים לבטל את התקשרותם עד למועד פרסום עבודת הניתוח הראשונה, וכן רשאים הם לבטל את התקשרותם אם לא הוצעו ניירות הערך של התאגיד המנפיק לציבור.

(3) התגמול בעבור עבודת הניתוח יקיים את כל אלה –

(א) ההסכם יכלול את סכום התגמול, שיהיה בלתי מותנה, עבור ההתקשרות כולה ולא עבור עבודת ניתוח מסוימת ;

(ב) התגמול בגין תקופה של שנה ממועד רישום ניירות הערך של התאגיד המנפיק למסחר בבורסה ישולם מראש בעת ההתקשרות ;

(ג) התגמול יהיה אחיד לכל התאגידים המנפיקים המסוקרים על-ידי אותו תאגיד מסקר, או לחלופין ייקבע על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר ההנפקה או בתוצאותיה;

(ד) התגמול מתאגיד מנפיק אחד לא יעלה על חמישה אחוזים מסך הכנסות התאגיד המסקר בשנה הקודמת להתקשרות.

(4) לא יעדיף התאגיד המסקר משקיע אחד על פני משקיע אחר ובכלל זה לא יחלוק מידע עם משקיעים לפני פרסום עבודת הניתוח.

(5) עבודת הניתוח הראשונה תפורסם לציבור לאחר פרסום טיוטת תשקיף וזמן סביר לפני תום התקופה להגשת הזמנות.

(6) תאגיד מסקר שהוא תאגיד מורשה יפרסם באתר ההפצה ובאתר האינטרנט שלו כל עבודת ניתוח שכיין על תאגיד מנפיק, סמוך לאחר סיום הכנתה. בתום תקופת ההתקשרות התאגיד המסקר יפרסם באתר ההפצה של הרשות ובאתר האינטרנט שלו הודעה על סיום הסיקור;

(7) התנאים האמורים בסעיפים 3(ג)-(3)-(6) ו-3(ד)(6) יחולו על תאגיד מסקר, בשינויים המחויבים.

ב. כללים לצמצום ניגודי עניינים פוטנציאליים

נוסף על הדרישות הקבועות בחוק בנוגע לניגודי עניינים, יחולו על התאגיד המסקר גם אלה:

(1) המגבלות הקבועות בתקנה 3(ד)(1) לכללים אלה.

(2) התאגיד המסקר, עובדיו וצדדים קשורים לו לא יתחייבו באופן מפורש או מרומז למתן עבודת ניתוח חיובית או למחיר יעד כלשהו;

(3) התאגיד המסקר לא יחזיק באמצעי שליטה בתאגיד מנפיק;

(4) במתן ייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות, לא יעדיף התאגיד המסקר ניירות ערך של תאגיד המנפיק רק בשל העובדה שהוא מסקר את התאגיד המנפיק;

(5) התאגיד המסקר יקבע נהלי עבודה שיבטיחו את אמינות עבודת הניתוח. הנהלים יכללו, בין היתר, את אלה:

(א) כללים לאיתור, ניהול ונטרול ניגודי עניינים שעלולים להיווצר במהלך הכנה והפצה של עבודת הניתוח;

(ב) כללים לתגמול עובדי התאגיד המסקר המשתתפים בהכנת עבודת הניתוח;

(ג) כללים שיבטיחו כי עבודת הניתוח מבוססת על מידע אמין;

(ד) כללים שיבטיחו כי עובדי התאגיד המסקר המעורבים בהכנת עבודת הניתוח לא

ינצלו את היכרותם עם ממצאי עבודת הניתוח להפקת רווח כלשהו, במישרין או בעקיפין.

ג. גילוי

(1) תאגיד מסקר יפעל בהתאם להוראות לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה.

(2) תאגיד מסקר יכלול בעבודת ניתוח גילוי בדבר הפרטים הבאים:

(א) פרטי ההתקשרות, לרבות פירוט על היקף התמורה ששולמה לתאגיד המסקר;

(ב) מתכונת עבודת הניתוח, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן;

(ג) לגבי כל תאגיד מנפיק שהתאגיד המסקר ערך עליו עבודת ניתוח לפי סעיף זה, יפרט

התאגיד המסקר את שמו, ערך מזהה לנייר הערך, מחיר היעד שנתן התאגיד המסקר

במסגרת עבודת הניתוח שערך ולצדו מחיר נייר הערך ביום המסחר הראשון לאחר ההנפקה,

שבעה ימים לאחר יום המסחר הראשון ו-30 יום לאחר היום האמור.

(3) אם עבודת הניתוח כוללת ניתוח מדעי של מומחה בתחום הרלוונטי לפעילות התאגיד המנפיק,

שעליו מתבסס הניתוח הפיננסי, הרי שהחלק המדעי יופיע כנספח לניתוח ולא יכלול כל התייחסות

לכדאיות ההשקעה או לשווי החברה ונכסיה.

5. עבודת ניתוח על אודות תאגיד מנפיק על ידי תאגיד מסקר קשור לחתם

א. הגדרות

"חברה אחות" – אחת ממספר של חברות בנות של חברה אשר מחזיקה ב-50% או יותר מן הערך

הנקוב של הון המניות המוצע של כל אחת מהחברות האלה או מכוח ההצבעה שבהן או רשאית

למנות מחצית או יותר מהמנהלים או את המנהל הכללי שלהן;

"חתם" – חתם או מפיץ כהגדרתם בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968;

"תאגיד מסקר קשור לחתם" – תאגיד מסקר שהוא חברה אחות של חתם אשר מעורב או צפוי

להיות מעורב בהנפקת התאגיד המנפיק.

ב. תנאים להתקשרות וקבלת טובת הנאה בין תאגיד מנפיק לבין תאגיד מסקר קשור לחתם

תאגיד מסקר קשור לחתם רשאי לקבל תגמול כספי מתאגיד מנפיק בעבור סיקור שלו ויחולו כל

התנאים המפורטים בתקנה 4. לענין זה- עמלת חיתום והפצה לא תיחשב כטובת הנאה אסורה

והקשר לחתם לא ייחשב כקשר עסקי אחר בין התאגיד המורשה ותאגיד קשור אליו לפי תקנה

4(ג)(1) ביחד עם תקנה 3(ד)(1)(א).

ג. כללים נוספים לצמצום ניגודי עניינים פוטנציאליים

1. התאגיד המסקר הקשור לחתם והחתם יקיימו מנגנונים להבטחת הפרדה מבנית, ארגונית

ומקצועית ביניהם, ובכלל זה ינקטו בצעדים הדרושים לשם קיום הפרדה אפקטיבית בין

ההנהלה ועובדי התאגיד המסקר הקשור לבין ההנהלה ועובדי החתם.

2. התאגיד המסקר הקשור לחתם והחתם לא יקיימו ביניהם קשר בקשר לעבודת ניתוח, ובכלל

זה לא יקיימו ישיבות משותפות עם התאגיד המנפיק או מי מטעמו, ולא יעבירו זה לזה,

במישרין או בעקיפין, מידע בנוגע לתאגיד המנפיק ולהנפקה;

3. התאגיד המסקר הקשור לחתם והחתם יקבעו כללים שיבטיחו מניעת השפעה, לחץ או פיקוח

מהחתם או מאחר שקשור אליו, במישרין או בעקיפין על התאגיד המסקר או על מי מהפועלים בשמו;

4. לא יועבר תשלום או שווה תשלום בין התאגיד המסקר הקשור לחתם ובין החתם ולא יתקיים קשר עיסקי אחר ביניהם;

4-5. לא יפרסם תאגיד מסקר הקשור לחתם עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק לראשונה לציבור במשך שלושה חודשים לאחר ההנפקה; וכן לא יפרסם תאגיד מסקר הקשור לחתם עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק הנפקה חוזרת במשך ארבעה עשר ימים לפני ההנפקה החוזרת ובמשך שלושה חודשים לאחריה (להלן "התקופה השקטה"). סעיף זה לא יחול במקרה של עידכון עבודת הניתוח לנוכח מידע מהותי נוסף שהתגלה או אירע במהלך התקופה השקטה או פרסום דוחות כספיים עיתיים על ידי החברה המסוקרת.

ענת גואטה

יושבת ראש רשות ניירות ערך