



רשות ניירות ערך

כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), (תיקון), התשע"ח-2017

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 11 בינואר 2018

אנשי קשר: עו"ד אלי דניאל; עו"ד (רו"ח) לימור אופז-רצון

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.

כללי

בעבודות אנליזה יש משום הבעת עמדה והמלצה בנוגע לכדאיות השקעה בניירות ערך של חברות ציבוריות ומשכך, הן מהוות "ייעוץ השקעות" לפי חוק הייעוץ. לאור האמור, אנליסטים מחויבים להיות בעלי רישיון לפי החוק וכפופים לכל החובות המוטלות על בעלי רישיון.

סעיף 17(א) לחוק הייעוץ¹ קובע איסור על בעל רישיון לקבל טובת הנאה בקשר עם שירות ייעוץ השקעות או שיווק השקעות, זולת שכר והחזר הוצאות מהלקוח כפי שנקבעו בהסכם לפי סעיף 13 לחוק זה. הלקוח בהקשר זה הוא ציבור המשקיעים הנחשף לעבודת האנליזה. לנוכח הוראות סעיף 17 לחוק, האנליסט שהכין את עבודת האנליזה אינו רשאי לקבל תמורה מהתאגיד הנסקר בגין הכנת עבודת האנליזה.

בהמשך להמלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח שפורסמו בחודש ינואר 2014, וכחלק מיישום מתווה ההקלות ברגולציה, תוקן חוק הייעוץ באופן שנכללה בו הקלה בנושא איסור תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה. מטרת התיקון הייתה לקבוע, לצד ברירת המחדל לפיה האיסור האמור בסעיף 17(א) לחוק הייעוץ חל גם על פרסום עבודת אנליזה, כי הרשות תוסמך לקבוע נסיבות מיוחדות במסגרתן יתאפשר לגופים המפרסמים עבודת אנליזה לקבל תגמול מהחברות המסוקרות עבור עבודתם.

על פי סמכותה כאמור, פרסמה הרשות את כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק

¹ חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה - 1995

השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), התשע"ד - 2014 (להלן: "כללי התגמול"), המסדירים את הנסיבות והתנאים לפיהם יותר לבעל רישיון המפרסם עבודת אנליזה (המינוח בו נעשה שימוש בכללים הוא: "עבודת ניתוח"), לקבל טובת הנאה על-ידי חברה המסוקרת על-ידו, זאת באמצעות תכנית לסיקור חברות ציבוריות שמובילה הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "תכנית הבורסה" ו"הבורסה", בהתאמה).

כללי התגמול קובעים את מסגרת התכנית ואת התנאים לצמצום ניגודי העניינים הפוטנציאליים ולהבטחת נאותות האנליזות שיפורסמו על-ידי החברה המסקרת, בין היתר, באמצעות הבורסה שתתקשר מצד אחד עם חברה מסקרת שתפרסם עבודת ניתוח על חברות הנסחרות בבורסה, ומצד שני תתקשר עם החברות המסוקרות עצמן, ואלו ישלמו לה תגמול בגין עבודות הניתוח, שיועבר על-ידי הבורסה לחברה המסקרת.

תמצית השינוי המוצע

בעקבות הניסיון שנרכש מאז יישום התכנית על פי הכללים ובהתחשב בפניות מטעם ציבור המפוקחים מוצעים התיקונים הבאים:

ביטול מגבלת קביעת מחיר יעד במהלך השנה הראשונה בה נסחרת החברה המסוקרת בבורסה - סעיף 3(4) לכללי התגמול קובע, בין היתר, כי עבודת הניתוח תוכל לכלול מחיר יעד רק אם החברה המסוקרת נסחרת בבורסה במשך תקופה של שנה, לפחות. בשים לב לכך שעל פי המידע המצוי בידינו, בשל מגבלה זו, חברות היי-טק מסוימות אשר ביצעו במהלך השנה האחרונה הנפקה ראשונה לציבור, נמנעו מלהצטרף לתכנית, מוצע לוותר עליה. יש לציין, כי בעת התקנת הכללים לראשונה, לא היה בידי סגל הרשות מידע באשר לאופי התאגידי המורשים שייבחרו במסגרת התכנית ותחזיות באשר לאופן יישומה של התכנית ומידת הצלחתה ועל כן, הוחלט לנהוג במשנה זהירות ולכלול את המגבלה האמורה במסגרת הכללים. לאור הניסיון שנצבר בשנה האחרונה ביישום התכנית וההבנה שמחיר יעד הוא בעל חשיבות מיוחדת בכלל, ובשנה הראשונה להיותה של החברה נסחרת בפרט, נראה כי הגיעה העת להסיר מגבלה זו.

הבהרה כי התמצית בעברית של אנליזה שנערכה באנגלית תכלול גילוי בעברית של מתכונת ההתקשרות עם הבורסה ומתכונת עבודת הניתוח וכן הבהרה בעברית כי ההשתתפות בתכנית הבורסה אינה מלמדת כי הבורסה או רשות ניירות ערך מאשרות את המלצות עבודת הניתוח - סעיף 3(3) לכללי התגמול קובע כי עבודת הניתוח תהיה בשפה העברית או האנגלית או בשתי השפות ושאל העבודה תערך רק בשפה האנגלית, תצורף לה תמצית בשפה העברית. סעיף 3(9) לכללי הגילוי מציג את פרטי הגילוי נאות שיש לכלול בעבודת הניתוח וסעיף 3(11) קובע כי כל עבודת ניתוח תכלול אזהרה בנוסח "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". שילוב שלושת סעיפי משנה אלה מבהיר מה המידע שנדרש להיכלל בפסקת הגילוי הנלוות לעבודת האנליזה, אך לא ברור ממנו מהו הגילוי הנדרש להיכלל בתמצית בעברית. מכיוון שצפוי שלפחות חלק מן הקוראים יסתפקו בקריאת התמצית בעברית, חשוב שהיא תכלול גילוי, של עיקרי סעיפי המשנה האמורים, גם אם חלקי. כדי לא "לנפח" את התמצית בהוספת פסקת הגילוי

המלאה הנדרשת באנליזה, מוצע לתקן את סעיף 3(3) לכללי התגמול, כך שיובהר כי התמצית בעברית תכלול מידע אודות מתכונת ההתקשרות עם הבורסה, לרבות התגמול מהחברות המסוקרות, המידע אודות מתכונת עבודת הניתוח והבהרה כאמור באשר להגבלת אחריות הבורסה ורשות ניירות ערך.

נוסף על כך, במסגרת תיקון הסעיף האמור, מוצע לבצע תיקון לשוני ולהחליף את המונח "עבודת האנליזה" ברישא של הסעיף למונח "עבודת הניתוח", אשר בו נעשה שימוש לאורך כללי התגמול.

החלת תכנית הבורסה על חברות תעשייה - ענף התעשייה בארץ כולל מגוון רחב של חברות, בעלות תחומי התמחות שונים. חברות אלה מעסיקות לא מעט עובדים בישראל, הן מקבלות מענקים שונים מהמדינה והן נזקקות מעת לעת, לגיוסי הון וחוב לשם הרחבת פעילותן. חברות התעשייה הנסחרות בבורסה מושכות ענין רב, אולם רבות מהן אינן זוכות לסיקור אנליטי. כך, חלק גדול מהחברות הנכללות בענף התעשייה של הבורסה, שייכות למדדים משניים – קרי, הן אינן נכללות במדד ת"א 35 או במדד ת"א 90, ומשכך אינן זוכות לסיקור אנליטי. בהקשר זה, ניתן לציין כי תכנית האנליזה הקיימת הוכיחה את עצמה בכל הנוגע להגדלה משמעותית בנפח המסחר של החברות המסוקרות, מה שהקל על חלקן לבצע גיוסי הון. לאור האמור, על רקע תרומת החברות הללו למשק הישראלי, ובשים לב לכך שייכתן שניתן יהיה להשיג מימון חיצוני גם עבור תכנית אנליזה ספציפית המיועדת לחברות אלה, מוצע לתקן את הכללים באופן שיתאפשר ליישם תכנית אנליזה דומה לתכנית האנליזה לחברות ההיי-טק.

המודל המוצע לתכנית הבורסה ביחס לחברות תעשייה יכלול את התנאים הנדרשים ביחס לחברות ההיי טק בשינויים הבאים:

1. מספר תאגידי התעשייה המסוקרים בתכנית יהיה לפחות חמישה (בתכנית המתייחסת לחברות ההיי-טק מספר התאגידי המסוקרים לא יפחת מעשרה).
2. התשלום מתאגיד תעשייה מסוקר לא יעלה על עשרה אחוזים מהסך המצטבר של הכנסות התאגיד המורשה ושל בעל השליטה בו (ביחס לחברות ההיי טק, קובעת תכנית הבורסה מודל מעט שונה, המתייחס להכנסות התאגיד המורשה מהתוכנית בלבד ומחויב מהעובדה שמקור ההכנסה היחיד של התאגידי המורשים המשתתפים בתכנית הינו הכנסות מתכנית הבורסה).

בשולי דברים אלה, יצוין כי בימים אלה נבחנת אפשרות מול משרד הכלכלה לתקצוב מימון מיוחד מטעם משרד הכלכלה לאנליזות שיערכו עבור חברות תעשייתיות במסגרת תכנית הבורסה.

החלת תכנית הבורסה על הנפקות ראשוניות בישראל (IPO's) - אנליזות המתייחסות להנפקה ראשונה של חברה הינן בעלות ערך רב, הן משום שהן מספקות מידע חשוב לשוק, מגדילות את העניין בהנפקות וצפויות לתרום לפתוח המסחר בבורסה, והן משום שעריכתן דורשת, בדרך כלל, מומחיות מיוחדת. לאור האמור ועל רקע הרצון לעודד הנפקות של חברות בבורסה הישראלית, מוצע לתקן את הכללים באופן שיתאפשר ליישם תכנית אנליזה דומה לתכנית האנליזה לחברות ההיי-

טק.

המודל המוצע לתכנית הבורסה ביחס להנפקות ראשוניות יכלול את התנאים הנדרשים ביחס לחברות ההיי טק בשינויים הבאים :

1. התשלום מתאגיד תעשייה מסוקר לא יעלה על עשרה אחוזים מהסך המצטבר של הכנסותיו של התאגיד המורשה ושל בעל השליטה בו (כמוסבר לעיל, ביחס לחברות ההיי-טק, קובעת תכנית הבורסה מודל מעט שונה).
2. בשונה ממודל הסיקור המתייחס לחברות ההיי טק והמוצע לעיל ביחס לחברות תעשייה, אין מקום לחייב מספר מינימלי של חברות מסוקרות לשם פתיחת התכנית, שכן, ההשתתפות בתכנית הינה נקודתית ומתוזמנת בהתאם למועד קיומה של הנפקה ראשונית.

מצורף נוסח התיקונים המוצעים.

כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), תשע"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. בתקנות אלה –

"אתר ההפצה" – אתר אינטרנט של רשות ניירות ערך הפתוח לעיון הציבור, שבו מוצגים דיווחי הגורמים המדווחים [WWW.MAGNA.ISA.GOV.IL];

"חברה מוחזקת" – כהגדרתה בתקנות הדוחות;

"חברה מסוקרת" – אחד מאלה;

(1) תאגיד מדעי חיים, שמניותיו נכללות בענף הביומד או תאגיד שמניותיו נכללות

בענף הטכנולוגיה של הבורסה המשתתף בתכנית, וכך תאגיד כאמור שפרסם

טיוטת תשקיף או תשקיף לקראת רישום מניותיו למסחר בבורסה;

(2) תאגיד אשר מניותיו נכללות בענף התעשייה של הבורסה המשתתף בתכנית;

(3) תאגיד שפרסם טיוטת תשקיף או תשקיף לקראת רישום מניותיו למסחר

בבורסה, המשתתף בתכנית;

"נכס פיננסי" – כהגדרת נכסים פיננסיים בתקנות הדוחות;

"תאגיד מדעי החיים" – אחד מאלה:

(1) תאגיד מדעון 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 מדעון 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;

"התכנית" – תכנית לסיקור חברות ציבוריות ביוזמת הבורסה לפי סעיף 2;

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

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

"תאגיד מנפיק מסוקר" – תאגיד לפי פסקה (3) להגדרה "חברה מסוקרת";

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

2. התכנית תכלולנה בין השאר את המרכיבים האלה:

(1) במסגרת התכנית לתאגיד טכנולוגיה עילית מסוקרים, תקשר הבורסה עם

תאגיד מורשה אחד או יותר שייתן שירותי סיקור, וְעַם עשרה חברות

מסוקרות תאגיד טכנולוגיה עילית מסוקרים לפחות במועד תחילת התוכנית;

במסגרת התכנית לתאגידי תעשייה מסוקרים תתקשר הבורסה עם תאגיד מורשה אחד או יותר שייתן שירותי סיקור, ועם חמישה תאגידי תעשייה מסוקרים לפחות, במועד תחילת התכנית; במסגרת התכנית לתאגידי מנפיקים מסוקרים תתקשר הבורסה עם תאגיד מורשה אחד או יותר שייתן שירותי סיקור.

(2) החברות המסוקרות שישתתפו בתכנית-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 שיסקור 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 תכנית יתחייב לפרסם באתר ההפצה ובאתר האינטרנט שלו כל עבודת ניתוח שיכין במסגרת התכנית, סמוך לאחר סיום הכנתה.

3. 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-קבוע-חודשי-או-רבעוני; 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 או מתאגיד מנפיק מסוקר לא יעלה על עשרה אחוזים מהסך המצטבר של כלל הכנסותיו של התאגיד המורשה והכנסות בכל 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 האנליזה-הניתוח תהיה בשפה העברית או האנגלית או בשתי השפות; אם העבודה רק בשפה האנגלית, תצורף לה תמצית בשפה העברית; לעניין 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) לכל הפחות;

(4) עבודת הניתוח תוכל לכלול המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה שבה ייעשה שימוש במונחים "קנה", "חזק" או "מכור", וכן מחיר יעד, למעט לגבי חברה מסוקרת שאינה נסחרת בבורסה במשך תקופה של שנה לפחות שלגביה לא ניתן לכלול מחיר יעד או הערכת שווי, התאגיד המורשה יישם כללים אחידים וברורים בנוגע למתכונת עבודת הניתוח והיקפה;

(5) עבודת הניתוח על חברה מסוקרת יעודכנן-יתפרסמו, לכל הפחות, לאחר פרסום הדוחות הכספיים העיתיים של החברה המסוקרת; עבודת הניתוח הראשונה ועבודת הניתוח שיפורסמו לאחר הדוחות הכספיים השנתיים ישימו דגש על ניתוח פעילות החברה ועבודת 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 לארח 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 עבודת 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 לטיוטת עבודת ניתוח קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא לגבי עניינים אחרים, לרבות בעניין המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה;

(7) 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 לתאגידים קשורים לחברות המסוקרות.

- (8) בלי לגרוע מהוראות כל דין, נודע לתאגיד המורשה כי הפר הוראה מהוראות החוק או כללים אלה ידווח על כך באופן מיידי לרשות ולבורסה;
- (9) 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;
- (10) 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;
- (11) 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";
- (12) אם חנייתוח 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.

כ"ט בתמוז התשע"ד (27 ביולי 2014)

שמואל האוזר

יושב ראש רשות ניירות ערך