

# רשות ניירות ערך

## תמצית דיון ישיבת רשות מס' 4-2005 שהתקיימה ביום 29.3.2005 במשרדי הרשות בירושלים

### 1. מזכר הבנה עם רשות ניירות ערך היוונית (HCMC)

**הצגת הנושא:** במקביל לרצון הרשות להצטרף להסכם הרב-צדדי עם רשויות החוץ החברות בארגון IOSCO (לגבי יפורט בנפרד), הרשות מעוניינת להתקשר עם רשויות חוץ בהסכמי דו-צדדיים, בהתאם להוראות פרק ט'2 לחוק ניירות ערך.

**תמצית הדיון בנושא:** הרחבת ההבנה ושיתוף הפעולה בין הרשות לבין רשויות חוץ תביא להשתלבות הרשות בגלובליזציה של הרגולציה העולמית בתחום שוקי ההון, להעמקת הפיקוח והאכיפה בישראל, להעצמת ההגנה על המשקיע בניירות ערך בישראל ולהגברת היושרה וההקפדה על נורמות ראויות בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם.

המסגרת החוקית המסדירה את יחסי שיתוף הפעולה בין הרשות לבין רשות חוץ אשר חתמה עם הרשות הסכם לשיתוף פעולה לביצוע ולאכיפה של דיני ניירות ערך, קבועה בפרק ט'2 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ומאפשרת לרשות להגיש סיוע לרשות חוץ, בתנאים הקבועים בחוק (זאת מעבר לשיתוף פעולה כללי יותר בין מדינות המוסדר בחוק עזרה משפטית בין מדינות, התשנ"ח-1998). הסכמים לשיתוף פעולה כאמור נחתמו עד כה עם רשות ניירות הערך האמריקאית (ה-SEC) ולאחרונה עם רשות ניירות ערך ההולנדית (ה-AFM).

במסגרת פגישות עבודה שנערכו בין יו"ר הרשות ליו"ר הרשות היוונית (ה-HCMC) במהלך שנת 2004, עלה כי שתי הרשויות רואות חשיבות רבה בהידוק שיתוף הפעולה ביניהן.

ההסכם המוצע, כמו ההסכם עם ה-AFM, נבנה על בסיס ההסכם הרב צדדי של רשויות ניירות ערך האירופאיות המאוגדות במסגרת ה-CESR (The Committee of European Securities Regulators), בשינויים המחויבים, מתוך כוונה שישמש בעתיד כמודל להתקשרויות בין הרשות לרשויות חוץ אירופאיות נוספות.

**החלטה:** מליאת הרשות מסמיכה בזאת את יו"ר הרשות לחתום בשם הרשות על ההסכם לשיתוף פעולה עם רשות ניירות הערך היוונית, בנוסח הרצ"ב. במקרה שמשרד החוץ ו/או משרד המשפטים ידרשו שינויים מהותיים להסכם, מוצע להחזיר את ההסכם למליאה לצורך דיון חוזר

### 2. הצעה לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 בעקבות המלצות צוות בכר

**הצגת הנושא:** על רקע אחת מההמלצות העיקריות של צוות בכר, הוצאת ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל מידי הבנקים, נשמעו חששות והתעוררו שאלות לעניין מידת הפיקוח הנדרשת על הקרנות והקופות שיעברו לידיים פרטיות, והאם

מערכת הפיקוח הקיימת מספיקה. אנו סבורים כי החוק כבר היום נותן בידי הרשות כלי פיקוח לא רעים וכמעט מספיקים. ניתנה סקירה של המערכת הקיימת:

הליך רישוי מנהל קרן כולל בחינת הון עצמי וביטוח, כשירות דירקטורים וחברי ועדת השקעות והעדר הרשעות לגביהם.

מרגע שחברה קיבלה אשור לפעול כמנהל קרן, פעילותה מוסדרת לא רק במובן של פיקוח על גילוי נאות. בחוק ובתקנות על פיו נקבעו הגבלות על אופן הפעילות, הבאים להבטיח פיזור השקעות והגבלת הסיכון. על הדירקטוריון מוטלות חובות של קביעת נהלים לניהול הקרן ומנגנוני בקרה. על הנאמן מוטלת, במסגרת חובת הפיקוח, החובה לבחון את הנהלים ושאר האמצעים העומדים לרשות מנהל הקרן לשם הבטחת קיום החוק, ולדווח על כך לרשות בדוח רבעוני. חוליה זו לדעתנו אינה ממלאה את תפקידה כמו שצריך, ואנו מתכוונים לטפל בנושא תפקוד הנאמנים, הן במובן של הבהרת חובותיהם והן בדרך של הגברת האכיפה.

הפיקוח השוטף של הרשות על מנהלי הקרנות נעשה באמצעות בדיקת תשקיפים, דוחות מידיים ומערכת התרעה ממוחשבת, אליה מוזנים נתונים לגבי הוראות החוק ומגבלות שמנהלי קרנות לקחו על עצמם במדיניות ההשקעות, והיא מאתרת חריגות ממגבלות אלה.

האכיפה שלנו כוללת הטלת קנסות אזרחיים וכן ביקורות, שכרגע מבוצעות לעתים רחוקות, אך יש כוונה להגבירן באופן משמעותי.

כאשר לדעתנו מנהל קרן מתנהל באופן החורג מהוראות החוק או עלול לגרום לפגיעה בבעלי היחידות, יש סמכות לפנות לבית המשפט בבקשה להעברת מנהל הקרן מתפקידו או לפרוק הקרן.

הנושאים בהם עוסקות המלצות הצוות, בעקבותיהן מוצעים התיקונים:

1. האחדת הרגולציה של המבטחים, קופות הגמל והקרנות, ובמידה מסוימת גם הבנקים. על רקע המלצה זו מוצע לקבוע הליך אישור של רכישת אמצעי שליטה במנהל קרן המביאה להחזקה של 30% מאמצעי השליטה בו - עד היום הרשות לא בחנה כלל את המחזיקים בחברה לניהול קרנות - כאשר על יו"ר הרשות יהיה לבחון את ניקיון כפיו של המבקש, לא רק במובן של הרשעות שהיו לו, אלא גם תוך התייחסות לחשדות ולמידע שלא הבשיל לכדי הרשעה, אך משליך על ניקיון כפיו של המבקש, וזאת תוך פנייה לרשויות אכיפה אחרות לצורך קבלת מידע. במקביל, תינתן סמכות לדרוש ממחזיק להיפטר מהחזקותיו במנהל קרן, אם נודע ליו"ר הרשות לאחר מתן ההיתר כי הוא הורשע בעבירה מרשימת העבירות המנויות בסעיף 23 לחוק. כמו כן מוצע להוסיף סמכות לסרב מתן אישור לחברה לשמש כמנהל קרן גם כאשר עמדה בתנאים הקבועים בחוק, לאור מידע המשליך על מהימנותה ומהימנות נושאי המשרה בה ונקיון כפיהם.

2. הגבלת הריכוזיות – לא תותר רכישה של קרנות בידי מנהל קרן ממנהל אחר, או רכישה של אמצעי שליטה במנהל קרן, אשר תביא להחזקת נתח שוק העולה על 20% משווי הנכסים המנוהלים, או שליטה במנהלי קרנות המחזיקים במצטבר נתח שוק העולה על 20%. אין בכך כדי להגביל גידול טבעי בנתח שוק, שלא על ידי רכישות.

3. מודל התגמול עבור הפצת קרנות נאמנות – יקבע מנגנון שיאפשר תגמול של המפיצים בידי מנהלי הקרנות וכן תגמול של היועצים בידי לקוחות. המודל לא ייקבע בחוק כי אם בתקנות, ואולם נקבע העיקרון כי המנגנון שייקבע ייצור מצב בו היועץ יישאר אדיש לחלוטין לגבי תוצאות הייעוץ.

דיון:

נערך דיון בשאלה האם מבנה של קרן נאמנות, היוצר הפרדה בין מנהל הקרן לבין הבעלות בנכסים שבניהולו, המוקנים לנאמן, בהתחשב במערך הפיקוח שמפעילה הרשות על מנהלי הקרנות ועל הנאמנים, אמנם מבטיח את זכויות בעלי היחידות, באופן שלא מתעורר חשש לנוכח ההעברה הצפויה של מרבית הקרנות מניהול חברות בנקאיות לניהול בידי חברות פרטיות, והאם השינויים המוצעים בחוק לקראת מהלך זה מספיקים.

דובר על הצורך בהגברת האכיפה לגבי מילוי תפקידי הנאמנים לקרנות, וכן על יזמה צפויה לשינוי החוק בנושא אי תלות בין נאמן למנהל קרן.

אומצה הגישה כי אפילו במסגרת המלצת צוות בכר לגבי האחדת הרגולציה של הבנקים, המבטחים, קופות הגמל והפנסיה וקרנות הנאמנות, יש מקום להבדלים בשיקולים שצריכים להנחות את המפקחים השונים בבואם להעניק היתרים לרכישת אמצעי שליטה, כאשר לגבי קרנות הנאמנות מידת ההתערבות ומרחב שקול הדעת צריכים להיות המצומצמים ביותר.

נערך דיון בשאלה האם יש מקום לכך שיו"ר הרשות יהיה מוסמך, כמוצע, לסרב להעניק היתר רכישת אמצעי שליטה במנהל קרן מן הטעם שנתח השוק שיוחזק בידי המבקש לאחר הרכישה יעלה על נתח השוק המרבי המותר, או שמא ראוי שסמכות זו תהיה בידי הממונה על ההגבלים העסקיים. הוחלט שיש מקום להפקיד סמכות זו בידי יו"ר הרשות, כי השיעור המרבי נקבע בחוק, ואין עליו להפעיל שקול דעת מעבר לבדיקת הנתונים לענין נתח השוק, המצויים ממילא ברשות.

אושר נוסח ההצעה הקובע כי השקולים שיישקלו במתן היתר לרכישת אמצעי שליטה במנהל קרן יהיו רק כאלה הנוגעים למהימנותו וניקיון כפיו של המבקש, ועמידה בהוראות החוק לענין נתח השוק.

הוחלט ששקול הדעת לסרב לבקשה לרכישת אמצעי שליטה במנהל קרן, או להחליט על בטול היתר שניתן, ראוי שיהיה נתון לרשות ולא ליו"ר הרשות, וכן גם הסמכות לסרב לאשר לחברה לפעול כמנהל קרן, מקום שהיא עומדת בתנאים הקבועים בסעיף 13 לחוק בנוסחו היום, מטעמים הנוגעים למהימנותה של החברה ו/או של בעלי שליטה בה.

נערך דיון בשאלה אם רף של החזקה בשיעור 30% באמצעי שליטה במנהל קרן, כשיעור הטעון היתר הרשות, הוא רף ראוי, או שיש לקבוע רף נמוך יותר. הוחלט כי בכפוף לסמכות השר, בהתייעצות עם הרשות, לקבוע רף נמוך יותר, ובהתחשב בעובדה שכיום לא נדרש היתר כלל, יש מקום לאשר את השיעור של 30% המוצע בהצעת התיקון לחוק.

לאשר את נוסח התיקונים המוצעים, בכפוף להעברת הסמכות לסרב מתן היתר רכישת אמצעי שליטה במנהל קרן מטעמים הנוגעים לניקיון כפיו של המבקש מיו"ר הרשות לרשות.

החלטה:

### 3. הצעה לתיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995 (להלן – חוק הייעוץ) במסגרת חוק הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה – 2005.

בפני המשתתפים בדיון הונח תזכיר חוק הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה - 2005

הצגת הנושא:

במסגרת דוח הצוות הבין – משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (דוח בכר) כלולים המלצות לשינויים ותיקונים בחוק הייעוץ. המלצות אלה קיבלו ביטוי בתזכיר החוק.

השינוי העיקרי המוצע לחוק הייעוץ הוא קביעת אבחנה בין שני עיסוקים שונים: ייעוץ ושיווק. צוות בכר סבר כי ייעוץ אובייקטיבי הינו שירות חיוני, אשר בישראל בשל החששות לניגודי עניינים, בפועל כמעט ואינו קיים. לפיכך, במסגרת המלצות הועדה הוחלט על מודל המבחין בין ייעוץ השקעות לבין שיווק השקעות. הצוות קבע כי אלו שני עיסוקים שונים הדורשים הכשרה ורישוי, והנתונים להסדרה ופיקוח.

לאור האמור, מוצע לקבוע בחוק אבחנה בין עיסוקים אלה ולקבוע כי ייעוץ השקעות הוא עיסוק הניתן אך ורק על ידי גורמים אובייקטיביים, היינו על ידי מי שאין לו אינטרס בנכס פיננסי. לעומת זאת, שיווק השקעות - הוא ייעוץ הניתן על ידי מי שאינו אובייקטיבי, היינו על ידי גורם שיש לו, או לתאגיד בו הוא עובד או שותף, אינטרס בנכס פיננסי כלשהו ולפיכך הוא מוטה לגבי כלל פעילותו [אינטרס בנכס מוגדר כהנפקה, בעלות או ניהול של נכס פיננסי או זכאות לקבלת טובת הנאה כלשהי, שלא מהרוכש או המחזיק, בגין רכישת הנכס הפיננסי או בשל החזקתו; נכס פיננסי מוגדר כיחידות של קרן נאמנות, מוצרים מובנים, קרנות השתלמות, קופות גמל לתגמולים שלא לגיל פרישה, אופציות וחוזים עתידיים]. מוצע כי הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות נאמנות ומבטחים), שהם היצרנים והבעלים של הנכסים הפיננסיים, וכל הגופים הקשורים אליהם, לא יוכלו לעסוק בייעוץ אלא בשיווק בלבד.

על המשווקים יחולו כל חובות האמון והזהירות החלות מכוח חוק הייעוץ על יועצי השקעות, ואולם בהבדל מהיועצים, על המשווקים לא יחול איסור ההעדפה. היינו, לאחר שהמשווק נוקט בכל הפעולות הנדרשות ממנו על פי הוראות החוק בדבר התאמת סוג המוצר ללקוח, הוא יכול להעדיף לשווק ללקוחותיו מוצרים שלו או של גוף אחר לגביו יש לו אינטרס על פני מוצרים מקבילים של יצרנים אחרים, שכן משווק, הגם שהוא חייב לראות לנגד עיניו את טובת הלקוח, מייצג את הגופים עמם הוא התקשר. יחד עם זאת, על מנת שהלקוח יקבל גילוי נאות באשר לאינטרסים שיש למשווק, נקבעו בחוק חובות גילוי מוגברות הן בהסכם והן בכל מקום בו הוא מנהל את עסקיו, לגבי אינטרסים אלה.

מלכתחילה סבר הצוות כי יש להגביל את המשווקים לשיווק של מוצרים של שני גופים מוסדיים בלבד, לרבות שלהם עצמם. ואולם לאחר פרסום הדוח הוחלט לאפשר למשווקים לשווק את כלל הנכסים הפיננסיים וניירות הערך.

לעניין התאגידים הבנקאיים נקבעו הוראות מיוחדות. על פי המוצע, התאגידים הבנקאיים הנדרשים למכור את בעלותם בקופות גמל וקרנות נאמנות (והגופים הקשורים אליהם) יורשו לעסוק אך ורק בייעוץ. יחד עם זאת, מוצע לאפשר להם לשווק את המוצרים המובנים שלהם, שאין איסור עליהם למכרם, ובעניין זה יחולו עליהם כל הוראות החוק החלות על בעל רשיון משווק, לרבות חובות הגילוי המוגברות.

צוות בכר החליט שלא להתערב בתחום ניהול התיקים וקבע כי יו"ר הרשות יבחן את הצורך לתקן את האיסור החל על מנהלי תיקים להעדיף נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד קשור אליו אגב ניהול התיקים. בעקבות זאת מוצע בתזכיר כי מנהלי התיקים יפעלו לפי הכללים החלים על יועץ השקעות או לפי הכללים החלים על משווק השקעות, לפי העניין. היינו, מנהל תיקים שאינו קשור לגוף מוסדי או למשווק יוכל לפעול גם כיועץ אובייקטיבי ויחולו עליו כל הכללים החלים על ייעוץ השקעות, ואילו מנהל תיקים הקשור לגוף מוסדי או למשווק יוכל לעסוק גם בשיווק ויחולו עליו הכללים החלים לעניין שיווק: היינו, לא יחול עליו איסור העדפה והוא יוכל להעדיף את מוצריו על פני מוצרים מקבילים אחרים, תוך החלת חובות הגילוי המוגברות.

על מנת לשמור על האובייקטיביות של היועצים (ושל מנהלי התיקים שאינם

קשורים למשווק או לגוף מוסדי) מוצע להסדיר בחוק גם את נושא תגמול היועצים. לעניין זה מוצע לקבוע כי:

1. גופים אלה לא יקבלו כל טובת הנאה בגין מתן הייעוץ או ביצוע העסקה, מלבד קבלת שכר והחזר הוצאות מהלקוח בלבד, למעט: קבלת החזרי עמלות קניה ומכירה על ידי מנהלי תיקים וקבלת עמלת הפצה מגוף מוסדי אשר שיעורה וסכומה לא יעלו על מה שנקבע לעניין זה על ידי שר האוצר בתקנות לפי חוק השקעות משותפות. הכוונה היא לקביעה בתקנות של מודל תגמול אשר יביא לגבית עמלת הפצה אחידה מכל מנהלי הקרנות במכירת קרנות מסוג מסוים, כך שליועץ לא יהיה עניין להעדיף מכירת קרנות של מנהל מסוים על פני אחרים.
2. עמלת הביצוע תקבע באופן שהיועצים יהיו אדישים לגבי ייעוץ או מכירה של מוצרים דומים.
3. לא יעניקו ליועץ, או ליחידת רווח אליה שייך היועץ, כל טובת הנאה הנקבעת בהתאם לזהות הגופים שבמוצריהם הם מייעצים או שאת מוצריהם הם מוכרים.

על מנת לשמור על האובייקטיביות של היועצים, מוצע גם לקבוע כי תעודות סל המהוות מוצר תחליפי ליחידות של קרנות, יהיו אסורות להנפקה על ידי בעל רשיון יועץ.

ההוראות בנושא תגמול היועצים יחולו גם על משווק ובעל רשיון מנהל תיקים הקשור למשווק או לגוף מוסדי, בפעילותם כלפי לקוחות בניירות ערך, אך בפעולתם בנכסים פיננסיים יותר להם לקבל טובות הנאה ללא כל מגבלה (בכפוף לחובות הגילוי המוגברות).

על מנת לשפר את הכלים שבידי הרשות למנוע ניהול כספי הציבור בידי גורמים שאינם ראויים לכך, מוצע להוסיף לחוק הייעוץ סמכות לסרב להעניק רשיון למבקש, במקרים חריגים, למרות שכל התנאים למתן רשיון מתקיימים - אם הובאו לידיעת הרשות עובדות מהן עולה ספק לגבי היותו של המבקש ראוי לקבלת רשיון.

לאשר את הצעת התיקון לחוק הייעוץ כפי שמופיע בתזכיר חוק הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה - 2005.

**החלטה:**