

רשות ניירות ערך

תמצית דיון ישיבת רשות מס' 8-2005 שהתקיימה ביום 16.8.2005 במשרדי הרשות בירושלים

1. רישום יחידות של קרן נאמנות פתוחה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב

הצגת הנושא:

לאחרונה נדרש סגל הרשות יותר מפעם אחת לבעייתיות הנובעת מן הפער שבין האופן שבו נתפשות תעודות הסל בתודעת הציבור כתחליף מושלם לקרן נאמנות ובאופן מיוחד להסדר ה-ETF המוכר מארה"ב (קרן אינדקס שיחידותיה רשומות למסחר בבורסה), לבין אפיון המשפטי בדין בישראל כתעודות התחייבות. תעודות התחייבות אלו עלולות ללקות בכשל תפעולי עד כדי היותן חדלות פירעון, ואין זה ברור עד כמה ציבור הרוכשים שלהן ער לכך, חרף הגילוי הניתן בתשקיף. כפועל יוצא מאופן התאגדותן של החברות המנפיקות כתאגיד ולא כקרן, אין המכשיר המונפק כפוף למנגנוני ההסדרה, הגילוי והפיקוח החלים על קרנות הנאמנות בישראל, ובכך מהווה, על אף הדמיון ביעד ההשקעה, מכשיר שונה לחלוטין.

הנפקת תעודות הסל טופלה עד כה על ידי הרשות והסגל בעיקר במישור הגילוי הנאות במסגרת התשקיף והדיווח השוטף, במסגרת הרצאות שהעבירו עובדי הרשות בפורומים שונים ובדרישות הון עצמי מינימאלי מהמנפיק במסגרת תקנון הבורסה מתוך רצון להבטחת איכות מינימאלית של מנפיקים.

על רקע זה יש תועלת בהסדרת רישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב של יחידות של קרן נאמנות פתוחה שלפי מדיניות ההשקעות שלה מיועדת לחקות שינויים במדד או בשווי נכס בסיס כלשהו, כאלטרנטיבה נוספת, מוסדרת, לתעודות סל.

תמצית הדיון בנושא:

ההסדר המוצע מבוסס על המודל האמריקאי, קרי רישום למסחר בבורסה של יחידותיה של קרן נאמנות פתוחה, תוך שינויים והתאמות הנדרשים ממאפייניו המיוחדים של שוק ההון הישראלי. קרנות הנאמנות הסחירות אמורות להיוסף לתעודות הסל, תוך גיוון סל המוצרים העומד לרשות המשקיעים ויצירת אלטרנטיבה ראויה להן.

יצוין כי כיום מחייב החוק כי יחידות קרן סגורה יירשמו למסחר בבורסה (סעיף 51 לחוק השקעות משותפות בנאמנות), ולמעשה זהו המאפיין המבדל בין קרן כזו לקרן פתוחה. עם זאת, אין בחוק כל איסור או מניעה על קרן פתוחה להירשם אף היא למסחר ומנגד יש הוראה מפורשת המתירה העברת יחידה בקרן מידי מחזיק אחד לאחר (סעיף 58א לחוק). נראה על כן כי אין לראות קיום "הסדר שלילי" בחוק לעניין רישום יחידות קרן פתוחה למסחר. יחד עם זאת נותנת הדעת כי במהלך יצירת ההסדר ואף במהלך הפעלתו יתברר צורך בקביעת תקנות שיסדירו עניינים שונים הדרושים לעניין דוגמת כללי שערוד, פרטים שיש לתת בתשקיף של קרן כזו, וכדומה.

מבחינת הוראות חוק ניירות ערך באשר לבורסה קיימת תשתית משפטית המאפשרת לה לרשום יחידות של קרן פתוחה למסחר.

להלן עקרונות ההסדר המוצע:

1. קרן להשקעות משותפות בנאמנות תוכל להירשם למסחר אם ורק אם ייקבע במדיניות ההשקעות שלה כי "ניהול השקעות הקרן מיועד להביא למתאם

מרבית בין השינוי במחירי היחידה והפדיון שלה לבין X", כאשר X הוא מדד ניירות ערך, שווי סחורה או שער חליפין של מט"ח. היתרון העיקרי של קרן נאמנות סחירה הנו במתן אפשרות למשקיע להגיב באופן שוטף ורציף להתרחשויות בשוק. על מנת לאפשר זאת על המשקיע לדעת מה הצפי לשינוי במחירי הקרן כתגובה למחירי נכס הבסיס של הקרן. ייחוד הרישום למסחר לקרן בעלת מדיניות השקעות "טכנית", כמבואר לעיל, בא למנוע ניצול אפשרי של פער בין מידע המצוי בידי מקורבים למנהל הקרן לבין המידע שהוא נחלת כלל הציבור (למשל, רווח הון או הפסד הון מפעילות תוך יומית).

2. מנהל הקרן יחשב ויפרסם באמצעות הבורסה שערים תיאורטיים למחירי הקרן לשלוש נקודות זמן במהלך יום המסחר. הואיל והקרן הרשומה למסחר היא קרן טכנית, בהיותה עוקבת אחרי נכס בסיס שהוא מדד או מטבע חוץ, יוצא שיש לה מחיר נורמטיבי (בדומה לשערי המדדים התיאורטיים המשרתים את הפעילים בנגזרים ובדומה לציטוטי עושי השוק, הוירטואליים והמנדטוריים, בתעודות הסל). מכאן שחובת פרסום השער התיאורטי תשרת את השקיפות ותמנע פתיחת מרווחי ארביטראז'.

3. כדי להבטיח סחירות ראויה, תורשה להירשם למסחר רק קרן שהשווי הנקי של נכסיה לא יפחת מעשרים מליון ש"ח.

4. תורשה להירשם למסחר רק קרן שמנהלה יקבל על עצמו במסגרת התחייבות תשקיפית לאסור על עובדיו לסחור ביחידות הקרן בבורסה (יוכלו להמשיך ולרכוש ולפדות את יחידות הקרן בדרך רגילה). זהו אמצעי נוסף להפחתת האפשרויות לשימוש במידע עודף. יצוין כי בקרנות אלה גם בהתקיים מידע עודף אפשרויות השימוש בו כמעט אינן קיימות שכן יש חשיפה לתנודתיות השוק (לא ניתן לעשות ארביטראז' מלא).

5. הוראות לרכישת יחידות הקרן בבורסה ולמכירתן יותנו במתן הגבלת שער (לימיט), כמקובל בשיטת המסחר בבורסה. בנוסף תינתן אפשרות למתן הוראות לרכישת יחידות או פדיון כמקובל היום. ההוראה בהגבלת שער הנה אמצעי פשוט שתכליתה יצירת ההבחנה בין קניה ופדיון ישירות ממנהל הקרן ובין קניה ומכירה בבורסה. הסדר מעין זה ימנע בלבול אצל המשקיע (וגם אצל המפיץ) בין ההוראות השונות. יודגש כי מתן האפשרות הנוספת למשקיע לתת גם הוראות לרכישת יחידות או פדיון כמקובל היום אינה קיימת במודל האמריקאי, שם האפשרות פתוחה בפני משקיעים גדולים בלבד. מאפייני ה-ETF בארה"ב מבחינת סחירות ושווי נכסים מנוהל שונים בתכלית מאלה הצפויים בארץ. תכלית ההתאמה הנה מתן נגישות לכלל הציבור, ללא אפליה, לאפשרות למימוש ההשקעה במונחי שווי. אפשרות זו עשויה להגביר את הסחירות, שכן היא תצרף למסחר גם משקיעים קטנים שיידעו שיש להם מנגנון בטחון למימוש השקעתם גם בנסיבות של העדר מסחר ביחידות הקרן. למנגנון האמור חשיבות מיוחדת בשל העובדה שההסדר המוצע הנו הסדר חדש בארץ, שלא נצבר לגביו ניסיון, ולפיכך יש חשיבות לעודד את פוטנציאל הסחירות של היחידות. יישומם של הסדרים ייחודיים שאינם מוכרים במקומותינו כדוגמת רכישה באמצעות הפקדת ניירות ערך ופדיון בעין בסכומי מינימום, כמקובל בארה"ב, עלולה להרחיק משקיעים מן המכשיר. כמו כן, קביעת מינימום לשווי כספי לפדיון ויצירה בסיטואציה של סחירות נמוכה תפגע באפשרות לסגור פערי דיסקאונט כאשר יחידות הקרן מפוזרות בין המשקיעים ואינן מאופיינות בריכוז כספי השקעה בהיקפים גדולים בידי משקיעים בודדים מפני שהנגישות לאפשרות סגירת הדיסקאונט תהיה מוגבלת. האופציה הפתוחה בפני כלל המשקיעים לממש את השקעתם במונחי שווי עשויה לתרום לסחירות היחידות שכן גלומה בה "הגנת סחירות" המשמרת את האפשרות לממש את ההשקעה ללא תלות בביקושים או היצע בבורסה. יצוין כי גם בתעודות הסל כיום כמויות ההמרה המינימאליות הינן נמוכות מאוד (אלפי ₪ עד עשרות אלפי ₪).

6. ההסדר יגובש במסגרת הנחיות זמניות לתקנון הבורסה, אשר טעונות אישור הרשות, לתקופת ניסיון של שנה. מסחר בבורסה של יחידות הקרן הנו שקוף למנהל הקרן, אשר אינו צד למסחר. הסדרי המסחר ראוי שיעוגנו בראשיתם

בהנחיות זמניות מכוח סעיף 46 לחוק ניירות ערך, ובהמשך עם צבירת ניסיון, בתקנון הבורסה. יצוין כי ההנחיות הזמניות ניתנות להפעלה מהירה. יוער כי עבירותן של יחידות הקרן ללא פדיון, מוסדרת בסעיף 58 לחוק הקרנות ואין כל הוראה האוסרת על קיום מסחר ביחידות הקרן. הסדרים אלה, ככל שיקבעו בהנחיות זמניות, הינם באישור רשות ניירות ערך ומסורים לפיקוחה, ככל הסדר תקינה בורסאי.

7. יש לשקול הסדר השעיה, במסגרתו, בין היתר תוסמך הבורסה להשעות את המסחר ביחידות הקרן אם יתברר כי פרט מפרטי ההסדר אינו מתקיים, בתקופה שתיקבע (למשל תקופה העולה על שבוע ימים). במקרה זה יופסק המסחר ביחידות הקרן בבורסה והקרן תמשיך להתנהל כקרן פתוחה רגילה. יצוין כי על פי המתכונת המוצעת לא נגרם נזק ממשי בהתרחש אירוע מסוג זה שכן אפשרות המסחר ביחידות הקרן הנה אפשרות נוספת, ולא בהכרח מנוצלת בידי בעלי היחידות.

לأשר פניה של הרשות לבורסה במטרה לעניינה בייזום תיקון מתאים בהנחיות הזמניות (או בתקנון, כפי שתמצא לנכון) כך שיאופשר רישומן למסחר של יחידות קרן פתוחה וקיום מסחר בהן על פי העקרונות המובאים דלעיל.

החלטה:

2. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות (תיקון מס' 11), התשס"ה - 2005

בפני המליאה הובא נייר עקרונות לתיקון החוק בשני נושאים.

הצגת הנושא:

הנושא הראשון שהובא בפני המליאה הוא בענין מתן אפשרות לגורמים זרים, המוסמכים לעסוק בייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות במדינות זרות, לעסוק בעיסוקים אלה גם בישראל, ללא צורך בקבלת רשיון על פי חוק הייעוץ.

המצב משפטי הקיים אינו מאפשר לחברות זרות לשווק את עצמן בארץ ולהעניק את שירותיהן ביזמתן למי שנמצא בישראל, גם אם הן עצמן פועלות מחוץ לישראל על פי רשיון כדין שניתן במדינה בה הם פועלים, ופונות לישראלים באמצעות המדיה האלקטרונית או בעת ביקורים מזדמנים בישראל, וגם כאשר החשבוניות המנוהלים מנוהלים מחוץ לישראל. בכך נמנעת האפשרות ממי שנמצא בישראל להיחשף לשירותים הניתנים על ידי גופים מקצועיים זרים שאינם חפצים לפתוח סניף בישראל אלא מעוניינים לתת את שירותיהם ממקום מושבם.

בעבר הובא הנושא בפני מליאת הרשות והתקבלה החלטה לפיה יש ליזום תיקון לחוק אשר יאפשר לחברה זרה להציע שירותיה בישראל אם היא בעלת היתר לעסוק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות מהמדינה בה היא פועלת, על פי רשימה סגורה של מדינות שיקבע שר האוצר, ובתנאי שהיא תפעל במסגרת חברה ישראלית בעלת רשיון שתשא באחריות מלאה לפעילותה של החברה.

לאור רפורמת בכר המבקשת להרחיב את מעגל השחקנים בשוק ההון בישראל, הסגל ביקש להעלות את הנושא שוב לסדר יומה של הרשות ולהציע כי מעבר להצעה שכבר אושרה במליאה, יש מקום לפטור מרשיון גם חברות זרות אשר מעבר לפעולת הצעת שירותיהן בישראל, כל פעילותן כלפי הלקוח שבישראל תיעשה מחוץ לארץ. על פי המוצע, חברות זרות השייכות לקבוצה של חברות גדולות, יציבות ומוכרות הפועלות על פי היתר במדינה אחרת, על פי רשימת מדינות מצומצמת שיקבע שר האוצר, תוכלנה להציע את שירותיהן ללקוחות בישראל, ולתת להם שירותים אלה בעקבות הצעה כאמור, ללא שתחול עליהן חובת הרישוי על פי החוק, בתנאי שהן עומדות גם בכל התנאים הבאים:

1. מקום עיסוקה הקבוע של החברה הוא מחוץ לישראל.

2. בניהול תיקים – מנהל התיקים נמצא מחוץ לישראל והחשבון נמצא ומתנהל מחוץ לישראל, ביעוץ השקעות – היועץ נמצא מחוץ לישראל.
3. החברה כפופה להסדרה ופיקוח של מי שמוסמך לענין זה במדינה בה היא פועלת, גם לגבי פעילותה כלפי לקוחות בישראל.
4. לקבוצה העסקית במסגרתה פועלת החברה הון עצמי של לפחות 20 מיליארד דולר.

הודגש כי על מנת שהחברה תוכל ליהנות מהפטור מרשיון, כל פעילותה חייבת להיעשות מחוץ לישראל, למעט אך ורק הפנייה ללקוחות פוטנציאליים בישראל ואחר כך הקשר השוטף איתם בעקבות אותה פניה: טלפונים, דואר, דו"אל ופגישות בישראל. כל פעילות אחרת של חברה זרה בישראל, לרבות פתיחה של סניף ישראלי כמובן שיחייב רשיון על פי החוק.

הנושא השני שהובא בפני המליאה הוא מיקור חוץ. הרשות מבקשת להגביר את הפיקוח על בעלי רשיון באופן משמעותי, וכדי לא להגדיל את סגל העובדים הקבועים של המחלקה היא מבקשת לעשות זאת באמצעות מיקור חוץ (outsourcing). סמכות כזו קבועה בסעיף 156 לחוק ניירות ערך לגבי עריכת ביקורת בתאגיד שחלות עליו הוראות חוק ניירות ערך ואנו מציעים להחיל הסדר דומה בחוק הייעוץ (כפי שמוצע לענין חוק השקעות משותפות, במסגרת תיקון מס' 10 לחוק הקרנות).

**תמצית הדיון
בנושא:**

הדיון התמקד בהתלבטות שנגעה בין הרצון לפתוח את האפשרויות ההשקעה לישראלים גם על ידי מתן אפשרות לחברות זרות להציע את שירותיהן בישראל, ללא שתחול עליהן חובת רישוי, ומנגד החשש מפני פתיחת השוק בישראל לגורמים שלא יהיו תחת פיקוח ואכיפה של רשות ניירות ערך. בין היתר הועלתה האפשרות לקבוע בחוק חובת רישוי גם לגבי גופים זרים המבקשים לפעול בישראל (על ידי ביטול תנאי התושבות, כתנאי למתן רשיון), ואולם פתרון זה מעורר בעיות קשות של ציפיות לפיקוח ואכיפה מצד הרשות, בעוד שבפועל פיקוח ואכיפה לא יכולים להתקיים כאשר הפעילות מתקיימת מחוץ לישראל.

החלטה:

לאשר את הצעת הסגל לעקרונות לתיקון חוק הייעוץ כפי שהובאו בפני המליאה, בתוספת קביעת חובת רישום של אותן החברות שיבחרו לעסוק בישראל לפי ההסדר המוצע, והכל בכפוף להעברת נוסח התיקון לאישור המליאה.

3. הסכמים לשיתוף פעולה בינלאומי עם רשויות ניירות ערך של אוסטרליה, ניו זילנד, קפריסין ודרום אפריקה

הצגת הנושא:

במקביל לשאיפת הרשות להצטרף להסכם הרב-צדדי עם רשויות ניירות ערך זרות החברות בארגון IOSCO, הרשות מעוניינת להתקשר עם רשויות ניירות ערך זרות (להלן – רשויות זרות) בהסכמים דו-צדדיים, בהתאם להוראות פרק ט"ו לחוק ניירות ערך.

**תמצית הדיון
בנושא:**

הרחבת ההבנה ושיתוף הפעולה בין הרשות לבין רשויות זרות תביא להשתלבות הרשות בגלובליזציה של הרגולציה העולמית בתחום שוקי ההון, להעמקת הפיקוח והאכיפה, להעצמת ההגנה על המשקיע בניירות ערך ולהגברת היושרה וההקפדה על נורמות ראויות בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. במסגרת החוקית המסדירה את יחסי שיתוף הפעולה בין הרשות לבין רשות זרה אשר כרתה עם הרשות מזכר הבנה לשיתוף פעולה לביצוע ולאכיפה של דיני ניירות ערך (להלן – רשות חוץ), קבועה בפרק ט"ו לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - החוק). מסגרת חוקית זו מאפשרת 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).

ההסכמים הדו-צדדיים המוצעים (להלן – ההסכמים) נבנו על בסיס ההסכם הרב צדדי של רשויות ניירות הערך האירופאיות המאוגדות במסגרת ה-CESR (The

(Committee of European Securities Regulators), בשינויים המחויבים.

מליאת הרשות מסמיכה בזאת את יו"ר הרשות לחתום בשם הרשות על ההסכמים לשיתוף פעולה עם רשויות ניירות ערך זרות כדלקמן: הרשות האוסטרלית, הרשות הניו-זילנדית, הרשות הקפריסאית והרשות הדרום-אפריקאית, בנוסחים המצורפים.

החלטה: