



## רשות ניירות ערך

החל מחודש ינואר 2012, הפרוטוקולים נערכים בדרך של תמצות עיקרי הדיון. הפרוטוקולים המפורסמים לציבור אינם כוללים נושאים שנקבע כי אינם מתאימים לפרסום, כגון דיונים בעניינים העלולים לפגוע בפרטיות של אדם או חברה, עניינים מנהלתיים, סקירות ועדכונים בנושאים שונים, וכדומה.

### עיקרי דברים מישיבת רשות מספר 4-2014

שהתקיימה ביום א' 23.3.2014 בשעה 16:30 במשרדי הרשות בירושלים

חברי המליאה:	שמואל האוזר, מיקי קהן, שי פלפל, מיקי שניידר, קרן בר חוה, אורלי שדה, שלי אודיון, האני חאג' יחיא.
--------------	---

עובדי רשות:	יהודה אלגריסי, יבגני אוסטרובסקי, שי פלפל, רוני עמיחי, קרן גיחז, לירון כהן דניאלי, אלי דניאל, שרה קנדלר, יעל אלבז, דורית גילת, שרון אופיר, דודו לביא, עידו טוויג, איציק שורקי, דוד וולינר, גיא דביר, ליאור צוברי, גיל שדה, צפנת מזר, אמיר הלמר, עדי טל, מוטי ימין, אריאל שליין, אייל פלם, אמיר וסרמן.
-------------	--

### על סדר היום

1. הוראה בעניין תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה.
2. הקלות בדיווחים מיידיים - לאחר הערות ציבור.
3. צו איסור הלבנת הון לזירות מסחר.
4. תיקון מבחני החלוקה.
5. עדכונים באופני הצעת ניירות ערך לציבור - לאחר קבלת הערות הציבור.
6. ATM.
7. תקנות קרנות חוץ - הערות ציבור.

## הדין

### 1. הוראה בעניין תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה.

#### **רקע:**

המליאה התבקשה לאשר לפרסום הוראה לפי סעיפים 17(ב) ו-28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה - 1995 (להלן - "החוק"). יצוין, כי בעקבות המלצות הועדה הבינמשרדית לקידום השקעות בחברות מחקר ופיתוח ובמסגרת פרויקט ההקלות, אושרה במליאת רשות ניירות ערך בחודש יוני 2013 הצעה לתקן את החוק בנוגע לתגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה (להלן - "התיקון"). על פי התיקון, אשר פורסם ברשומות ביום 27 בינואר 2014 (כחלק מהחוק להקלות בשוק ההון ולעידוד הפעילות בו (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014), לצד ברירת המחדל הקיימת בסעיף 17 לחוק, לפיה קיים איסור על בעל רישיון, ובכלל זה אנליסט, לקבל טובת הנאה בקשר עם שירות ייעוץ השקעות, זולת שכר והוצאות מהלקוח, רשות ניירות ערך תוסמך לקבוע בהוראה שתפרסם לפי סעיף 28(ב) לחוק את הנסיבות המיוחדות במסגרתן יתאפשר לגופים המפרסמים עבודת אנליזה לקבל טובת הנאה מהחברות המסוקרות, עבור עבודתם, על פי מנגנון שיבטיח כי טובת ההנאה מתקבלת באופן שבו יקטן החשש שקבלתה תשפיע על עבודת הניתוח. בהתאם לכך, ההוראה, אשר הובאה לאישור המליאה, קובעת את הנסיבות המיוחדות אשר יאפשרו לגורם המפרסם עבודת אנליזה לקבל טובת הנאה בעבור העבודה עצמה.

יצוין כי הנוסח המובא לאישור המליאה כעת כולל שינויים קלים, לאור בקשת הבורסה, והם כדלקמן:

1. ההוראה תתייחס לא רק לאנליזות בתחום מדעי החיים אלא גם לתחום הטכנולוגיה.
2. נוספה אפשרות לסקר גם חברה חדשה (כזו שאינה נסחרת במשך תקופה של שנה לפחות) ובלבד שלגביה לא ינתן מחיר יעד או הערכת שווי.
3. נקבע כי שפת האנליזה תהיה שפת הדיווח של התאגיד (עברית או אנגלית) ואולם אין מניעה כי האנליזה תפורסם בנוסף גם בשפה האחרת.

#### **דין:**

התקיים דיון במסגרתו הוצגו עיקרי ההוראה. הובהר לחברי המליאה כי מדובר ביצירת תשתית משפטית עבור הבורסה לניירות ערך בתל אביב, כך שזו תוכל להתקשר עם גורם מומחה, אחד או יותר, לשם הכנת עבודת אנליזה על חברות ציבוריות בתחומי הטכנולוגיה והביומד. הובהר כי האחריות על ההתקשרות עם הגורם המומחה, וכן עם החברות הציבוריות שייבחרו להיכנס לתחולת המודל האמור תהיה של הבורסה.

לשאלת חברי המליאה, ביחס לקיומם של מודלים מקבילים בעולם, הוסבר על ידי סגל הרשות כי בארצות הברית, באנגליה ובסינגפור היו מודלים דומים (אם כי לא זהים) למודל המוצע בארץ, בהם הבורסה היא המתווכת בין האנליסטים לחברות המסוקרות.

בנוסף, הוסבר כי סגל הרשות סבור כי יש בהוראה זו כדי לעודד כיסוי אנליסטי של חברות הטכנולוגיות וחברות מדעי החיים באופן שעשוי לקדם את ההשקעות בחברות אלו מצד הגופים

המוסדיים.

לשאלת חבר מליאה מהו הצפי ליישום המודל גם ביחס ליתר החברות שאינן בתחום מדעי החיים והטכנולוגיה, הוסבר כי בשלב ראשון מבקשים לבחון את יישום המודל בתחומים אלו, ורק לאחר יישומו בפועל והפקת לקחים - במידת הצורך - ייבחנו את היתכנות יישומו ביחס לחברות בתחומים נוספים.

לשאלת חברי המליאה בעניין תהליך בחירת הבורסה את האנליסטים שישתתפו במודל, הוסבר כי נכון למועד זה לא ידוע מה יהיה תהליך הבחירה, וכן שהדבר תלוי מטבע הדברים בכמות ההיענות שתהיה מצד אנליסטים בשוק.

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לאשר את פרסום ההוראה.**

## 2. הקלות בדיווחים מיידיים - לאחר הערות ציבור.

**רקע:**

כחלק מפרויקט ההקלות פורסם להערות ציבור (בחודש נובמבר 2013) תיקון נוסף בתחום הדיווחים המיידיים. ההקלות המוצעות והערות עיקריות שהתקבלו היו כדלקמן:

1. מועד הדיווח המיידי  
מוצע לעדכן את הכלל הקיים, כך שדיווח מיידי אודות מידע אשר נודע לחברה לאחר השעה 17:00, יוגש עד לשעה 13:00 ביום המסחר העוקב, חלף השעה 9:30 לפי ההסדר הקבוע כיום.
2. דיווחים על החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה.
  - 2.1 דיווח אודות שינוי בהחזקות בעל עניין, לרבות גופים מוסדיים, יידרש רק לאחר חציית רף מצטבר של 2% ממועד דיווח המצבה או הדיווח המיידי האחרון אודות שינוי בהחזקות של אותו בעל עניין, למעט - בעל עניין ששיעור החזקותיו חצה רף החזקות של 10%, ואז זה ידווח מיד לאחר חציית רף כאמור, וכן בעל עניין אחר המחזיק מעל 10% מההון המניית המונפק של התאגיד, ידווח לאחר חציית רף מצטבר של 1% ממועד דיווח המצבה או הדיווח המיידי האחרון בעניינו.
  - 2.2 בעל שליטה ונושאי משרה בתאגיד - חובת הדיווח תיוותר אודות כל שינוי בהחזקותיהם.
  - 2.3 דיווח מצבה יינתן רק על בסיס רבעוני (חלף דו"ח חודשי), וזאת גם אם נעשה שינוי העולה על 2%.
3. משא ומתן ועיכוב פרסום
  - 3.1 מוצע לאפשר לתאגידיים לעכב דיווח בדבר משא ומתן לקראת חתימה על הסכם מהותי, ללא הגבלתו למקרים המנויים כיום בתקנות, קרי במקרים בהם הגשת הדוח עלולה למנוע השלמת פעולה של התאגיד או עסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, או להרע באופן ניכר את תנאיה.
  - 3.2 ביחס לאירועים אחרים תמשיך לחול זכות העיכוב בתנאים הקיימים כיום בתקנה 36(ב) לתקנות.
  - 3.3 זכות העיכוב ביחס למשא ומתן תפסיק לחול משלב ההתקשרות בהסכם מקדים (בין בכתב ובין בעל-פה), הכולל את הסכמות עיקרי הצדדים לעסקה.
  - 3.4 מוצע להבהיר כי כלל דומה ביחס להפסקת זכות העיכוב בתקופה החלה חמישה ימים לפני

המועד האחרון להמרת ניירות ערך המירים, תחול גם בהליכים של הצעה לציבור והצעת רכש (או כל הליך אחר הדומה במהותו, כגון הליך מיזוג).

4. דיווח אודות מינוי וסיום כהונת נושאי משרה בכירה מוצע לבטל את חובת הדיווח המיידית ביחס למינוי ופרישה של נושאי המשרה בכירה מסוימים, ובהם חשב, מבקר פנים, מורשה חתימה עצמאי, סמנכ"ל (למעט סמנכ"ל כספים). דיווח אודות מינוי וסיום כהונת נושאי משרה אלו יינתן רק במסגרת דיווח מצבה רבעוני (ת-097), וזאת בכפוף לכך שאין מדובר בפרישה בנסיבות שיש להביאן לידיעת הציבור. אם מדובר בפרישה בנסיבות כאמור, יינתן דיווח מיידית בהתאם לקבוע היום בתקנות, גם ביחס לנושאי משרה אלו. דרישת התקנה האמורה תיוותר ללא שינוי לגבי מינוי ופרישה של נושאי המשרה הבכירה הבאים: דירקטור, מנכ"ל, מנהל עסקים ראשי וסמנכ"ל כספים.

5. ביטול דיווחים מידיים בנושאים שניתן לגביהם גילוי נוסף (בדוח על זימון אסיפה או בדוח התקופתי) מוצע לבטל את דרישת הדיווח המיידית בנוגע להמלצות והחלטות הדירקטוריון אשר צפויות להתפרסם ממילא אגב דוח זימון האסיפה הכללית, למעט אירועים חריגים (החלטה על חלוקת דיבידנד, פדיון מוקדם של אגרות חוב). מוצע לבטל את התקנות הבאות לגביהם קיימת חובת דיווח מקבילה בדוח התקופתי לרבות בעניין עסקה חריגה עם נושא משרה ועסקה לא חריגה עם בעל השליטה. השינויים שבוצעו לאחר קבלת הערות ציבור לא היו מהותיים, ואלה כללו, בין היתר:

- דיווחים על החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה – כאמור לעיל, אחת ההקלות שניתנו ביחס לדיווחים אלו היא שדיווח מצבה יינתן רק על בסיס רבעוני (חלף דו"ח חודשי), וזאת גם אם נעשה שינוי העולה על 2%. לאור הערות ציבור שנתקבלו ביחס לזמן הנדרש לחברות להיערך להכנת דוח המצבה, הוחלט לדחות במספר ימים את מועד חובת דיווח דו"ח המצבת כך שזה יחול ביום המסחר החמישי שאחרי תום הרבעון הקודם.
- משא ומתן ועיכוב פרסום - הובהר כי הכוונה במונח "הסכם מקדים", אשר ממועד ההתקשרות בו זכות העיכוב ביחס למשא ומתן תפסיק לחול, הינה הסכם שכולל את עיקרי הסכמות הצדדים/העסקה ולא הסכם שעניינו פתיחת הליכי משא ומתן כגון הסכם סודיות או הסכמה על ביצוע בדיקת נאותות.

**דיון והחלטה: לא היו הערות לחברי המליאה והוחלט, פה אחד, להתקדם עם נוסח ההקלות המוצע (תיקון תקנות).**

### 3. צו איסור הלבנת הון לזירות מסחר.

**רקע:**  
 המליאה התבקשה לאשר את קידומה של טיוטת צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של זירת סוחר לחשבונו העצמי למניעת הלבנת הון ומימון טרור), תשע"ד-2014 (להלן: "הצו").

1. במסגרת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 42) התש"ע-2010, הוסף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, פרק ז'3 העוסק בזירת סוחר לחשבונו העצמי (להלן – "תיקון 42"). תיקון 42 ייכנס

לתוקף רק לאחר כניסתו לתוקף של תקנות שיותקנו מכוח סעיף 44(ב)(5) ו-44(6) ו-44כט לחוק (להלן – "טיוטת התקנות"). טיוטת תקנות עדכנית נמצאת בימים אלה בדיונים מתקדמים בוועדת הכספים של הכנסת.

2. תיקון 42 כולל גם תיקון עקיף לחוק איסור הלבנת הון, התש"ס-2000 (להלן – "חוק איסור הלבנת הון") ולחוק איסור מימון טרור התשס"ה (להלן – "חוק איסור מימון טרור"), כך שלרשימת הגופים שהחוק חל עליהם ולגביהם מחויב שר האוצר לקבוע צו איסור הלבנת הון ומימון טרור, תתווסף גם חברה בעלת רישיון זירת סוחר לחשבונו העצמי (להלן – "זירה")<sup>1</sup>. תיקון 42 אינו מותנה בכניסתו לתוקף של צו איסור הלבנת הון ומימון טרור, שצפוי להיות רלבנטי לאחר שהזירות תקבלנה רישיון, וזאת לאחר תקופת מעבר צפויה המעוגנת בטיוטת התקנות.

3. עם העברת טיוטת התקנות המלאה לוועדת הכספים, פורסמה טיוטת הצו להערות ציבור. הצו כולל הטמעת הערות ציבור שהתקבלו, בדגש על הוראת פעילות במערכת סגורה (סעיף 8 לצו). המתווה המתוקן להוראת פעילות במערכת סגורה הינו כדלקמן:

1. מוצע להוסיף מסלול של מתכונת חשבון כרטיס אשראי שאינו מערכת סגורה שבו יחול פטור מחובת זיהוי פנים אל פנים וכן יותר לרשום את פרטי הזיהוי על פי העתק של מסמכי הזיהוי, ולקבל הצהרה על נהנה שלא בחתימת מקור.

2. במתכונת חשבון כרטיס אשראי המוצעת יועברו הכספים הרשומים בחשבון מחשבון בנק בישראל או באחת ממדינות ה-OECD, הרשום על שם בעל החשבון (להלן – "חשבון מקורי") או באמצעות כרטיס אשראי המשוך לחשבון המקור, ואשר מונפק על ידי תאגיד בנקאי או חברת כרטיסי אשראי המאוגדים בישראל או באחת ממדינות ה-OECD, והרשום על שם בעל החשבון.

3. במסלול זה יחולו על הזירה חובות זיהוי מוגברות בדמות דרישה למתן אסמכתאות המוכיחות כי כרטיס האשראי משויך לחשבון המקור לצד חובה לספק מסמכי זיהוי נוספים על אלה המסופקים ממילא מכוח הוראות סעיף 4 לצו.

4. לבסוף יחולו על הזירה מגבלות בנוגע להעברת הכספים כך שכספים שהועברו באמצעות כרטיס האשראי יוחזרו, אך ורק בדרך של זיכוי, לכרטיס האשראי ממנו הועברו כספים אלה מלכתחילה עד לגובה הסכום שהועבר באמצעות כרטיס האשראי והיתרה תעבור לחשבון המקור.

5. כמו כן, גובשה חובת דיווח חדשה המטילה על הזירה חובה לדווח על כל פעולת חיוב או זיכוי, באמצעות כרטיס אשראי, בשווי של 50,000 שקלים חדשים לפחות, בחשבון כרטיס אשראי שבו לא בוצע זיהוי פנים אל פנים על פי סעיף 7 לצו. חובת דיווח זו באה להשלים את המתכונת המוצעת של חשבון כרטיס אשראי שאינו מערכת סגורה ויוצרת למעשה בקרה נוספת על הפעילות בזירה המתבצעת באמצעות כרטיסי אשראי. חובה זו מצטרפת לחובות דיווח נוספות שתכליתן לאתר פעילויות חריגות מבחינת סוג הפעולה והיקפה.

<sup>1</sup> חוק איסור הלבנת הון, התש"ס-2000 מסדיר את המסגרת הכללית של החובות החלות על שורה של גופים פיננסיים בתחום איסור הלבנת הון. החוק מסמיך, באמצעות סעיף 7(ב), שר לקבוע לגופים הנמצאים באחריות, לאחר התייעצות עם שר המשפטים השר לביטחון פנים ובאישור וועדת חוקה של הכנסת, חובות זיהוי, דיווח, רישום ושמירה וכן את דרכי מיליון של חובות אלה. בהתאם לכך נקבעו צווי איסור הלבנת הון בין השאר עבור חברי בורסה שאינם בנקים ומנהלי תיקים. בהתאם לסעיף 48 לחוק איסור מימון טרור, התשס"ה – 2005, סמכויות קביעת הצווים וסמכויות הפיקוח המעוגנות בחוק איסור הלבנת הון חלות גם לשם אכיפתו של חוק איסור מימון טרור.

6. בנוסף מוצע להשאיר על כנו את מסלול המערכת הסגורה שיצומצם להעברות בנקאיות מתאגידים בנקאיים בישראל או במדינות ה-OECD. בכל מקרה (הן במתכונת חשבון כרטיס אשראי והן במערכת סגורה שתיעשה בהעברות בנקאיות) לא יינתן פטור מחובת הכר את הלקוח, וההקלות היחידות קשורות לאופן ביצוע הזיהוי<sup>2</sup>.

7. הפטור מחובת זיהוי פנים אל פנים חיוני למתכונת הפעילות של זירות המסחר, שהינן נעדרות סינוף ופועלות באופן אינטרנטי. סגל הרשות ראה חשיבות צרכנית בהכללת מסלול כרטיסי האשראי בטיטת הצו, וזאת משום שחשוב לאפשר ללקוחות החברה להגדיל את הבטוחות שהפקידו בידי החברה כדי למנוע סגירה כפויה של הפוזיציות שלהם, וזאת גם בשעות שבהן המערכת הבנקאית אינה מאפשרת העברות בנקאיות. לסיום, המליאה עודכנה כי טיטת הצו המוצעת הובאה לידיעת רשות איסור הלבנת הון וקיבלה את אישורה.

#### **דיון:**

אחד מחברי המליאה הביע התנגדות להכללת מסלול כרטיסי האשראי בטיטת הצו. במסגרת התנגדות זאת הועלה ספק האם יש יתרון צרכני בכך שלקוחות החברה יוכלו להגדיל את הבטוחות שהפקידו. לגישת חבר המליאה, היכולת לעשות שימוש בכרטיס אשראי תאפשר לזירות להפעיל לחץ על לקוחותיהן - למשל, להתקשר ללקוח באמצע הלילה ולשכנע אותו להפקיד כסף באמצעות כרטיס האשראי. סגל הרשות הסביר כי הפרקטיקה של הגדלת הבטוחה הינה חלק מאופי הפעילות מול זירות המסחר, בשים לב לכך שסגירה כפויה של עסקה יכולה לגרום נזק ללקוח, וכי הרציונאלים שבבסיס צווי איסור הלבנת הון לא נועדו להגביל פרקטיקה זו. כן הוסבר כי הדבר נעשה בד בבד עם קידום החקיקה שנועדה להסדיר את הפיקוח על זירות המסחר, אשר נידונה בעבר במליאת הרשות, ובכך להתמודד עם שורת הבעיות שהתחום מעורר.

דיון נוסף נערך בשאלת ההרחבה למדינות ה-OECD שאינן מנויות בתוספת הראשונה. סגל הרשות ציין כי ההתייחסות בצווי איסור הלבנת הון למדינות ה-OECD שאינן מנויות בתוספת הראשונה היא התייחסות מקובלת בהקשרים שונים, והיא משקפת הנחה שמדינות אלה מחזיקות במשטר איסור הלבנת הון ראוי. ההרחבה של מסלול המערכת הסגורה כך שיחול גם על מדינות ה-OECD שאינן מנויות בתוספת הראשונה, נעשתה לאור אופי הפעילות הבין לאומי והאינטרנטי של זירות המסחר.

לבסוף, עלתה השאלה האם מקובלת מתכונת של מערכת סגורה גם במדינות OECD נוספות. סגל הרשות הסביר כי מתכונת של פעילות במערכת סגורה אינה נפוצה במדינות אחרות, אך קיימות מתכונות אחרות בעלות רציונאלים דומים. כך למשל, בדירקטיבה האירופית בנושא איסור הלבנת הון קיים מנגנון לפיו ככל שלקוח לא מזדהה פנים אל פנים, הוא נכנס לקטגוריה של סיכון והגופים המפוקחים נדרשים במערכת נוספת של בקרות.

**החלטה: הוחלט על ידי רוב חברי המליאה לאשר את קידום טיטת הצו. חבר מליאה אחד התנגד.**

<sup>2</sup> בשני המקרים יחול פטור מחובת זיהוי פנים אל פנים וכן יותר לרשום את פרטי הזיהוי על פי העתק של מסמכי הזיהוי, ולקבל הצהרה על נהנה שלא בחתימת מקור.

**רקע:**

הובאה לידיעת המליאה הצעת סגל הרשות לתיקון מבחן הרווח הקבוע בחוק החברות, לצורך חלוקת דיבידנדים. הצעה זו תועבר למשרד המשפטים, האמון על החוק, לצורך גיבוש הצעתו לתיקון המבחן.

על רקע השינויים שחלו בכללי החשבונאות בשנים האחרונות, והמעבר לתקינה בינלאומית הכוללת שימוש רחב באומדנים ובשווי הוגן אשר נלווים לו שערוכים שאינם מלווים בתזרים מזומנים, ביצע סגל הרשות בשנים האחרונות בחינה של הצורך בתיקון מבחן הרווח הקבוע בחוק החברות. מבחן הרווח הינו אחד משני המבחנים לחלוקת דיבידנד. הוא נלווה למבחן יכולת הפירעון הקובע שחברה תוכל לחלק רק כשלא קיים חשש סביר שהחלוקה תפגע ביכולתה לעמוד מחויבויות הקיימות והצפויות שלה בהגיע מועד קיומן. מבחן הרווח בוחן את רווחיות החברה, והוא מבוסס על הדוחות הכספיים שלה. ברי, כי לכללי עריכת הדוחות הכספיים השלכה משמעותית על העמידה במבחן זה. אל מול מבחן יכולת הפירעון שהינו קוגנטי, מבחן הרווח הינו בר התניה, וחברה רשאית לחלק דיבידנדים גם מקום בו אינו מתקיים, ככל שקיבלה את אישור בית המשפט.

במסגרת הבחינה שביצע סגל הרשות נבחנו היבטים של קשיים הנוגעים ליישום מבחן הרווח, בפרט היבטי הפער בין הרווחיות בדוחות לבין התזרימים המלווים אותה, קיומם של שני סוגי רווח (רווח או הפסד נקי ורווח כולל אחר) וכן הצורך בגמישות של המבחנים כל שניתן יהיה להתאימם בקלות לתקינה המשתנה. לבסוף, ההצעה גובשה גם בשים לב לתיקון המוצע שלא לדרוש מתאגידים מדווחים דוחות סולו מלאים (דבר הכרוך בעלויות ומשאבים רבים), ונעשתה באופן היוצר קירוב למבחן רווח שהיה מבוצע על בסיס דוחות סולו. מטרה נוספת של התיקון המוצע הייתה גם לנסות ולהביא את מבחן הרווח למצב בו היה טרם אימוץ התקינה הבינלאומית, והכל תוך יצירת מבחן פשוט ככל הניתן שאינו כרוך בעלויות לא מידתיות.

כחלק מהעבודה קיים סגל הרשות דיונים עם משרד המשפטים ועם גורמים שונים בשוק. עקרונות המבחן המוצע:

- א. מבחן הרווח יהיה מבוסס על דוחות כספיים מאוחדים, מבוקרים או סקורים.
- ב. המבחן יהיה מבחן רווח שמומש, דהיינו - הרווח יחושב על בסיס יתרת העודפים בניכוי יתרת רווח כולל אחר (OCI) מצטברת שלילית. מהעודפים ינוטרלו רווחים והפסדים לא ממומשים, באופן שבו הפסדים לא ממומשים ינוטרלו רק עד גובה רווחים לא ממומשים, אולם כל הרווחים הלא ממומשים ינוטרלו. הרווחים / הפסדים לא ממומשים שינוטרלו הם כאלו המוכרים לפי תקנים שיפורטו בתקנות, והם הסכומים העיקריים של רווחים או הפסדים לא ממומשים, כגון שערוכי נדלן להשקעה, רווחי Phase 2 כתוצאה מהשגת או אובדן שליטה, שערוכים של מכשירים פיננסיים, רווחי אקוויטי של חברות כלולות שלחברה אין שליטה עליהם ועוד.
- ג. בעת מימוש נכסים או סילוק התחייבויות שהרווחים או הפסדים בגינם נוטרלו בעבר (כגון רווחי שערך או רווחי אקוויטי), יתווספו ליתרת הרווחים הראויים לחלוקה סכומי הרווח המצטברים הממומשים בגין הנכס שמומש או ההתחייבות שסולקו.
- ד. יוותר מבחן מואץ, אשר יתבסס על העקרונות הבאים - התאגיד הרוויח במשך שנתיים רצופות, בכל שנה, ובלבד שההון העצמי של התאגיד לאחר החלוקה יהיה חיובי. "שנה" תחשב כארבעה רבעונים.

ה. תיקון מבחן הרווח יעשה על דרך של תיקון הוראות חוק החברות, באופן שהמבחן הכללי הקבוע בחוק יותאם לכדי מבחן רווח שמומש. פירוט העקרונות הפרטניים לאופן קביעת הרווח שמומש יעשה במסגרת תקנות מכוח חוק החברות, וזאת על מנת לאפשר ביצוע התאמות לאופן ביצוע מבחן הרווח בשל שינויים בתקני החשבונאות, באופן סביר ובהליך שהינו פשוט יותר מתיקון החוק. דרישות הגילוי אודות יתרת הרווחים הראויים לחלוקה (ביאור בדוחות המפרט את יתרת הרווחים הראויים לחלוקה) תיעשה במסגרת תקנות ניירות ערך.

נוכח השינויים המשמעותיים המוצעים בתיקון חקיקה זה ועל מנת להקל על המעבר למשטר החל עם התיקון, מוצע לקבוע את העקרונות הבאים:

א. מועד התחילה – בשים לב להוראות המעבר, המפורטות להלן, מוצע כי תחילתו של החוק תהיה לכל היותר שנה ממועד פרסומו ברשומות.

ב. הוראות המעבר - מוצע כי הרווחים הראויים לחלוקה ביום כניסת התיקון לתוקף יחושבו באופן הבא: על הישות לקחת את יתרת העודפים בניכוי יתרת רווח כולל אחר שלילית ככל שישנה לפי כללי ה- IFRS ועל בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים האחרונים לתקופה שמסתיימת עובר לכניסתם לתוקף של כללים אלו. מכאן ואילך יבוצעו כל ההתאמות המצטברות כמפורט בתיקון המוצע. במילים אחרות כל סכום שנכלל במסגרת חישוב זה, אף אם במהות הוא מסוג הרווחים שצריך לנטרל, "יוכשר" באופן חד פעמי, ובלבד שלא תהיה כפילות, דהיינו לא ניתן יהיה להכיר באותו סכום לצרכי חלוקה פעמיים, לדוגמא - אם נכללו ביתרה האמורה למועד התחילה רווחי שערוד של נדלין מניב, במועד המימוש בפועל לא יתווספו סך רווחי השערוד בגין נכס זה שהתהוו בגין הנכס ממועד רכישתו, אלא רווחי השערוד שהוכרו לאחר מועד התחילה, ונטרלו במסגרת חישוב יתרת הרווחים הראויים לחלוקה.

לבסוף, מוצע לדרוש הכללת ביאור מיוחד בדוח הכספי אשר יפרט את האופן בו חישב התאגיד את יתרת הרווחים הראויים לחלוקה ובאופן זה יבוקר חישוב הרווח בידי רואה החשבון המבקר. ביאור זה יכלל אחת לשנה, במסגרת הדוחות הכספיים השנתיים, וכן יינתן כאשר חברה מבקשת לבצע חלוקה על בסיס דוח רבעוני.

#### **דיון:**

לשאלת אחד מחברי המליאה לעניין היחס בין המבחן המוצע לבין המבחן באנגליה, הוסבר כי המבחן המוצע אינו זהה למבחן באנגליה, שם ישנה סימטריה מלאה בין נטרול רווחים לא ממומשים לנטרול הפסדים לא ממומשים. הובהר כי המבחן המוצע יחייב נטרול של כל הרווחים הלא ממומשים (לפי התקנים שיפורטו בתקנות), אך הפסדים לא ממומשים ניתן יהיה לנטרל רק עד גובה רווחים לא ממומשים שקיימים.

לשאלת אחד מחברי המליאה האם באמצעות מבחן זה ינטרל האינטרס של תאגידים לשערך נכסים הושב כי יכולים להיות שיקולים נוספים לשערך נכסים בדוחות הכספיים, כגון היבטים של שיקוף הערך הכלכלי של החברה, השפעה על אמות מידה פיננסיות, גיוסי הון ועוד. המבחן החדש ינטרל את המניע של חלוקת דיבידנד לשימוש בכללי חשבונאות שמובילים להכרה ברווחים לא ממומשים.

לשאלת אחד מחברי המליאה לגבי הממשק של רואה חשבון מבקר והסכמתו לתת אישור מיוחד על סכומי הרווחים הראויים לחלוקה הושב כי רואי החשבון מסוגלים לתת אישורים מיוחדים על



נתונים גם אם אינם ערוכים לפי כללי חשבונאות, אלא לפי נוסחאות חישוב, וכי סגל הרשות אינו רואה הבדל בין מקרה זה לבין מקרים אחרים בהם רואה החשבון נותן אישורים מיוחדים או בודק נתונים שאינם GAAP הנכללים בביאורים לדוחות הכספיים.

אחד מחברי המליאה סבר כי הדגשת מבחן הרווח עלולה לפגוע בחשיבות מבחן יכולת הפירעון. מעבר לכך, לדעתו, יש מקום לקבוע סנקציות לפיהן יוחזרו בונוסים שניתנו למנהלים אם נמצא שהחברה חילקה דיבידנד ולאחר מכן כשלה בפירעון החוב. לשאלתו, מדוע לא נכלל מבחן יכולת הפירעון במסגרת תגמול מנהלים ומתן בונוסים, הושב כי ההצעה המובאת לשולחן עוסקת רק במבחן הרווח בחוק החברות לצורך חלוקת דיבידנדים, ואינה נוגעת כלל לנושא של מבחן יכולת הפירעון. בנוסף, בכל הנוגע לתגמול מנהלים נעשו בשנים האחרונות תיקוני חקיקה משמעותיים, במיוחד תיקון 20, אשר מחייבים תאגיד לגבש מדיניות תגמול, וככלל הנושא של בחינת יכולת הפירעון בעת מתן תגמול הוא ענין שנכנס למדיניות התגמול המגובשת על ידי התאגיד. עוד צוין בהקשר זה כי נעשית בתקופה האחרונה על ידי מחלקת תאגידי בדיקה של מבחן יכולת הפירעון במסגרת תאגידי שנבחרו, ובסיומה יפורסמו ממצאי הבדיקה. בנוסף יש גם הליכים משפטיים כנגד תאגידי שחילקו דיבידנדים ונטען כלפיהם שלא קיימו את מבחן יכולת הפירעון.

לשאלת אחד מחברי המליאה, האם הנייר פורסם להערות ציבור, הוסבר כי הנייר לא פורסם להערות ציבור ואולם, כאמור, כחלק מהעבודה קיים סגל הרשות דיונים עם משרד המשפטים ועם גורמים שונים בשוק. כן הוסבר כי היות והנושא מוסדר במסגרת חוק החברות, הליך הערות הציבור ייעשה כחלק מתיקון חוק החברות שיזום משרד המשפטים. לכן, בשלב זה מתבקש אישור המליאה לפרסם את הנייר לידיעת הציבור (אך לא להערותיו).

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לאשר את העברת הנייר למשרד המשפטים ולפרסמו לידיעת הציבור.**

#### 5. עדכונים באופני הצעת ניירות ערך לציבור - לאחר קבלת הערות הציבור.

##### רקע:

בחודש דצמבר 2013 הובאו בפני המליאה הצעות לעדכונים במנגנוני הצעת ניירות הערך לציבור, במטרה לפתח ולשכלל את שוק ההון המקומי ולהעמיד בפני חברות וחתמים מגוון רחב של כלים ומנגנונים להצעת ניירות ערך. לאחר אישור המליאה פורסמו ההצעות כאמור להערות הציבור. מובא בפני המליאה נוסח עדכני להצעות כאמור, לאחר קבלת הערות הציבור בעניין ודיון הסגל בקשר עם ההערות כאמור. העדכונים העיקריים המוצעים הינם – (1) עדכונים במנגנון ההצעה הלא אחידה- לא התקבלו הערות ציבור. מוצע לעדכן את מגבלת ניגוד העניינים של חתם שהינו נושא של החברה המנפיקה; (2) עדכון מנגנון ההתחייבויות המוקדמות – הותרת ההצעה על כנה, לפיה מבנה המכרז המוסדי הקיים יותר על כנו, למעט מניעת השתתפות של יחיד המוגדר כ"לקוח כשיר" המופיע כיום ברשימת הזכאים להשתתף במכרז המוסדי. בעקבות הערות הציבור מוצע לאפשר השתתפות במכרז המוסדי גם למנהל תיקים הרוכש בעבור לקוחותיו ובלבד ששיקול הדעת בדבר ההשתתפות הינו של מנהל התיקים בלבד; (3) קביעת מנגנון הצעה אחידה נוסף; (4) עדכון מועדי התקופה להגשת הזמנות; (5) ביטול חובת חתימת חתם על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור מקום בו הטיוטה הינה לצורך ביצוע הצעה ראשונה של ניירות ערך לציבור על ידי החברה המנפיקה- בנושאים אלו לא התקבלו הערות ציבור. בנוסף, הוצע עדכון של מנגנון ההודעה

המשלימה, כמפורט בנייר לדיון שהוצג בפני המליאה.

#### **דיון:**

אחת מחברות המליאה ציינה כי מניעת האפשרות של יחיד המוגדר כ"לקוח כשיר" מלהשתתף במכרז המוסדי נכונה גם מן הטעם שעל מנת לתמרץ את הגופים המוסדיים להשקיע תשומות בביצוע אנליזות ביחס לכדאיות ההשתתפות במכרז, מן הראוי להבטיח להם אלוקציה מסוימת בגיוס.

בקשר עם התרת השתתפות במכרז המוסדי גם למנהל תיקים הרוכש בעבור לקוחותיו, בהתאם להערת חבר מליאה צוין כי אכן מנהל תיקים הוא מנהל כספם של אחרים, ומשכך ניתן להתייחס אליו לעניין השתתפות במכרז המוסדי באופן דומה לגופים אחרים המנהלים כספם של אחרים כגון קרנות נאמנות או קופות גמל. עם זאת, צוין כי קיים הבדל בין הגופים השונים וכאשר מדובר על מנהל תיקים, יש הסתברות גבוהה יותר לקיומו של קשר בלתי אמצעי בין הלקוח למנהל התיקים ועולה החשש כי הלקוח הוא שורה על ההשתתפות במכרז. במקרים אלו, השתתפות הגופים המוסדיים במוסד המכרזי מאבדת מהערך שלה כ"איתות" לשוק בדבר כדאיות ההשקעה. על מנת להתמודד עם חשש זה, מוצע לקבוע כי השתתפות מנהל תיקים הרוכש בעבור לקוחותיו במכרז המוסדי מותרת, ובלבד ששיקול הדעת בדבר ההשתתפות הינו של מנהל התיקים בלבד.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר קידומן של ההצעות לתיקון החוק והתקנות.**

#### **.6 ATM**

#### **רקע:**

ההצעה המובאת לאישור היא לאימוץ תיקוני חקיקה לעיגון מנגנון – ATM. ATM הוא מנגנון שיאפשר לתאגידים שיבקשו לגייס הון או חוב מהציבור, להציע ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה (קרי באמצעות מתן פקודות מכירה) וזאת בהיקפים ומועדים כפי שיוחלטו על ידי התאגיד בהתאם לשיקול דעתו כפוף למגבלות מסוימות שמוצע לקבוע. ההצעה תיעשה על –פי תשקיף מדף תקף של התאגיד ועל-פי תכנית שתוגדר מראש ותפורסם בדוח הצעת מדף. התאגיד לא יידרש לפרסם דוחות מדף נוספים עובר לביצוע כל מכירה. ההצעה לאמץ את המנגנון בשוק הישראלי מהווה חלק מפעולות הרשות לשכלול שוק ההון והגברת הנזילות בבורסה שכן ה- ATM הוא מנגנון חדש, פשוט ונוח יחסית לגיוס כספים מהציבור, שמספק הקלות לתאגידים מדווחים ביחס למנגנוני הצעה קיימים. המנגנון המוצע מבוסס על מנגנון קיים בארצות הברית ועל הניסיון שנצבר שם לגביו, בשינויים מסוימים שנועדו להתאימו לתנאי השוק המקומי והדין הישראלי.

ההצעה מהווה עדכון של הצעה קודמת שנידונה במליאה ופורסמה להערות ציבור ב-2012. לא התקבלו הערות ציבור אך לאחר שקילה מחודשת של הדברים ודיונים נוספים הוחלט לבצע שינויים מסוימים במנגנון, בעיקר הקלות לתאגידים שיבקשו לעשות בו שימוש, מקום בו נראה שהמגבלות שנקבעו אינן הכרחיות וניתן לבטלן / לצמצמן על מנת לאפשר לתאגידים ניצול מרבי של יתרונות המנגנון מבלי שתיפגע ההגנה הנדרשת למשקיעים.

יתרונותיו המרכזיים של המנגנון הם - הגמישות הגדולה שהוא מאפשר לתאגידים המגייסים, קיצור פרק הזמן שבין מועד החלטה על הגיוס לבין הגיוס בפועל והוזלת עלויות הגיוס (לאור שליטה גבוהה יחסית של התאגיד על היקפי הגיוס ומועדי הגיוס; היעדר דרישה לפרסום דוח מדף

לפני כל מכירה; והיעדר צורך בהליכי שיווק לפני המכירות בבורסה). לצד היתרונות, ובעטיים, נלווים למנגנון חששות לא מעטים, בהם החשש מביצוע מניפולציות במחיר נייר הערך, חשש מפערי מידע בין המוכר לקונה (מאחר שבשונה מהמצב הרגיל בשוק המשני, ב- ATM המוכר הוא התאגיד שיש לו נגישות גבוהה יותר למידע הרלוונטי לתמחור הנייר) וחשש שהמשקיעים בשוק לא ידעו להעריך נכונה את כדאיות ההשקעה בנייר הערך של התאגיד מאחר ולא ידעו להעריך האם ובאיזו מידה מחיר הנייר בנקודת זמן מסוימת מושפע מפעולות שביצע התאגיד במסגרת ה- ATM.

לאור החששות האמורים, ההצעה היא לאימוץ מנגנון ה- ATM בכפוף לתנאים ומגבלות מסוימים המהווים איזון ראוי בין הרצון לאפשר לתאגידים את מירב היתרונות במנגנון לבין הצורך להגן על אינטרס המשקיעים. מגבלות אלו כוללות בין היתר את אלו: ההצעה תהיה על פי תשקיף מדף תקף של התאגיד ועל פי תכנית שתפורסם מראש בדוח הצעת מדף שתכלול את סוגי ניירות הערך שניתן להציע, כמות מירבית של ניירות הערך ותקופת התכנית; סוגי ניירות הערך שהתאגיד יוכל להציע הם רק ניירות הערך שניתן על פי תשקיף המדף ובלבד שהם ניירות ערך הנסחרים בבורסה; יחולו על התאגיד חובות דיווח ביחס ליישומה של תכנית המכירה; וחל איסור על פניה סלקטיבית למשקיעים עובר להצעת ניירות ערך על פי תכנית ATM. לצד עיגון ה- ATM מוצע תיקון חקיקה נוסף שנועד להסדיר פרקטיקה קיימת ובעייתית בשוק שלפיה תאגידים רכשו ניירות ערך שהוצעו על-ידיהם בעבר לציבור ומכרו אותם לאחר מכן בשוק המשני ללא תשקיף. הפרקטיקה הזו התאפשרה לאור הוראה בחוק לפיה הצעה תוך כדי המסחר לא תהווה הצעה לציבור. אלא, שנראה כי המחוקק לא התכוון להחיל את ההוראה הזאת גם על התאגידים או תאגידים בשליטתם שכן דה פקטו המשמעות של הפעולה היא גיוס כספים חדשים ללא תשקיף. לכן מוצע לתקן את ההוראה בחוק ולקבוע שלא תחול על תאגידים או תאגידים בשליטתם, למעט חריג מסוים, כך שהצעת ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה, בין אם שניירות אלה "חדשים" ובין אם "ישנים" שנרכשו בעבר על ידי התאגיד, תיעשה בכל מקרה במסגרת ה- ATM ובכפוף לתנאים והמגבלות שנקבעו לכך.

#### **דיון:**

לשאלת חברי המליאה הובהר כי מנגנון ה- ATM יהווה כלי למכירת ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה אך אינו מסדיר רכישה של ניירות ערך בבורסה על-ידי התאגיד. אחת מחברי המליאה שאלה האם לא כדאי לקבוע מנגנון "טייס אוטומטי" לביצוע המכירות במסגרת ATM (כלומר, שהמכירות יתבצעו בהתאם לתכנית שנקבעה מראש והופקדה בידי צד שלישי לצורך ביצועה), וזאת לאור החשש מפני ניצול הזדמנויות בשוק על-ידי התאגיד על בסיס מידע הקיים אצלו אך אינו זמין ליתר המשקיעים. הוסבר לחברי המליאה, כי ה- ATM במהותו, נועד לספק גמישות לתאגידים על מנת שיוכלו לנצל את תנאי השוק בהתאם לצרכי ההון שלהם, ובלבד שמדובר בניצול לגיטימי שאינו מבוסס על מידע שלא קיים בידי המשקיעים בזמן המכירה. לכן, קביעת מנגנון אוטומטי למכירת ניירות הערך יסכל מטרה זו. בנוסף, המנגנון מוסדר באופן שכל מכירה של ניירות ערך במסגרתו, נעשית על-פי תשקיף עדכני, במסגרתו התאגיד מחויב לפרסם את כל האינפורמציה הרלוונטית למשקיעים וזאת עובר למכירת ניירות הערך בבורסה. כמו כן הובהר, לשאלת חברי המליאה, כי כל מכירת ניירות ערך בבורסה תיחשב להצעה על-פי תשקיף המדף, ולכן כל הוראות הדין והנחיות הרשות בעניין הורדה מהמדף תחולנה על מכירה

כאמור, לרבות המגבלות בעניין מכירה סמוך לאחר פרסום דוחות כספיים ומגבלות על עיכוב דיווחים.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את תיקוני החקיקה המוצעים לעיגון מנגנון ATM.**

## 7. תקנות קרנות חוץ - הערות ציבור.

### רקע:

בחודש יוני הובא לפתחה של המליאה נוסח התקנות אשר מסדיר את אופן הצעת יחידות או מניות של קרן חוץ וזאת על מנת לפרסמו להערות ציבור. סגל הרשות קיבל הערות הן מגופים זרים המתעניינים בהצעת יחידות הקרנות שבניהולם בארץ והן מהגופים המקומיים הכוללים בין היתר את הערותיהם של איגוד מנהלי הקרנות, איגוד מנהלי תעודות הסל והמפקח על הבנקים. כעת מתבקש אישור המליאה להמליץ בפני שר האוצר לאשר את הנוסח המוצע של תיקון תקנות קרנות חוץ ולהעבירו לאישור ועדת הכספים של הכנסת וכן לפרסם את נוסח התקנות המעודכן באתר הרשות יחד עם הערות הציבור שנתקבלו.

נוסח התקנות המצורף כולל תיקונים שבוצעו לאור הערות הציבור שסגל הרשות מצא לנכון לקבלן. הערות הציבור שהתקבלו מהגופים הזרים התמקדו בעיקרן בסוגיות הקשורות לדרישת הפקדת הפיקדון בבנק בישראל והערבות הבנקאית. הגופים הזרים העירו כי דרישות הערבות והפיקדון אינן מקובלות במדינות בהן מופצות הקרנות שלהם, הן מכבידות מאד ולדידם אף אינן מוצדקות, יוצרות הפליה לעומת משקיעים אחרים ביחידות הקרן שלא עומדת לרשותם כרית בטחון, וכי בסופו של דבר יגולגלו עלויות העמדת בטוחות אלו על המשקיעים.

הערות הציבור שהתקבלו מהגופים המקומיים התמקדו בעיקר בתחרות הבלתי הוגנת שתהיה לטענתם בין הקרנות הזרות לישראליות, הן ביחס לכללי ההשקעה המותרים בקרנות הזרות ואסורים בקרנות הישראליות, הן ביחס לשוני ברגולציה בין סוגי קרנות אלו והן ביחס לעלויות הכרוכות בניחול הקרנות (עמלות, מיסוי ואגרות).

עיקרי השינויים בתקנות המוצעות בעקבות הערות הציבור -

1. העלאת השווי המזערי של נכסי קרן החוץ אשר ניתן יהיה להציע את יחידותיה בישראל מ- 20 מיליון דולר ארה"ב ל- 50 מיליון דולר ארה"ב וכן הוספת דרישה כי קרן כאמור לא תהיה קרן חדשה אלא בעלת וותק של חצי שנה לפחות.
2. הערבות הבנקאית ניתנת להמרה בפיקדון בנקאי בסך של מיליון ש"ח. נוספה אפשרות להמיר את הערבות הבנקאית גם בפיקדון ניירות ערך (בדומה לאפשרות המוצעת לגבי חשבון מגבה למנהלי קרנות, במסגרת תיקון 21 לחוק).
3. הפחתת סכום הפיקדון שנדרש (נוסח התקנות הקודם קבע סכום התחלתי של 3 מיליון ₪) וקביעת ספים בהתאם לשווי היחידות המוחזקות על ידי המפיצים בישראל, כאשר סכום הפיקדון הנמוך ביותר יעמוד על 250,000 ₪ ;
4. התווספה דרישה ממנהל הקרן הזרה להצהיר במסגרת הנספח לתשקיף כי זכויות בעל יחידה או מניה של קרן החוץ, לפי העניין, שנרכשה בישראל, הנובעות מהחזקתה, זהות לזכויותיו של כל בעל יחידה או מניה בקרן החוץ. דרישה זו נועדה להבטיח כי מצבו של המשקיע הישראלי יהיה זהה, ככל הניתן, למצבם של המשקיעים הזרים, וזאת מתוך ההנחה שהמפקח במדינת

המוצא דואג לשמירת עניינם של המשקיעים באותה קרן.

5. שינוי תנאי הסף למינוי נציג של מנהל קרן חוץ ככל ואלו מתייחסים למשרד עורכי דין ו/או רואי חשבון: על משרד כאמור להעסיק לפחות שלושה עורכי דין (נוסח התקנות הקודם התייחס רק לשני עורכי דין ו/או רואי חשבון) כאשר לפחות אחד מהם יהיה בעל וותק של חמש שנים לפחות בעיסוק בתחום שוק ההון.

**דיון והחלטה : לא היו הערות לחברי המליאה. הוחלט פה אחד לאשר את פרסום נוסח התקנות המעודכן באתר הרשות יחד עם הערות הציבור וכן להמליץ בפני שר האוצר לאשר את הנוסח המוצע של תיקון תקנות קרנות חוץ ולהעבירו לאישור ועדת הכספים של הכנסת.**