



## 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 משיבת רשות מספר 2-2014

שהתקיימה ביום א' 16/2/2014 בשעה 16:00 במשרדי הרשות בירושלים

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

<b>עובדי רשות:</b>	יהודה אלגריסי, מוטי ימין, יפעת פלקון-שניידר, אלי דניאל, אורלי קורן, איציק שורקי, אילן ציוני, אמיר הלמר, מאיר לוי, דודו לביא, דורית גילת, שרה קנדלר, אילנה מודעי, רון עמיחי, חנוך הגר, מרב אורן, עזר צפריה, עודד שפירר, אמיר וסרמן, אורנית קרביץ, ליאור צוברי, לירון כהן-דניאל, חוה בינשטוק, שי זבדי, סיון חן.
--------------------	---

### על סדר היום

1. פרוייקט שיפור הדוחות - נוסחי חקיקה לקראת הערות ציבור:
  - א. דוח הנהלה.
  - ב. פרק מימון ונזילות וצמצום מידע סולו.
  - ג. פרק ברנע.
  - ד. תקנות הדוחות.
  - ה. בקשה לצירוף הערכות שווי.
2. תקנות גילוי ייעודי לחברות מדעי החיים.
3. חקיקת המו"פ (בהמשך להמלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות בתחום המו"פ).
4. תיקון בנושא חוק איסור הטרמה.

## הדין

### 1. פרויקט שיפור הדוחות - נוסחי חקיקה לקראת הערות ציבור:

- א. דוח הנהלה.
- ב. פרק מימון ונזילות וצמצום מידע סולו.
- ג. פרק ברנע.
- ד. תקנות הדוחות.
- ה. בקשה לצירוף הערכות שווי.

#### **רקע**

במסגרת פרויקט שיפור הדוחות וההצעה לשפר את איכות הדיווח בדוח התקופתי, ביצע הסגל בחינה מחודשת של מכלול הגילוי שנדרש כיום בדוח התקופתי ובכלל זה לגבי דרישות הגילוי המוסדרות בדוח הדירקטוריון, בפרק תיאור עסקי התאגיד, בסעיף המימון, לגבי מידע כספי נפרד והוראות בתחום הממשל התאגידי.

בחודש ספטמבר 2012 פורסמה מפת הדרכים של הרשות בה הוצג מתווה לפעילותה של הרשות בשנים הקרובות. המתווה נועד לתרום להתפתחות שוק ההון ולהגנה על ציבור המשקיעים וכלל שלושה יסודות: רגולציה; דה – רגולציה (הקלות לגופים המפוקחים) וכלים רגולטוריים לפיתוח שוק ההון. בהמשך למפת הדרכים קידמה הרשות הצעות חקיקה להקלות ולפיתוח שוק ההון.

לצד פעילות זו, פרסמה הרשות להערות הציבור מספר הצעות לשינוי ועדכון מבנה הדוח התקופתי. עיקרן של ההצעות נגע להתאמת הפרקים השונים והגילוי הנדרש בהם, לשינויים שחלו בדרישות הגילוי לאורך השנים וזאת, לשם גיבוש סט דוחות המציג למשקיע מידע ממוקד לצורך קבלת החלטות השקעה. במסגרת זו, פרסמה הרשות הצעות לפרק דוח ההנהלה, פרק המימון ופרק הסיכונים. בנוסף, מתוך כוונה עתידית לגבש פרק ממשל תאגידי בו ירוכזו הוראות הגילוי הנוגעות לתחום, פרסמה הרשות הנחיה מכוח סעיף 36א לחוק ניירות ערך, המחייבת תאגידי מדווחים לצרף לדוח התקופתי שאלון ממשל תאגידי המרכז חלק ניכר מהמידע הנדרש בנושא זה.

לצד פרסומים אלו, פרסמה הרשות את החלטה 105-25, שעניינה קיצור הדוחות. ההחלטה האמורה, נועדה להביא לשיפור הדוחות באמצעות השמטת דרישות הנוגעות למידע שאינו מהותי, מניעת כפילויות במידע המדווח והבהרת מידע שאינו נהיר.

בהמשך למגמה כללית זו של שיפור איכות הדיווח לציבור תוך ויתור על דרישות גילוי שונות מקום שמהותיותן מוטלת בספק, הוחלט על קידום פרויקט המשך שיעסוק בהיבטי הדוח התקופתי. בחינה זו כללה עיון מחדש בהצעות לפרקים ייעודיים שפורסמו בעבר וכן בחינה של דרישות הגילוי הקיימות העוסקות בנושאים שאינם נכללים בפרקים הייעודיים. בנוסף, נבחנו ההוראות הכוללות דרישות גילוי כפולות או חופפות בחלקן וכן דרישות גילוי שהביאו להכללת עודף מידע שאינו מהותי, במטרה לתקן.

הצעות לתיקון החקיקה כוללת תיקונים בחמישה נושאים עיקריים: דוח ההנהלה; תיאור עסקי התאגיד; פרק המימון; ממשל תאגידי ותיקונים נוספים.

מבנה הדוח התקופתי המוצע כולל ארבעה פרקים עיקריים:

פרק ראשון: דיון וניתוח של ההנהלה;

פרק שני: תיאור עסקי התאגיד;

פרק שלישי: מידע כספי - בפרק זה יכללו נושאים אלה: דוחות כספיים; דוח פרופורמה; תמצית דוחות על הרווח הכולל הרבעוניים; ניתוח סיכוני שוק; דוחות חברה נערבת; דוחות חברה כלולה; הערכות שווי; דוח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית (ISOX). פרק רביעי: ממשל תאגידי - בפרק זה יכללו נושאים אלה: גילוי אודות הדירקטורים ונושאי המשרה הבכירה בתאגיד והשליטה בתאגיד; גילוי לגבי תגמולי נושאי משרה בכירה; גילוי אודות אישור עסקאות; מתן תרומות, פרטים בדבר המבקר של התאגיד, החלטות החברה והליכים משפטיים נגד נושאי משרה ובעלי עניין; שאלון ממשל תאגידי. נוסח התיקון המוצע כעת יפורסם להערות ציבור, וזאת לאחר שנוסח כללי יותר, ברמת העקרונות וההוראות, פורסם זה מכבר להערות ציבור.

### דיון

אחת מחברות המליאה שאלה בכמה אחוזים מוערך כי השינויים המוצעים יקצרו את הדוחות הכספיים. סגל הרשות השיב כי קשה להעריך, אך ההנחה היא כי יהיה מדובר בקיצור משמעותי. כאשר, מבדיקה שבוצעה בדוחות שנת 2012, ביחס לפרק תיאור עסקי התאגיד ודוח ההנהלה, נמצא כי הדוחות קוצרו בשיעור של כ-15 אחוזים. כמו כן, הודגש כי הפרויקט המוצג לעיל ושיוצג להלן נועד לשפר את איכות הדוחות - ובכלל זה לשפר את נוחות הקריאה, לרכז דברים דומים ולהסיר כפילויות - ולא רק לקצרם. סגל הרשות סבור כי בכך תתאפשר קריאה קוהרנטית ונכונה יותר של הדוחות.

### דוח ההנהלה

#### רקע

דוח ההנהלה עתיד להחליף את דוח הדירקטוריון. ראשיתו של הפרויקט כבר בשנת 2009 וזאת על רקע הבעיות המובנות שנמצאו בדוח ההנהלה, שנחלקו לשני סוגים: האחת, בעיה ביישום דרישות הגילוי - ניתוח טכני, בלתי מספק או לא בהיר להתפתחות עסקי התאגיד; כפילויות וחזרה מילולית על נתונים מפרקים אחרים; חוסר בהתמקדות בהסברים על דרך של דיון וניתוח, מנקודת מבט ההנהלה; העדר שימוש מספק בכלים גרפיים. השנייה, בעיות מובנות בדרישות הגילוי - בעיה שנוצרה כתוצאה מהוספת גילויים שאינם קשורים לסקירה העסקית ולתכלית דוח ההנהלה.

המטרה של הרביזיה המוצעת הינה להפוך את דוח ההנהלה לדוח עסקי שמנתח בצורה איכותית, מנקודת מבט ההנהלה, את ביצועי התאגיד בעבר תוך מתן זווית לאסטרטגיה, היעדים והביצועים הצפויים בעתיד.

הבנייה של דוח ההנהלה נעשתה תוך לקיחה בחשבון של מודלים מקובלים בעולם בדגש על המודל האמריקאי (MD&A), הבריטי (Management Report) והמודל שהציע ה-IASB (Management Commentary).

## הדוח יהיה בנוי מהרכיבים הבאים:

### **(1) סקירה עסקית של ההנהלה**

- דיון וניתוח מאוזן של מצב עסקי התאגיד, תוצאות הפעילות, תזרימי מזומנים, מגמות והתפתחויות בסביבה הכלכלית;
- דיון וניתוח ביצועי מגזרי הפעילות, קבוצות המוצרים ואזורי הפעילות הגיאוגרפיים המהותיים לתאגיד;
- דיון וניתוח מצב הנזילות ויכולת הפרעון;
- דיון וניתוח מדדים ביצועיים וענפיים מקובלים.

### **(2) יעדים ואסטרטגיה עסקית**

- תיאור אסטרטגיית התאגיד, יעדיו העסקיים (טווח בינוני-ארוך);
- צפי להתפתחות בשנה הקרובה (טווח קצר).

### **(3) מידע תחזיתי נוסף**

- הכללת מידע תחזיתי לרבות תחזיות רווח וביצועים פיננסיים עתידיים (תחזית הכנסות, רווחיות גולמית, EBITDA, ARPU וכיוצא בזה);
- מודל גילוי על בסיס מדיניות;
- מודל גילוי וולונטרי ללא צורך בבקרה חיצונית של רואה חשבון.

### **(4) התממשות מידע צופה פני עתיד שדווח בעבר**

- ניתוח אופן התממשות מידע צופה פני עתיד שדווח בעבר בדוח ההנהלה;
- הסברי ההנהלה לסטיות חריגות.

## **דיון**

אחת מחברות המליאה שאלה אילו גורמים נכללים תחת ההגדרה "הנהלת החברה" וכן, לאור הרחבת ההגדרה, מהו היקף האחריות שניתן להטיל על כלל הגורמים הנכנסים תחת ההגדרה המורחבת? הוסבר כי דוח הנהלה אמור לייצג הן את דירקטוריון התאגיד והן את אנשי ההנהלה הבכירה וכולם יחדיו אמונים על עריכת וכתבת דוח ההנהלה. בהתאם, הגדרת ההנהלה כוללת את חברי הדירקטוריון ואת אנשי המפתח הניהוליים. לעניין שאלת האחריות, הוסבר כי התיקון המוצע לא עוסק בשאלת האחריות וכי הרחבת ההגדרה וכן הרחבת זהות החותמים על הדוח (המנכ"ל, היו"ר וה- CODM) אינה גורעת או מוסיפה לאחריות הדירקטורים ומנכ"ל החברה הקבועה בחוק ני"ע. הוסבר כי ככלל, האחריות לדיווחים בראש ובראשונה מוטלת על החברה. בנוסף לכך, יכולה להיות מוטלת אחריות גם על דירקטוריון ומנכ"ל החברה. הרציונאל הינו בכך שהדירקטוריון אמון על אישור הדוחות. עם זאת, ככל שאדם אחראי להכללת פרט מטעה בדיווחי החברה, עשויה לקום לו אחריות, וזאת ללא קשר לתפקידו הספציפי בחברה. לשאלה האם אין חשש כי הרחבת מעגל החותמים והמעורבים בדוח ההנהלה תפחית את תחושת האחריות המוטלת על הדירקטוריון בקשר עם אישור הדוחות, צוין כי סגל הרשות סבור כי הדירקטוריון ימשיך לחוש באותה מידת אחריות כלפי הדוח שכן הוא חתום על אישורו.

בנוסף, בהמשך להסבר בעניין ניתוח הנזילות ויכולת הפירעון, נערך דיון בשאלה האם ההוראות החדשות יובילו לכך שחברות יכללו נתונים עתידיים לגבי הביצועים הצפויים. סגל הרשות הסביר כי לשיטתו התשובה היא חיובית. מידע צופה פני עתיד הוא מידע שימושי ביותר עבור אנליסטים ומשקיעים. בעולם, יש חברות שנוהגות לפרסם נתונים עתידיים וזה חלק מנורמות ההתנהגות בשוק כאשר חברה שרוצה סקירה אנליטית מסודרת חייבת לספק את המידע. בישראל, חלק קטן מהחברות מספק את המידע ובכוונת הרשות לעודד מתן של המידע, אם כי חשוב שהמידע יינתן בצורה מבוקרת ואחראית.

אחד האמצעים לעידוד מתן מידע צופה פני עתיד הוא בכך שההנהלה תידרש לתת הסבר רק בדבר סטיות "חריגות" מהמידע הצופה פני עתיד. בכך, החברה תזרים את המידע צופה פני עתיד בחופשיות יחסית ולא תחשוש מתביעות פוטנציאליות או מכך שתידרש לתת הסבר על כל סטייה קטנה.

### **פרק תיאור עסקי התאגיד**

#### **רקע**

פרק תיאור עסקי התאגיד הפותח את הדוח התקופתי מיועד לספק מידע מהותי בעניין עסקי התאגיד. ככלל, מדובר במידע שאינו נכלל בדוחות הכספיים. פרק זה הוא פרי עבודתה של הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו ("וועדת ברנע") שפרסמה דוח המפרט את תוכן המידע הנדרש להיכלל במסגרת פרק זה. מעת שפרסמה הוועדה את המלצותיה עברו דרישות הגילוי הקבועות במסגרת פרק זה שינויים מעטים בלבד. במקביל, חלו שינויים מהותיים בדרישות הגילוי החשבונאיות (אשר חלקן חופפות דרישות גילוי הקיימות בפרק תיאור עסקי התאגיד) ובנוסף, סגל הרשות צבר ידע וניסיון רב המאפשרים לו להעריך את הגילוי הניתן בפועל מכוח דרישות הגילוי בפרק זה. בנוסף, קביעת המבנה החדש של הדוח התקופתי על שלל תכניו מעורר אף הוא צורך לקביעת התאמות רבות לדרישות הגילוי בפרק זה.

**ניתן לחלק את התיקונים המוצעים בפרק זה לארבעה סוגים עיקריים:**

- א. התאמה ליתר חלקי הדוח - במקביל להצעת תיקון זו מוצעים פרקים חדשים לדוח התקופתי (כגון פרק המימון) וכן החלפה של פרקים קיימים (כגון פרק דיון וניתוח של ההנהלה המחליף את דוח הדירקטוריון). פרקים אלו כוללים, בין היתר, התייחסות לנושאים שכיום נדונים בפרק תיאור עסקי התאגיד (לדוגמא – בפרק המימון ישנו גילוי בנושאים הבאים: דיבידנדים, הון חוזר והנפקות; בפרק דיון וניתוח של ההנהלה נדרש ניתוח של ההתפתחות בתוצאות תחומי הפעילות של החברה ותיאור אסטרטגיית החברה וצפי להתפתחות בשנה הקרובה) ומן ההכרח לבצע התאמות למניעת כפל מידע ולמניעת פיצול התייחסות לנושא אחד על פני מספר פרקים של הדוח.
- ב. ביטול כפילויות - תיקונים שמטרתם השמטת כפילויות וריכוז כל הגילוי בנושא אחד במקום אחד (כגון הגילוי לגבי תגמולי נושאי משרה, הגילוי לגבי מיסוי, הגילוי לגבי אזורים גיאוגרפיים ומידע לגבי הוצאות מו"פ).
- ג. גילוי מידע בלתי מהותי – לדעת סגל הרשות, חלק מדרישות הגילוי בפרק תיאור

עסקי התאגיד (כגון גילוי לגבי מאפייני התקשרות עם לקוחות וספקים ודרכי שיווק והפצה) הינן כאלה אשר ביחס לחלק מהתאגידים נוגעות למידע שאינו מהותי למשקיעים. לאור זאת מוצע לבטל דרישות גילוי מסוג זה תוך קביעת כלל לפיו ביחס לתאגידים אשר לגביהם מדובר במידע מהותי, הגילוי יידרש מכוח תקנות כלליות יותר (כגון הגילוי בנושא סיכונים או בנושא הסכמים מהותיים).

מידע המתעדכן באופן שוטף ומידע הניתן להשגה בדרכים אחרות – ההתפתחות הטכנולוגית בשנים האחרונות והשיפור המשמעותי בנגישות משקיעים למידע כלכלי, מצדיקים צמצום דרישות גילוי הנוגעות למידע כללי שאינו ספציפי לתאגיד או מידע המתעדכן באופן שוטף.

#### רכיב המימון והנזילות ודוח סולו (כחלק מפרק תיאור עסקי התאגיד)

בשל הפיזור של ההוראות השונות הקשורות בנזילות ומימון וכדי לשפר את איכות הקריאה והניתוח של המשקיעים בהיבטים אלה סגל הרשות גיבש פרק נפרד ומקיף העוסק בהיבטי הנזילות והמימון של התאגיד. בחודש יוני 2011, פורסמה להערות הציבור, הצעה למתווה חקיקה בעניין פרק מימון ונזילות, באופן שבמסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד יכלול תת פרק נפרד אשר ירכז את כלל היבטי הגילוי הקשורים למימון פעילות התאגיד ולנזילותו, וזאת מתוך כוונה לבטל כפילויות ולקדם אחידות ובהירות. בנוסף, בחודש אוקטובר 2011 פרסם סגל הרשות עמדת סגל מספר 15-104 בדבר "אירוע אשראי בר דיווח". לאחר שהסגל דן בהערות הציבור וכחלק מהבחינה שביצע הסגל לאחרונה לשם הסדרת כללי הגילוי הוא המליץ כי פרק זה יכלול את הרכיבים הבאים:

(1) מידע בדבר מצב המימון הנוכחי - רכיב זה כולל דרישות גילוי המתייחסות למצבת החובות העכשווית, תנאי הלוואות, מסגרות אשראי, רכישה עצמית של ני"ע, חלוקת דיבידנדים ומגבלות על חלוקה, מגבלות החלות על קבלת אשראי חדש ועוד.

(2) מידע בדבר נזילות התאגיד ויכולת פירעון - רכיב זה כולל את דרישות הגילוי שמספקות מידע באשר ליכולת התאגיד לפרוע את חובותיו ולהתמודד עם מצבי נזילות. כך לדוגמא, תאגיד יידרש לכלול מצבת התחייבויות לפי מועדי פירעון, גילוי על הון חוזר ומדיניות התאגיד בניהולו, מידע כספי נפרד (כמפורט בהמשך), גילוי בדבר אופן שירות החוב של התאגיד בעתיד הנראה לעין וגילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי (תוך הוספת סימן אזהרה שישי בדמות אי עמידה בהתניה פיננסית המקימה עילה להעמדת התחייבות לפרעון מיידי).

(3) אסטרטגיה מימונית - תיאור האסטרטגיה המימונית של התאגיד ובכלל זה האסטרטגיה מבחינת מבנה חוב/הון, שיעורי מינוף, אופן ניהול המשאבים והדרכים להגשמת האסטרטגיה.

בד בבד, אף נעשתה בחינה מחודשת בנושא המידע הכספי הנפרד ("דוח סולו") שעל תאגיד מדווח לכלול במסגרת דוחותיו העיתיים.

בחודש יוני 2011 פרסם סגל הרשות מסמך לדיון בנושא דוח סולו. במסגרת המסמך נכללה המלצה לביטול דוח הסולו בהתאם להוראות תקנות ג9 ו-38ד לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 והחלפתן בדרישה להכללת דוח סולו, ערוך לפי כללי IAS 27, אחת לשנה, במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים הנכללים בדוח התקופתי. לאחר פרסום הנייר להערות הציבור, התקיימו דיונים רבים עם גורמים שונים בשוק ההון, ובכללם

נציגים של תאגידים מדווחים, אנליסטים, רואי חשבון, בנקים, רגולטורים וגורמים נוספים. על רקע דיונים אלו, ערך בעת האחרונה סגל הרשות בחינה מחודשת של נושא דוח הסולו ובחודש ספטמבר 2013 פרסם סגל הרשות הצעה מעודכנת בעניין מידע כספי נפרד במסגרתה הוצע לבטל את תקנות ג 9 ו- 38, והחלפתן בגילוי בדבר ההון החוזר סולו ערוך לפי כללי ה-IFRS ותיאור מפורט של מערכת היחסים בין התאגיד לבין התאגידים המוחזקים על ידו. סגל הרשות קיבל הערות ציבור רבות, ממגוון רחב של מגיבים בנוגע למתווה שהוצע, אשר הציגו עמדות שונות מבלי שנשקפה מהן עמדה מוסכמת כלשהי או דעה מובילה. לאחר בחינה נוספת שערך הסגל תוך הבאה בחשבון של הערות הציבור המגוונות, החליט הסגל להמליץ לצמצם את דוח הסולו הנוכחי תוך הוספת דרישות כמובא להלן:

א. הכללת דרישה למתן מידע כספי נפרד אודות המצב הכספי הנפרד של התאגיד המדווח (מאזן) ותזרימי המזומנים הנפרדים שלו שיערכו בהתאם לכללי ה-IFRS ביחס לדוח נפרד, עם ההתאמות המפורטות בנייר זה בהרחבה. דרישה זו תחול על כלל התאגידים המדווחים.

ב. הכללת דרישת גילוי בדבר ההכנסות שנבעו לתאגיד המדווח מתאגידים מוחזקים שלו בגין דיבידנד, דמי ניהול, ריבית והחזרי הלוואות, בפילוח לפי תאגידים מוחזקים. דרישה זו תחול על כלל התאגידים המדווחים.

ג. דרישת גילוי בדבר מערכת הקשרים והעסקאות המהותיים בין התאגיד המדווח לבין התאגידים המוחזקים על ידו. דרישה זו תחול על כלל התאגידים המדווחים. תאגיד מדווח שכלל את המידע הנדרש במסגרת דוחותיו הכספיים, יוכל להפנות אליהם.

ד. ביטול הדרישה כי המידע הכספי הנפרד ילווה בחוות דעת רואה החשבון המבקר.

ה. המידע הכספי הנפרד יפורסם על ידי התאגיד מדי רבעון.

ו. ניתן יהיה להציג את המידע הכספי הנפרד על בסיס "סולו מורחב".

## דיון

נערך דיון בשאלה, מדוע לא להחיל את חובת הגילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי על כל התאגידים המדווחים שהנפיקו תעודות התחייבות במחזור ללא קשר לשאלה האם מתקיימים לגבי התאגיד סימני אזהרה והאם יש עלות בחשיפת המידע לציבור המשקיעים, הובהר כי הנושא נבחן בשעתו בהצעה לעיגון הנחיית תזרים מזומנים חזוי כתקנות. ואולם, בסופו של דבר באיזון בין העלות הקיימת בחשיפת המידע עבור התאגיד (בשל החשש מפגיעה מול רוכשים פוטנציאלים, מול מתחרים, ספקים ופגיעה במימוש התכניות העסקיות) למול התועלת הקיימת במידע ביחס לחברות שאין לגביהן סימני אזהרה, ולאור הרצון לייצר איזון בין גילוי לבין חשיפת מידע, הוחלט לבקש גילוי זה רק מחברות שמתקיימים לגביהן סימני אזהרה. בנוסף, דרישת המידע מכל תאגיד עלולה לטשטש את ההבחנה בין תאגיד שיש לו סימני אזהרה אובייקטיביים לבין תאגיד שאין לו סימנים שליליים. עוד הובהר, כי בשל החשיבות שכל תאגיד יכול לתת של מצבו הפיננסי כפונקציה של רמת הסיכון, הוספה דרישת גילוי כללית החלה על כלל החברות בדבר אופן שירות החוב בעתיד הנראה לעין וכן פירוט תכניות התאגיד להתמודדות עם מצבים בהם

זוהתה בעיית נזילות. במהלך הדיון הוסבר הפער בין הציפיה כי דירקטוריון אחראי יבחן את יכולת הפירעון של חובות החברה ובין הדרישה כי ימסור גילוי ספציפי לגבי תכניותיו בנדון. דרישת גילוי כאמור היא דרישת מידע צופה פני עתיד שאינה מקובלת בעולם. נערך דיון בשאלה מדוע בהצעה המעודכנת הוסרה הדרישה מכלל התאגידים לכלול הצהרה כי אין חשש סביר שהתאגיד לא יעמוד בהתחייבויותיו בשנתיים הקרובות. אחת מחברות המליאה ציינה כי הרבה פעמים יש להצהרה פורמאלית משמעות אופרטיבית, ויתכן ולא היה מקום להסיר דרישה זו. הובהר כי ההחלטה לבטל את דרישת הגילוי קשורה לכך כי לגישת סגל הרשות יש חשיבות בגילוי המידע על פיו הגיעה ההנהלה למסקנה כי אין חשש סביר שהתאגיד לא יעמוד בהתחייבויותיו בשנתיים הקרובות, ולא בעצם ההצהרה עצמה. זאת הסיבה שהורחבו דרישות הגילוי על יכולת התאגיד לשרת את התחייבויותיו ולייצר את המקורות הנדרשים לפרעון. כמו כן, ההנחה היא שאם תאגיד לא מגלה שהוא בבעיה פיננסית, הרי שהמצב הפיננסי איתן. אחרת יש לצפות שייכלל גילוי המתייחס לבעיה אפשרית בפרעון חובות.

הוסברו ההתלבטויות שהיו בקשר עם ההצעה לבטל את דוח הסולו והערות הציבור שניתנו בהקשר זה. כן ניתן הסבר לגבי ההצעה הנוכחית בקשר עם דוח סולו. בנוסף, נערך דיון בשאלה שהופנתה לציבור בקשר להיקף חובת הגילוי בדבר אמות מידה פיננסיות וחישובן מידי רבעון - הובהר כי אין באמור כדי לשנות בשלב זה את עמדת הסגל באשר לחובת מתן גילוי מידי רבעון על אמות מידה פיננסיות החלות על הלוואות שנטל התאגיד וחישובן למועד הדוח וכי לאחר קבלת תגובות הציבור יערך דיון מחודש בנושא.

### פרק ממשל תאגידי

#### **רקע**

לצד מיקום דרישות הגילוי בנושא ממשל תאגידי במקום אחד, מוצע לבצע שינויים והתאמות בדרישות הגילוי הקיימות לגבי היבטי ממשל תאגידי בדוחות התקופתיים וכן לקבוע מספר דרישות נוספות, הכל מתוך מטרה לפשט את הגילוי הנוכחי, בדרך של ביטול כפילויות בדרישות הגילוי, צמצום מידע ושיפור הרלוונטיות שלו לציבור המשקיעים ומעבר מגילוי שכולל אמירות "סטנדרטיות" לגילוי איכותי ותורם יותר למשקיע, לרבות בדרך של יישום תכלית הוראות הגילוי במסגרת שאלון ממשל תאגידי.

פרק ממשל תאגידי נפרד, המשלב ומרכז בתוכו הוראות גילוי וכללים ייעודיים, יהווה פלטפורמה נוחה למשתמשי הדוחות לכמת במסגרת מחיר נייר הערך את איכות הממשל התאגידי בתאגיד, ובעקיפין יתמרץ את התאגיד לשפר את איכות הממשל התאגידי.

בנוסף, במרכזו של פרק הממשל התאגידי החדש מצוי שאלון הממשל התאגידי. השאלון נולד לאור הניסיון שנצבר ברשות בדבר אופן יישום הוראות הגילוי הקיימות על דרך של תיאור ומתן הסברים, שאינם תורמים בהכרח מידע מהותי למשקיע. בעקבות זאת פיתח סגל הרשות שאלון שיישומו מעמת את התאגידים במישרין עם סוגיות בסיסיות ומרכזיות בממשל תאגידי תקין, ובעקיפין אף עשוי לתמרץ את התאגידים לשפר את איכות הממשל התאגידי הקיים בהם, ולהביא למנגנוני גילוי, בקרה ופיקוח יעילים בתאגיד.

ביום 12 בספטמבר 2012 פורסמה הנחיית גילוי בעניין (שאלון ממשל תאגידי), ותחילתה



נקבעה לדוחות התקופתיים לשנת 2012. במהלך שנת היישום הראשונה יישמו התאגידים את השאלון, ואפשרו למשקיעים לבחון, הלכה למעשה, את איכות הממשל התאגידי של החברות הציבוריות השונות (לרבות "הצפה" של פגמים בהתנהלות התאגידים), בדרך יעילה, ממוקדת ותמציתית.

לאור הניסיון שנצבר במהלך שנת היישום והערות הציבור שהתקבלו, בוצעו מספר שינויים בנוסח השאלון.

תיקונים עיקריים בפרק זה נוגעים לעניינים הבאים:

1. תגמולים לבעלי עניין ולנושאי משרה בכירה (תקנה 21 לתקנות הדוחות) - במהלך

השנה האחרונה נכנס לתוקף תיקון 20 לחוק החברות שנועד להסדיר את מבנה התגמול לנושאי משרה בכירה. תיקון החוק כולל מספר חידושים ובהם הקמת ועדת תגמול עצמאית וקביעת מדיניות תגמול לכל חברה, שתתייחס לשיקולים ואמות מידה המפורטים בחוק שעיקרם יצירת הלימה בין ביצועי נושא המשרה לשכרו. כמו כן, קובע החוק הסדרים מיוחדים למקרה שתנאי כהונה והעסקה כוללים רכיבים משתנים, לרבות ביסוס רכיבים אלה על ביצועים בראייה ארוכת טווח וקריטריונים מדידים, חובת בחינה של היחס בין הרכיבים המשתנים לרכיבים הקבועים וקביעת תקרה לשווי רכיבים משתנים במועד תשלומם.

עניין נוסף שהוסדר במסגרת תיקון זה הינו אישור תנאי כהונתו והעסקתו של מנכ"ל החברה באסיפה הכללית. לאחר כניסת תיקון 20 לתוקף, פורסמו מספר הקלות ביחס להסדר שנקבע בתיקון, לרבות לעניין מדיניות תגמול פטורה. התקנות קובעות כי חברה שמתקיימים בה תנאים מסוימים, פטורה מאישור מדיניות התגמול באסיפה. אחד מהתנאים מתייחס לכך ששכר נושאי המשרה שלה (שאינם דירקטורים) לא עולה על שכר מנכ"ל חברה ממשלתית.

כן יצוין כי במהלך חודש יוני 2013 פורסמה להערות ציבור (לאחר אישור מליאת הרשות) טיוטת הנחיית גילוי בדבר מדיניות תגמול ותנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה. מטרת פרסום ההנחיה הייתה להתאים את חובות הגילוי החלות על חברות בקשר עם תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה לחובות המהותיות שהוטלו עליהן במסגרת התיקון לחוק.

לאור האמור, ועל רקע כניסתו לתוקף של תיקון 20, מוצע להסדיר את הוראות הגילוי בתוספת השישית לאור תיקון 20 לחוק החברות, לרבות לעניין רכיב משתנה וקבוע, תגמול מבוסס יעדים וכן האם התגמול הוא בהתאם למדיניות התגמול, אם לאו.

בנוסף, מוצע לפטור מגילוי הנוגע למקבלי השכר הגבוה בתאגיד אם אלה מקבלים שכר (במונחי עלות העסקה כוללת) הנמוך משכר מנכ"ל משרד ממשלתי (כיום סכום זה עומד על סך של 60,000 ₪ לחודש ו-720,000 ₪ שכר שנתי – למעט מנהל כללי בתאגיד או במקרים בהם התאגיד הוא בגדר "שלד בורסאי").

במסגרת התיקון לתקנות הדוחות ובמיוחד תיקון התוספת השישית לתקנות, מוצע תיקון משלים נוסף ביחס לשינויים הקשורים לדיווחים מידיים ולזימוני אסיפות לאישור בדבר תנאי כהונה והעסקה וזאת לנוכח תיקון 20 לחוק החברות. התיקונים

- האמורים מעגנים בתקנות את טיוטת הנחיית הגילוי.
- במקביל לתיקון דרישות הגילוי לגבי תנאי כהונה והעסקה מוצע לבטל את דרישות הגילוי הקיימות בנושא זה, לרבות הצורך בגילוי הניתן מכוח תקנה 10(ב)(4) לתקנות הדוחות שעניינה גילוי המסביר את הקשר בין תגמולי נושא המשרה לבין ביצועיו.
2. ביטול תקנה 10(ב)(11) והתוספת הרביעית- המבקר הפנימי- הגילוי הקיים נועד ליצור בקרה ופיקוח על טיב, היקף ואיכות ביקורת מבקר הפנים בתאגיד. בפועל, הגילוי הניתן על ידי התאגידים אינו מסייע למשקיע להבין את טיב הביקורת שנערכה, אינו יוצר תמריץ משמעותי לשיפור איכות הביקורת הפנימית בתאגיד, וכנגזרת מכך, אינו עונה על תכלית התקנה. לפיכך, מוצע לבטל את התקנה ולכלול את עיקרי דרישות הגילוי בנושא בשאלון ממשל תאגידי.
3. תיקון תקנה 22 – עסקאות עם בעל שליטה או בעל עניין - לאור כפילויות בדרישת הגילוי ומתוך מטרה לפשט את הגילוי, מוצע לאגד את דרישת הגילוי לגבי עסקאות עם בעלי שליטה ובעלי עניין בתקנה אחת ייעודית, תוך הפרדה בין תנאי כהונה והעסקה, עסקאות חריגות, עסקאות שאינן חריגות ועסקאות זניחות.
4. תיקון התוספת השביעית לתקנות הדוחות – רואה חשבון מבקר - הוראות הגילוי בתוספת השביעית נקבעו במטרה להשיג שקיפות של התגמולים הניתנים לרואה החשבון המבקר בקשר עם עבודת הביקורת ועם השירותים הנלווים, בין היתר על רקע חשש לתלות של רואה החשבון המבקר במבוקר. הוראות אלו נועדו גם כדי להתמודד עם תופעת שחיקת שכר הטרחה שמשולם לרואה החשבון ובעקיפין העשויה להעיד על שחיקת איכות הביקורת שנעשת. לאור האמור, ובשים לב לתכלית הוראות הגילוי (בחינת אי תלות רואה החשבון במבוקר) מוצע להותיר את דרישת הגילוי לגבי השכר המשולם לרואה החשבון המבקר תוך הבחנה בין שירותי ביקורת לשירותים אחרים; לבטל את הגילוי לגבי היקף שעות הביקורת וכן הגילוי לגבי פירוט העקרונות לקביעת שכר הטרחה של המבקר; לדרוש הצהרת דירקטוריון החברה כי בחן שהיקף ומהות השירותים הנלווים לא פוגע בכללי אי התלות החלים על רואה החשבון המבקר (זאת בדומה להוראות בארה"ב).
5. הוספת התוספת השלוש עשרה – שאלון ממשל תאגידי - מוצע לעגן בתקנות את הנחיית הגילוי בנושא שאלון ממשל תאגידי תוך מספר שינויים ביחס להנחיית הגילוי, לרבות תחולת השאלון גם לגבי חברות אג"ח. כן יצוין כי יישום השאלון בדוח השנתי לשנת 2013 יהיה יישום וולונטרי, לאור אי הארכת הנחיית הגילוי ועיגונה בתקנות כאמור.
6. תיקון תקנה 10(ב)(7) ותקנה 48(ג)(7) – צמצום דרישות הגילוי בדבר סיכוני שוק ודרכי ניהולם ("דוח גלאיי"). התיקון המוצע זהה למעשה להקלה שאומצה בתיקון קודם לגבי חברות קטנות, ועל פיו, תאגיד אשר איננו בעל מגזר פעילות פיננסי ואשר מבחני הרגישות שבוצעו על ידו מכוח IFRS7 אינם מעידים על רגישות של 50% או יותר מההון העצמי, יהיה פטור מהוראות התוספת השנייה.

## דיון

לשאלת חברי המליאה בעניין מבנה הפרק החדש והאם העברת גילוי בנושאים מסוימים, כדוגמת מדיניות התגמול, ממיקום אחד לשני ייתן מיקוד או חשיבות אחרת לאותם דיווחים, הובהר כי המבנה המוצע יאפשר קריאה רציפה ויאפשר למי שפחות מתמצא בדוח למצוא גילוי מסוים. במבנה הקיים יש לא מעט הוראות גילוי שנמצאות בפרקים שונים (כדוגמת דוח הדירקטוריון ופרק פרטים נוספים), באופן שאין בו היגיון סדור ומובנה.

בנוסף, התקיים דיון לגבי שאלון ממשל תאגידי. בין היתר הובהר כי בשנת 2013 יישום השאלון יהיה וולונטארי (עד לכניסה לתוקף של התיקון המוצע בתקנות). כמו כן הובהר כי השינוי בנוסח שאלון ממשל תאגידי (למשל צמצום שאלות בנושא דירקטורים בלתי תלויים) לא מהווה איבוד מידע איכותי מבחינת המשקיע, אלא נבע לאור הניסיון שנצבר במהלך שנת היישום (לרבות לאור עיבוד הנתונים שרוכזו) והערות הציבור שהתקבלו, כמו גם מחזרה מסוימת של נושאים בשאלות השונות.

## הקלות בהערכות שווי

### רקע

סגל הרשות בחן אפשרות לשינוי הכללים ודרישות הגילוי הנוגעים להערכות שווי ועדכון, בדגש על בחינת חובת צירוף הערכות שווי מהותיות מאוד. זאת, בהמשך להקלות ייעודיות שאושרו לגורמים מפוקחים קטנים, וביניהן, ההצעה להעלאת ספי הצירוף של הערכות שווי מהותיות מאוד לדיווחי התאגידיים מ- 10% ל- 20% ביחס לשני מבחני הצירוף (מבחן הנכסים ומבחן הרווח).

הסגל המליץ על סט הקלות נוסף שיחול על כלל התאגידיים המדווחים:

1. שינוי ההגדרה של הערכות שווי מהותיות מאוד כך שלמבחן הרווח יתווסף מבחן מצטבר נוסף הקובע כי השפעת השינוי כתוצאה מהערכת השווי תהיה לכל הפחות 5% מההון העצמי לגבי הערכות שווי מהותיות מאוד.
2. שינוי ההסדר הקובע כיום, כי אם תאגיד פרסם הערכת שווי של נכס משועבד, חלה עליו חובה לפרסם הערכת שווי מעודכנת בכל דוח תקופתי עוקב ועד למועד פרעון תעודות התחייבות, גם אם היא אינה מהווה הערכת שווי מהותית מאוד. השינוי מתייחס לכך שהחובה לפרסום הערכת שווי תחול רק אם בידי התאגיד הערכה כאמור.
3. ביטול חובת עדכון שינויים שחלו בהערכת שווי בחלוף למעלה מ- 90 יום ממועד הדוח התקופתי, למעט אם מדובר בחוות דעת מקצועית שצורפה לדיווח מכוח תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000 או מכוח תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001 או בקשר להערכות שווי שצורפו לתשקיף ושלא שימשו לקביעת נתון בדוח הכספי.
3. ביטול חובת גילוי על פערים משמעותיים בתחזית מול ביצוע לגבי הערכות שווי למעט אם מדובר בהערכות שווי שצורפו מכוח תקנות הצעה פרטית או מכוח תקנות בעלי שליטה.

## דיון

נערך דיון האם תיקון חובת צירוף הערכות שווי מהווה הקלה ראויה והאם נכון לשנות את מבחן הרווח לצירוף הערכות שווי - הובהר כי ההחלטה לשנות את מבחן הרווח ולהוסיף לציוד מבחן הון עצמי נבעה בראש ובראשונה מעיוות שנוצר במקרים רבים ביישומו של מבחן הרווח. נמצא כי במקרים רבים תאגידיים נדרשו לצרף לדיווחים הערכות שווי רק בשל כך שבשנה מסוימת הרווח היה נמוך במיוחד וכתוצאה מכך מספר רב של הערכות שווי נכנסו להגדרת הערכת שווי מהותית מאוד. הסגל ביצע בדיקה סטטיסטית של תאגידיים הפועלים בענף הנדל"ן ובחן מספר חלופות אפשריות לשינוי המבחן. הבחירה בחלופה של הוספת מבחן הון עצמי בשיעור של 5% נמצאה כמתאימה ביותר מבחינת האיזון בין מתן המידע לבין הצורך במיקוד המשקיעים במידע מהותי (שכן היו חברות שצירפו הערכות שווי רבות מאוד). לגבי שאלת העלויות, ההחלטה להקל במבחני הצירוף נועדה בראש ובראשונה להקל על משקיעים במיקוד במידע מהותי ובנוסף, יתכן וההקלה תחסוך לתאגידיים עלויות מסוימות, אם כי למיטב ידיעת הסגל, העלות המרכזית כרוכה בהכנת ההערכה ולא בעצם צירופה לדיווח. הוצגו מספר חלופות שנבחנו על ידי סגל הרשות בנוגע למבחני הצירוף ומדוע נבחרה החלופה המוצעת.

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לאשר את ההמלצות שהובאו לעיל ולפרסם את נוסח התקנות להערות ציבור.**

## 2. תקנות גילוי ייעודי לחברות מדעי החיים.

### רקע

המדובר בפרסום להערות ציבור, לתקופה של 45 יום, טיוטת תיקון של סטים שונים של תקנות מכוח חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - "התיקון"). התיקון, המהווה חלק מפרויקט שיפור הדוחות, נועד להביא לפישוט הדיווח ושיפור הרלוונטיות, ההשוואתיות והוודאות של כללי הדיווח והגילוי הניתנים על ידי תאגידיים הפועלים בתחום מדעי החיים. כך, לאחר שבוצעה הסדרה ביחס לגילוי הניתן על ידי תאגידיים הפועלים בתחום הנפט והגז, ועתידה להתבצע הסדרה ביחס לגילוי הניתן על ידי תאגידיים הפועלים בתחום הנדל"ן להשקעה, תחום מדעי החיים הינו השלישי במספר אותו מבקשת רשות ניירות ערך להסדיר.

תחום זה כולל 53 חברות ציבוריות, המהוות למעלה מ-10% ממספר החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה. יצוין, כי התיקון לא צפוי לחול על חברות דואליות, כך שדה פאקטו הוא יחול על 41 חברות.

הכוונה המקורית היתה לפרסם את המתווה המוצע כהנחיה, ובמהלך אוקטובר 2012 פורסמה להערות ציבור טיוטת הנחיית מדעי חיים, אשר היוותה את הבסיס להכנת התיקון ולאחר מכן יושמו הערות ציבור שהוחלט לקבלן. לאור העובדה שמרבית חברות מדעי החיים מיישמות כבר עתה נדבכים מהותיים הכלולים במסגרת התיקון, הוחלט לקדם ישירות תיקון חקיקה, להבדיל ממתווה של הנחיה.

## דיון

אחת מחברי המליאה ביקשה לקבל הסבר לעניין היקף הגילוי שיידרש מחברות הפועלות בתחום מדעי החיים בעקבות התיקון המוצע. סגל הרשות הסביר כי התיקון המוצע נועד להתאים את הוראות הגילוי לחברות הפועלות בתחום מדעי החיים, שכן הוראות הגילוי הקיימות מותאמות לחברות תעשייתיות ומסחריות. הוסבר כי בפועל, מרבית החברות היום כבר מיישמות בפועל את הוראות התיקון המוצע, כך שהסדרתו לא תהיה כרוכה בעלות משמעותית עבורן. בנוסף הוסבר כי מטרת התיקון המוצע היתה להסדיר את התחום, ולא בהכרח להקל על חובות הדיווח, כאשר ההסדרה נעשתה בין היתר על רקע שיחות שנערכו עם גורמים רלבנטיים לשוק והבנת המידע החשוב למשקיע בתחום זה.

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לאשר את פרסום התיקון להערות הציבור לתקופה של 45 יום.**

### 3. חקיקת המו"פ (בהמשך להמלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות בתחום המו"פ).

## רקע

מוצע לאשר קידום חקיקה ראשית המיישמת את המלצות הדו"ח הסופי של הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח ("ועדת המו"פ"). ועדת המו"פ הוקמה על ידי יושב ראש הרשות וכללה נציגים של גופים שונים בהם משרד האוצר משרד המשפטים רשות המסים רשות ניירות ערך ועוד. המלצות דוח ועדת המו"פ חשובות ביותר ונועדו ליצור תשתית לחברות בתחום המחקר והפיתוח לבוא בשערי הבורסה, ולהנגיש את החברות הטכנולוגיות לבורסה בתל אביב.

דוח ביניים של הועדה פורסם ביוני 2013 והוצג לחברי המליאה. הדוח הסופי פורסם בינואר האחרון, והחקיקה המוצעת כעת נועדה ליישם שלושה נושאים מרכזיים מהמלצות הדו"ח.

הנושא הראשון הוא הסדרה של גיוס באמצעות מימון המונים (crowdfunding) - מוצע להעניק פטור מחובת פרסום תשקיף כשההצעה תהיה מוגבלת הן מבחינת היקף הגיוס שהחברה יכולה לגייס והן בסכומים שמשקיע בודד יוכל להשקיע בהשקעה הזאת. הנושא השני עוסק ביצירת אפשרות לחברות הייטק להנפיק תוך כדי רשימת מסחר חדשה - מדד חדש שיקרא "מדד טק עילית" - תוך מתן הקלות בדיווחים במטרה לעודד את הסחירות שלהם בבורסה. הנושא השלישי עניינו בהקמת קרנות הייטק נסחרות, אשר יוכלו להשקיע בחברות הייטק.

בשלב ראשון, מובאים בפני המליאה תיקונים מוצעים בחקיקה הראשית, הכוללים רק הסדר כללי והסמכות לקביעת הסדרים פרטניים יותר במסגרת תקנות. התקנות האמורות מפורסמות כעת להערות ציבור ולאחר מכן יובאו לאישור מליאת הרשות ויכללו כאמור הסדרה מפורטת יותר.

## דיון

חברי המליאה ביקשו לקבל הסבר לעניין ההגבלות שיחולו על האפשרות לגייס באמצעות גיוס המונים (crowdfunding) בפטור מתשקיף, שכן החקיקה הראשית המוצעת אינה מפרטת אותן. ונראה כי קיימים סיכונים פוטנציאליים וחסרונות ממשיים למודל המוצע.

בתשובה נאמר כי החקיקה המוצעת כעת היא מעין חקיקת מסגרת המגבלות וההסדרים המפורטים יובאו בהמשך לאישור המליאה, במסגרת התקנות; עם זאת, לפי ההצעה המתגבשת סכום הגיוס המירבי שיותר לביצוע בפטור מתשקיף, במסגרת הסדר זה, יהיה בהיקפים של כמיליון עד שני מיליון שקלים לגיוס וסכום ההשקעה המרבי מצד משקיע בודד יהיה של עד 20 אלף ש"ח במהלך 12 החודשים אחרונים (לא שנה קלנדרית דווקא).

עוד הוסבר כי נשקלות מגבלות נוספות, שתפקידן לתת מענה לסיכונים הפוטנציאליים הקיימים במודל גיוס ההמונים. כך בין היתר, נשקלים מנגנונים כדוגמת קיומו של משקיע מוביל ורכז הצעה שיהיה גוף מפוקח (כדוגמת חתמים). עם זאת, וכאמור, המנגנונים המפורטים יובאו לאישור חברי המליאה בהמשך, במסגרת התקנות, לאחר שיגובשו תנאי הפטור. בשלב זה, אישור המליאה נדרש לצורך הסמכה כללית לפטור מתשקיף, ובהמשך נדון בתנאיו, לאחר קבלת הערות הציבור.

כמו כן צוין כי מנגנון גיוס המונים קיים באיטליה, וגם בארצות הברית מקדמים הסדרה בתחום. ההסדרה המוצעת למעשה עולה בקנה אחד עם מגמה כלל עולמית הפועלת להסדרת תחום ה-crowdfunding.

לעניין קרן היי-טק - חברי המליאה שאלו האם מדובר בקרן הון סיכון. בתשובה הוסבר כי מדובר יהיה בקרן סגורה ולא בקרן הון סיכון. קרנות אלו יהיו מחויבות להשקיע בין 20 ל-30 אחוזים בנכסי מו"פ, שהם נכסים לא מסחריים.

**החלטה: תיקוני החקיקה המוצעים אושרו על ידי חברי המליאה פה אחד.**

#### 4. תיקון בנושא חוק איסור הטרמה.

**רקע**  
עדכון המליאה בדבר פרסום להערות ציבור של חוק איסור הטרמה (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014.

תזכיר חוק בעניין איסור הטרמה פורסם לראשונה בסוף שנת 2009. לאור הערות שהתקבלו לתזכיר, נערכו שינויים מהותיים בהצעה ונוסח מתוקן של הצעת חוק פורסם אף הוא להערות הציבור. גם בנוסח המעודכן נערכו שינויים מהותיים לאור הערות שהתקבלו. להלן פירוט הנקודות המהותיות בנוסח התיקון דהיום:

1. **קביעת איסור הטרמה:** הטרמה (Front-Running) משמעותה ביצוע פעולה בנייר ערך, לאור ידיעה מוקדמת על פעולה צפויה של אחר בניירות ערך. ההטרמה נעשית מתוך ציפייה להפקת רווחים כתוצאה מהפעולה הצפויה האמורה.

בנוסח החקיקה כיום ניתן לזהות מענה חלקי לסוגיית ההטרמה אולם מדובר בהסדרים חלקיים, שאינם מספקים ומצריכים תיקון מקיף. על פי הנוסח המוצע בתיקון, מתווך פיננסי (הכולל בין היתר: חבר בורסה, מנהל תיקים, מנהל קופת גמל) המבצע פעולה בנייר ערך, ביודעו על פעולה העתידה להתבצע באותו נייר ערך או בנייר ערך קשור אליו על ידי לקוחו או המוסר מידע על פעולה כאמור, ייחשב למבצע פעולת הטרמה אסורה, שדינה מאסר חמש שנים או קנס בשיעור של כמיליון ₪ ליחיד או כחמישה מיליון ₪ לתאגיד. כמו כן, מקבל המידע מהמתווך הפיננסי ייחשב אף הוא למבצע פעולת הטרמה

- בצורה קלה יותר (בדומה ל- Tipee לעניין עבירת מידע פנים). עוד מוצע, לקבוע מספר הגנות אשר בהתקיימן לא יחשב מי שביצע פעולות בניירות ערך למטרים.
2. **איסור שימוש בחוות דעת שהתקבלה מאיש פנים בחברה**: כיום קובע חוק ניירות ערך כי מסירת חוות דעת על נייר ערך, כאשר בידי המוסר מידע פנים, מהווה עבירה של שימוש במידע פנים, בעוד שעל מקבל חוות הדעת, המבצע עסקה בניירות ערך על פיה, לא מוטלת חבות דומה (להבדיל מהחבות המוטלת על מודלף שבצע עסקה כשבידו מידע פנים שהודלף לו). לעניין זה מוצע לקבוע כי העושה שימוש בחוות דעת שהגיעה לידי מאת איש פנים בחברה עושה שימוש במידע פנים, אם הוא מקיים את יתר יסודות העבירה אותם מוצע לקבוע. העבירה תחול רק על מי שקיבל את חוות הדעת מאיש פנים בחברה ולא על חוליות נוספות בשרשרת המסירה.
3. **מגבלות על החזקת ניירות ערך וביצוע עסקאות בהם**: מוצע להמיר את שני ההסדרים הקבועים בסעיף 4 לחוק הייעוץ (לגבי בעלי רישיון) ובסעיף 21 לחוק השקעות משותפות (לגבי עובדי מנהל קרן), ביחס להגבלות על החזקת ניירות ערך ועשיית עסקאות בניירות ערך, בהסדר עקבי, שיהיה דומה במהותו לקבוע כיום בהסדרים אלה, כמו גם בהיתר שר האוצר מכוח סעיף 5 לחוק ניירות ערך (שעניינו במגבלות החלות על עובדי הרשות ואחרים).
4. **תיקון סעיף 152 לחוק**: נוסח סעיף 152 לחוק, שלא שונה מאז חקיקתו בשנת 1968, לפיו אין רואים מידע כמידע פנים אם עבר יום מסחר בבורסה לאחר יום פרסום המידע, אינו מתאים להתפתחויות הטכנולוגיות המשמעותיות שחלו בעשור האחרון באפשרויות הדיווח וההפצה. מוצע לתקן את הסעיף, כך שיתאים למציאות הטכנולוגית הקיימת, ולקבוע כי מידע לא ייחשב כמידע פנים לאחר עבור 30 דקות ממועד פרסומו, כדין, לציבור.

#### דיון

אחת מחברות המליאה ביקשה לדעת האם פעולת algo-trading, במסגרתה מנסים להתחקות אחר דפוסי מסחר אשר על בסיסם מבצעים פעולות, עולה כדי ידיעה מראש על פעילות של אחר בניירות ערך האסורה לפי חוק איסור הטרמה המוצע. סגל הרשות ציין כי הנושא טרם נבחן על ידו, אך על פניו יתכן כי סוגים מסוימים של algo-trading יהיו אסורים לפי חוק איסור הטרמה המוצע.

לשאלת חברת מליאה נוספת, האם איסור שימוש בחוות דעת שהתקבלה מאיש פנים בחברה חלה רק על מידע ספציפי שניתן ביחס לנייר ערך, או האם האיסור חל גם כאשר ניתן מידע כללי כדוגמת "כדאי לך לקנות", הוסבר כי כאשר אדם יודע או שיש יסוד סביר להניח כי למוסר המידע יש מידע פנים, אזי חל איסור שימוש בחוות דעת אף אם מדובר על מידע כללי בלבד.

לבסוף נשאלה שאלה בעניין הרציונאלים בבסיס ההגנה הקיימת למתווך הפיננסי מפני איסור הטרמה כאשר מדובר בניהול כספי אחרים. סגל הרשות הסביר כי ישנם מספר טעמים למתן הגנה זו. ראשית, מקרים בהם מתווך פיננסי פועל בניהול כספי אחרים הוא כה נפוץ והחלת איסור הטרמה גם במקרים אלו תיצור חשיפה גדולה לכל המתווכים הפיננסיים. שנית, ממילא הרווח שנגזר למתווכים הפיננסיים מפעולת הטרמה בניהול כספי

אחרים הוא עקיף, כך שהתמריץ לביצוע פעולות כאמור הוא נמוך והחשש מפניהן נמוך יותר. ולבסוף, התקבלו הערות ציבור רבות בעניין זה אשר ביקשו להחיל הגנה זו. עם זאת, יתכן בהחלט שמתווך פיננסי שיבצע פעולות התרמה יחשב כמפר את חובת האמונים.