



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 11-2014

שהתקיימה ביום ד' 23/11/2014 בשעה 16:30 במשרדי הרשות בירושלים

חברי המליאה:	שמואל האוזר, מיקי קהן, אתי איינהורן (טלפונית), נטע דורפמן – רביב, שלי אודווין
עובדי רשות:	עודד שפירר, אורנית קרביץ, מוטי ימין, עידו טוויג, דודו לביא, אביטל קרופניק, דורית גילת, אמיר וסרמן, איציק שורקי, אסף ארז, יעקב יודקביץ', אילן ציוני, אשר סופן, יעל אלבז, איגור איבנצקי, אלי דניאל, ליאור צוברי, אמיר הלמר, גיתית גור-גרשון, שלומי וינר, אורלי קורן, שרון אופיר, יהודה אלגריסי, חנוך הגר, אייל שוורץ, מאיה גרטי, יבגני אוסטרובסקי, שרה קנדלר, יעל אלבז, איציק זקן, יפעת פלקון
חיצוני:	ד"ר חיים קידר-לוי (בחלק הישיבה שעסק בשוק עמוק)

על סדר היום

1. שינוי מבנה הבורסה – עדכון לפני פרסום להערות ציבור
2. תיקון צו ניירות ערך (חברת רישומים) - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
3. הוראת קרנות ממונפות - לאחר הערות ציבור
4. קרנות חוץ - תקנות מכוח תיקון 23 (סיווג ואגרות) - לאחר הערות ציבור
5. תקנות לפי תיקון 21 - שינוי במאפיינים מהותיים – עדכון לפני פרסום להערות ציבור
6. עמדת סגל בנושא שוק עמוק - עדכון

הדין

1. שינוי מבנה הבורסה – עדכון לפני פרסום להערות ציבור

רקע

מובאת לעדכון המליאה לפני פרסום להערות ציבור הצעה לתיקון חוק ניירות ערך שמטרתו להסדיר את שינוי מבנה הבורסה לניירות ערך בתל-אביב תוך מתן האפשרות להפיכתה לחברה הרשאית לחלק רווחים. לאחר קבלת הערות הציבור, יובא נוסח הצעת החוק לדיון והכרעה במליאה לצד התייחסות להערות שיינתנו.

הבורסה בתל אביב הינה חברה פרטית בע"מ שהתאגדה בשנת 1953 כחברה מוגבלת בערבות ללא הון מניות (אחריותו של בעל המניות מוגבלת לערבות אשר נטל על עצמו), בהתאם להוראות פקודת החברות. בהתאם לחוק ניירות ערך, הבורסה הינה חברה שלא למטרות רווח, דהיינו אינה רשאית לחלק את רווחיה לבעליה. בנוסף, כיום ישנה זהות מלאה בין הבעלות על הבורסה לבין זכות הגישה למסחר. כלומר, רק הגופים שהינם בעלים של הבורסה (חברי הבורסה) נהנים מגישה למסחר.

בבחינה שהחלה על ידי ועדת הנזילות עלתה האפשרות כי שינוי מבני של הבורסה יהווה גורם משמעותי בשינוי פניה של הבורסה והתאמת פעילותה למציאות בשווקים המודרניים.

הליך של שינוי מבני יפריד בין הבעלות וזכויות ההצבעה בבורסה לבין הזכות לגישה (access) למסחר תוך הפיכת הבורסה לתאגיד הפועל למטרות רווח. מטרתו המרכזית של הליך שינוי המבנה הינה הפיכת הבורסה לגורם תחרותי ויעיל יותר מכפי שהוא היום, המסוגל להוות תחרות משמעותית לבורסות בשווקים בינלאומיים ולזירות מסחר אלטרנטיביות בארץ ובחו"ל. מטרה נוספת בהליך זה היא הרחבת בסיס החברות בבורסה והנגשתה למספר גדול יותר של גורמים בעלי זכות מסחר. לאחר השינוי המבני, הגישה למסחר לא תהא עוד תלויה בקיומן של זכויות בעלות אלא תהא מבוססת על התקשרות חוזית בין הבורסה לבין חברים פוטנציאליים, דבר שיאפשר להגדיל את מספר בעלי זכויות המסחר בבורסה במנותק ממספר בעליה ובזהותם. יצוין, כי כיום קיימים עשרים ושישה חברים בעלי גישה למסחר בבורסה בתל אביב, מספר נמוך משמעותית מבורסות מקבילות בעולם.

בנוסף, נועד השינוי המבני, המפריד בין בסיס הבעלות בבורסה לבסיס בעלי זכות המסחר בה, להניח תשתית איתנה והכרחית לשיתופי פעולה אסטרטגיים עתידיים עם בורסות זרות ולפעילותן של בורסות נוספות בישראל בעתיד ולגיוסי הון על ידי הבורסה עצמה.

במבט רחב יותר, נועד השינוי המוצע לחזק את מעמדה של הבורסה כתשתית חיונית לפעילות שוק ההון והכלכלה בישראל ולהרחיב את פעילותה. כל זאת תוך הבטחה כי הבורסה תפעל לקידום הגינות ויעילות המסחר, אשר בתורם יקרינו על אמון הציבור בשוק ההון וימשכו תאגידים להירשם למסחר בבורסה תוך הגדלת היקפי הפעילות בשוק הראשוני והמשני.

דין

הוצגו בפני חברי המליאה מטרות ההסדרה המוצעת והצורך בשינוי המבני. הוסבר כי בבורסות

שוונות בעולם אשר עשו את השינוי המבני, ישנם כיום מחזורי מסחר גבוהים, היקפי המסחר והיקפי הפעילות גדלו, הרווחיות עלתה, ניתן לגייס הון לשם פיתוח העצמי של הבורסה באמצעות רישום למסחר והפיכת הבורסה לחברה ציבורית. גם לבורסה בארץ יש פוטנציאל מסחר גבוה ביחס לשווי השוק המקומי והשינוי המבני של הבורסה יכול לאפשר את מימוש הפוטנציאל הזה.

עוד הוסבר כי מבנה הבורסה היום הוא בעייתי כך שדירקטוריון הבורסה מפקח על ההנהלה אך ההנהלה מפקחת על חברי הבורסה שהם אותם גורמים הממנים את דירקטוריון הבורסה בהיותם בעלי מניותיה. הבורסה היא ארגון SRO המפוקח על ידי הרשות. נכון להיום זכויות ההצבעה בבורסה מתחלקות באופן שווה בין כל חברי הבורסה. נוכח אופן התאגדות הבורסה כגוף שאינו למטרות רווח הם אינם מחזיקים בזכויות הוניות כלשהן. עם שינוי מבנה הבורסה, הפיכתה לחברה למטרות רווח והפרדת זכויות הבעלות מזכויות המסחר, יחזיק כל בעל מניות בבורסה בזכויות הצבעה ובזכויות הוניות, בהתאם לחלוקה שתוחלט על דעתם. כלומר השינוי המבני עצמו ייעשה על ידי הבורסה וחבריה. יחד עם זאת, על מנת לאפשר את השינוי המבני נדרש לערוך שינויים בפרק ח' לחוק ניירות ערך אשר עוסק בבורסה ובאופן פעילותה. מוצע לערוך שינויים ולשלב בפרק ח' לחוק ניירות ערך, בין היתר, את היסודות הבאים אשר יאפשרו את שינוי מבנה הבורסה:

קביעת תנאים לרישיון – מוצע לבטל את התנאי בדבר איסור חלוקת רווחיה על מנת לאפשר לבורסה להפוך לחברה למטרות רווח הרשאית לחלק רווחים לבעליה. בנוסף, מוצע לפרוט בחוק את התנאים לקבלת רישיון על מנת לתת מענה עתידי לאפשרות להקים בורסה לניירות ערך נוספת בישראל, לרבות אם מדובר בפנייה של בורסה זרה המבקשת לפעול בישראל.

קביעת מנגנון קבלת היתרי שליטה – חשיבותה של הבורסה כתשתית לאומית חיונית, גוזרת הטלת מגבלות על בעלי השליטה בבורסה העשויות לכלול הגבלת בעלי שליטה זרים והתניית היתרי שליטה בהוכחת יכולת ומומחיות לנהל בורסה וכן בעמידה במבחני מהימנות (Fit and Proper), בדומה לדרישות הקיימות במוסדות פיננסיים אחרים. בנוסף, במצב זה נדרש פיקוח הדוק על מבנה הבעלות של הבורסה ועל בעלי השליטה בו, שכן לאחר השינוי המבני, הבורסה עשויה להעניק שירותים נוספים שיתכן ויתחרו בשירותי חברי הבורסה הנוכחיים, למשל באמצעות מתן גישה ישירה למסחר למשתתפים נוספים.

קביעת הסדרי ממשל תאגידי מפורטים - בעיצוב הממשל התאגידי אשר יחול על הבורסה לאחר הליך השינוי המבני, נשקלו ההיבטים של פיקוח ובקרה לצד שיקולים נוספים, בהם הקשיים המתעוררים בעקבות תהליך השינוי המבני, ובכללם ניגודי עניינים בין הבורסה, החברים בה (ובין החברים עצמם) ובעלי מניותיה (ובין בעלי המניות עצמם), ומנגד בצורך לאפשר לבורסה לפעול כחברה עסקית המסוגלת להגיב באופן אפקטיבי יותר ללחצי תחרות ולפעול במנותק מהאינטרסים של החברים. בין הסדרי הממשל התאגידי המוצעים, ניתן למנות הסדרים בדבר דירקטוריון הבורסה – הרכבו, תפקידיו, כשירות למינוי דירקטורים, וועדות דירקטוריון וועדת אסדרה המטפלת בסוגיות בהן מתעוררים ניגודי עניינים והרכבה המיועד להבטחת עצמאות והיעדר תלות. בעניין נציגותם הנוכחית של בנק ישראל ומשרד האוצר בדירקטוריון הבורסה, הוחלט להיצמד למנגנון הקיים על אף בקשתה של הבורסה לבטל נציגות זו. במידה ותהיה הסכמה בין כל הגורמים בדבר ויתור על נציגות גורמים אלה בדירקטוריון הבורסה, נאמץ חלופה זו גם

בחקיקה.

קביעת סמכויות פיקוח ואכיפה של הרשות על הבורסה - כיום, סעיף 51 לחוק ניירות ערך קובע כי הרשות תפקח על ניהולה התקין וההוגן של הבורסה. יחד עם זאת סמכויות הפיקוח והאכיפה אשר קיימות לרשות לגבי כלל הגורמים המפוקחים על ידה, אינן נתונות לה ביחס לבורסה. לאחר הפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח וגיוון הרכב הבעלות בה, אינטרס הגנת המשקיעים וכן הצורך לעמוד בסטנדרטים בינלאומיים, מחייבים הגברת הפיקוח הקיים והקניית אמצעי פיקוח כמקובל לגבי גורמים מפוקחים, באופן שיבטיח הגברת השקיפות והניהול התקין וההוגן של הבורסה, לפיכך יחד עם השינוי המבני של הבורסה מוצע לתקן את החוק על מנת להשוות את סמכויות הרשות לסמכויות הקיימות ביחס לכלל הגורמים המפוקחים על ידה וכן מתן סמכויות נוספות הדרושות לפיקוח על הבורסה.

בצד של הבורסה, לצורך יישום שינוי המבני, יידרש הסדר בין חברי הבורסה לגבי הקצאת הזכויות ההוניות בבורסה. לאחר מכן, לצורך הפרדת הבעלות בבורסה מן החברות בה, נדרש לשנות את תקנון ההתאגדות של הבורסה, ליישם את תיקוני החקיקה האמורים לעיל וכן לטפל בסוגיות נוספות הקשורות לעובדים, הסכמי שכר וכן הלאה.

הגישה שהנחתה בהכנת ההסדרה המוצעת היא הותרת המסגרת החוקית הקיימת בחוק ניירות ערך וביצוע של השינויים הנחוצים לשם עריכת השינוי המבני. יחד עם זאת ישנן שלוש סוגיות נוספות אשר הועלו על ידי הבורסה ושלבקשתה יובאו לדיון מול משרד האוצר. במידה ותושג לגביהן להסכמה, יוצעו השינויים הבאים בהתאם:

1) הגורם המעניק רישיון בורסה – לקבוע כי הרשות תהיה הגורם המעניק רישיון במקום המצב כיום בו הסמכות מוקנית לשר האוצר.

2) הליך אישור שינויים בתקנון הבורסה – ביטול הדרישה לאישור ועדת הכספים של הכנסת ואת אישור שר האוצר.

3) חברותם של משרד האוצר ובנק ישראל בדירקטוריון הבורסה.

אחת מחברות המליאה העירה לגבי הסוגיות הנוספות כי לגבי הליך אישור שינויים בתקנון, יש להחליט איזו חלופה מוצעת, המצב הקיים בו מעורבים גם שר האוצר וגם ועדת הכספים של הכנסת, או הליך בו רק הרשות מאשרת את השינויים ללא מעורבות של גורמים פוליטיים כלל, כלומר הסרת אישור שר האוצר וועדת הכספים. לדעתה, לא כדאי להציע את חלופת הביניים לפיה מורידים את הצורך באישור ועדת הכספים אבל משאירים את אישור שר האוצר שכן מדובר גם בחלופה שקשה להסביר מקצועית מדוע היא נכונה.

סגל הרשות הסביר כי במצב הקיים כל שינוי בתקנון הבורסה אשר אושר על ידי דירקטוריון הבורסה נדון בוועדת מליאה אשר ממליצה לשר האוצר אם לאשר את התיקון. בנוסף לאישור שר האוצר נדרש על פי החוק גם אישור ועדת הכספים של הכנסת. הליך זה מקשה על הבורסה לשנות את כלליה בטווחי זמן קצרים ופוגע בגמישות שלה לקדם יוזמות תחרותיות וביכולת התחרות שלה עם שווקים מקבילים. בסופו של דבר התהליך הקיים מהווה גורם המעכב שינויים לאור הקושי לקבוע דיונים תכופים בוועדת הכספים. עמדת הבורסה היא כי יש להעניק את הסמכות לאשר תיקונים בתקנון הבורסה לרשות ניירות ערך. מבחינת הצורך לאפשר קיצור לוחות זמנים ולהקל על הליך זה, סגל הרשות סבור כי שתי החלופות (הורדת אישור ועדת הכספים בלבד והורדת אישור ועדת הכספים ושר אוצר) משפרות משמעותית את המצב הקיים על אף שמקצועית

הקניית הסמכות לרשות ניירות ערך בלבד עדיפה.

חברת המליאה הוסיפה כי מאחר ומדובר בתזכיר לתיקון חוק אשר מופץ להערות הציבור נכון לדעתה להכליל בו את ההצעה העדיפה מקצועית. סגל הרשות הבהיר כי בנושא זה שתי החלופות נמצאות על הפרק ותובאנה לדיון עם הגורמים הרלוונטיים לשם קידומן ככל שתושג הסכמה.

אחד מחברי המליאה שאל כיצד תושפע פונקציית הפיקוח של הבורסה על החברים. סגל הרשות הבהיר כי סמכויות הבורסה על חברה יישארו כפי שהן כיום. עם זאת, במסגרת השינויים המוצעים לגבי הסדרי ממשל תאגידי תוקם ועדת אסדרה ייעודית אשר תרכבה נקבע בחוק ויבטיח את עצמאותה ושתפקידה יהיה בין היתר לוודא כי הבורסה מפעילה את סמכויות הפיקוח והאסדרה הנתונות לה לגבי חברי הבורסה באופן יעיל ונאות לרבות לגבי היקף המשאבים המוקצים לכך.

חברת מליאה שאלה לגבי מצבה הכספי של הבורסה כיום ערב הפיכתה לחברה למטרות רווח, כדי להבין את יכולתה לחלק רווחים, וניתנה לה סקירה קצרה בנושא. צוין גם כי הבורסה אינה יכולה לחלק דיבידנדים כיום אולם חברי הבורסה קובעים את העמלות הנגבות מלקוחותיהם.

חברת מליאה אחרת שאלה האם בעולם נהוג כי נציגי ממשלה חברים בדירקטוריון. סגל הרשות השיב כי לא נהוג כי נציגי ממשלה יושבים בדירקטוריונים של בורסות ובפרט של בורסות הפועלות למטרת רווח כדירקטורים, אך ישנם רגולטורים המפקחים על הבורסות, אשר להם הסמכות להשתתף בישיבות דירקטוריון כמשקיפים בלבד.

סוכם כי ההצעה תפורסם להערות הציבור ותובא לאישור המליאה בצירוף התייחסות להערות שיתקבלו.

2. תיקון צו ניירות ערך (חברת רישומים) - עדכון לפני פרסום להערות ציבור

רקע

חוק החברות קובע כי בעל מניה בחברה ציבורית הוא מי שלזכותו רשומה אצל חבר בורסה מניה ואותה מניה נכללת בין המניות הרשומות במרשם בעלי המניות על שם חברה לרישומים. בחוק ניירות ערך חברה לרישומים מוגדרת כחברה שעיסוקה היחיד החזקת ניירות ערך בעד אחרים וכן כל תאגיד אחר שהגדיר שר האוצר בהתייעצות עם רשות ניירות ערך. ניירות הערך שנסחרים בבורסה ומופקדים במסלוקת הבורסה רשומים בחברה לרישומים, על שם אחת מארבע חברות הרישומים הקיימות בישראל שהן חברות בנות של ארבעת הבנקים הגדולים בישראל.

לעניין ניירות ערך שרשומים בישראל ובארצות הברית פתחה המסלוקה חשבון ב-DTC, המסלוקה הגדולה בארצות הברית, על מנת להעביר את ניירות הערך של חברות הנסחרות בישראל ובארה"ב בין שני השווקים. פתיחת החשבון נועדה למנוע מעבר ידני של תעודות פיזיות. לאחר פתיחת החשבון בשנת 2001, תוקן הצו בהתאם, כך שלעניין מניות המוחזקות לזכות מסלוקת הבורסה בחשבון הרשום על שמה ב-DTC, חברה הפועלת מטעם ה-DTC ושעל שמה רשומות אותן מניות במרשם בעלי מניות, היא חברת רישומים.

בימים אלה, פועלת המסלוקה לפתוח חשבון הדומה במהותו לחשבון הקיים למסלוקה ב-DTC בארה"ב, בקבוצת מסלוקות אירופאיות Euroclear BANK המעניקה שירותי סליקה ומשמורת בשוק האירופאי. פתיחת החשבון נועדה להקל על סליקת ני"ע הרשומים למסחר בישראל

ובאירופה. לצורך יישום ההסדר האמור גם כאן נדרש תיקון בצו אשר יקבע כי לעניין ני"ע המוחזקים לזכות מסלקת הבורסה בחשבון הרשום על שמה ב – Euroclear, חברה הפועלת מטעם Euroclear שעל שמה רשומים אותם ני"ע במרשם בעלי ני"ע, היא חברה רישומים.

דיון

לשאלת חבר המליאה לעניין דחיפות התיקון השיב סגל הרשות כי תהליך פתיחת חשבון המסלקה ב – Euroclear נמצא לקראת שלבי סיום וכוונת מסלקת הבורסה לעבוד עם חשבון זה כבר בתחילת ינואר 2015. סוכם כי ההצעה תפורסם להערות הציבור ותובא לאישור המליאה בצירוף התייחסות להערות שיתקבלו.

3. הוראת קרנות ממונפות - לאחר הערות ציבור

רקע

בשנים האחרונות הוגשו לרשות מספר בקשות היתר לתשקיפים לקרנות בשיעורי מינוף גבוהים מאוד (לדוגמא מספר קרנות שמדיניות ההשקעות המוצעת שלהן כללה אפשרות של מינוף עד פי שבעה) על מטבע הדולר ועל מדדים שונים. בקשות אלה העלו את הצורך לבחון התאמתה של קרן כאמור לענף קרנות הנאמנות, בהינתן אופיה של קרן נאמנות כמכשיר שנועד לגוון את השקעותיו של הציבור הרחב, תוך דגש על היות המוצרים נגישים וברורים לכל משקיע ומתאימים לציבור משקיעים אשר בחלקו אינו בקיא ואינו בעל מומחיות מספיקה בשוק ההון. כל זאת בהתחשב במסגרת הרגולטורית המסדירה את פעילות הקרנות, לרבות חובות האמון והזהירות החלות על מנהלי הקרנות והנאמנים.

בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א-2001 המסדירות את הפעילות בנגזרים שרשאי מנהל קרן לבצע בעד קרן שבניהולו, נקבע כי מנהל קרן רשאי לחשוף קרן לנכסים שונים בשיעור שלא יעלה בכל עת על 400%, ואם הקרן הינה קרן ממונפת, אשר מסווגת תחת כותרת מאפיינת מסוג "ממונפות בשיעור גבוה", לא תחול עליה כל הגבלת חשיפה מרבית. בעבר, סברה הרשות כי יש להגביל גם את פעילותן של הקרנות הממונפות, אך יוזמת הרשות לקבוע בתקנות שיעור מרבי לחשיפה שיחול על כל הקרנות, נדחתה בזמנו על ידי ועדת הכספים של הכנסת, בעיקר בשל התנגדותם של מנהלי קרנות בודדים שבניהולם היו אז קרנות ממונפות בשיעורי חשיפה גבוהים ביותר (אלפי אחוזים), תופעה שאינה קיימת היום בענף.

בענף תעודות הסל מוסדרות המגבלות על מינוף, ככל שקיימות, מכוח תקנון הבורסה. במשך מספר שנים לא ניתן היה לרשום למסחר תעודות ממונפות בשל החשש כי פעילות ההתכנסות של מנפיקי תעודות הסל הממונפות על מדדים מקומיים עלולה לפגוע בתקינות המסחר בבורסה. בשנת 2013 אושרו על ידי ועדת הכספים של הכנסת הנחיות אשר אפשרו שוב רישום למסחר של תעודות ממונפות, בכפוף למגבלות אשר נועדו לצמצם את ההשפעה על המסחר בניירות הערך הנכללים במדדים אחריהם עוקבות התעודות, ולשמור על תקינות המסחר. ההנחיות המעודכנות קבעו מגבלות על מנגנון האיזון, על שיעורי המינוף וכיוון החשיפה וביחס לתעודות על מדד ת"א 25 – גם על שווי התעודות המונפקות (לא יותר משלוש מאות חמישים מיליון ₪ במחזור לקבוצת מנפיק). מגבלות על שיעור המינוף הוטלו גם ביחס לתעודות על מדדים זרים, כאשר מטרתן של אלה לצמצם את היקף המוצרים המורכבים והממונפים הנסחרים בבורסה ואת מידת מורכבותם,

לצורך הגנה על המשקיעים.

ההתפתחויות המתוארות בהסדרת ענף תעודות הסל, יחד עם הבקשות להיתר שתוארו לעיל, העלו על סדר היום את השאלה אם יש להטיל מגבלות דומות על הצעת קרנות נאמנות ממונפות פתוחות לציבור, או האם מתקיימות סיבות אחרות המצדיקות הטלת מגבלות על קרנות נאמנות ממונפות פתוחות. הסיכון העיקרי בעניין זה חורג מעצם האפשרות לחשוף קרן בשיעור גבוה לנכס מסויים בנקודות זמן מסויימות, אלא קיים בהתחייבות במסגרת מדיניות ההשקעות להיות בחשיפה גבוהה לנכס בכל רגע נתון.

דין

ניתן הסבר בדבר הצורך בהוראה המוצעת. במיפוי הסיכונים של קרן המתחייבת להיות בחשיפה גבוהה בכל רגע נתון עלו בין יתר הסיכונים, גם הסיכונים הבאים:

תנודתיות גבוהה - קרנות נאמנות אשר באמצעות מינוף נמצאות בחשיפה גבוהה לנכס באופן קבוע עשויות לייצר תנודתיות גבוהה ביותר (עד כדי תשואות דו ספרתיות חיוביות או שליליות, על בסיס יומי), טומונות בחובן סיכונים מרובים בעקבות הפעילות הנרחבת שנדרשת להתבצע בהן באמצעות מכשירים פיננסיים דוגמת נגזרים. מקום ששיעור החשיפה לנכס כלשהו נתון לשיקולו דעתו של מנהל הקרן במסגרת מדיניות ההשקעות שקבע, ההנחה היא כי הוא שוקל בכל עת את הסיכונים הגלומים בה ובדרכי יצירתה במסגרת חובות הנאמנות והזהירות המוטלים עליו, אולם מקום שמדיניות ההשקעות של הקרנות כוללת התחייבות לחשיפה גבוהה, המחייבת אותו לבצע פעילות כאמור באופן רציף לצורך ניהולן והשגת מטרתן, הסיכון הגלום בהן גבוה עוד הרבה יותר.

קשיי תפעול ובקרה - בבדיקות שערך סגל הרשות עלה, לא אחת, כי ניהול קרנות המתחייבות לחשיפות גבוהות וכן הבקרה עליהן הינם מורכבים ביותר, הן למנהל הקרן והן לנאמן אשר נדרש לפקח על ניהול הקרנות בידי מנהל הקרן. גם יכולת העמידה במדיניות ההשקעות של הקרן בכל רגע נתון היא בעייתית בקרנות אלה לאור הצורך להתכסות בכל תזוזה של השער. ישנה גם מורכבות להסביר לציבור על מהות המכשיר, אופי שגיאות העקיבה ועוד.

אשר לעצם האפשרות ליצור חשיפה בשיעורים גבוהים בקרן, התקנות מתייחסות לכך כמוסבר לעיל ולא מגבילות את שיעור החשיפה לסוגי נכסים או שיעור החשיפה הכולל בקרן אשר נקבע בהסכם הקרן שלה ובתשקיף כי היא קרן ממונפת. התקנות עוסקות אם כן בהגבלת שיעורי החשיפה בפועל, ואולם נראה שלאור המוסבר לעיל לעניין הסיכונים הנעוצים בצורך להתכסות בכל רגע בחשיפות גבוהות, הסיכונים הכרוכים בפעילות בנגזרים והסיכונים התפעוליים הגלומים בפעילות כאמור, יש צורך גם בהסדרת שיעורי החשיפה שמנהל קרן רשאי להתחייב לגביהם במדיניות ההשקעות למניות או למט"ח.

חשש להשפעה על תקינות המסחר - הדאגה לתקינות המסחר בבורסה, זירת פעולתם העיקרית של קרנות הנאמנות, היא חלק מתפקידה של הרשות לשמור על עניינם של בעלי היחידות בקרנות. מבחינת ההשפעה על המסחר בבורסה, אין הבדל מהותי בין תעודות סל לקרנות נאמנות העוקבות אחר מדדים ישראלים, ואין רלוונטיות לכך שיחידות של קרנות פתוחות אינן נסחרות בבורסה. קרן פתוחה שהתחייבה במדיניות ההשקעות שלה להיות בכל עת בחשיפה גבוהה לנכס, או לנהל את ההשקעות באופן המיועד להשיג תוצאות שהן כפולה של שיעור השינוי בנכס כלשהו (בשתייהן מדובר בהתחייבות לחשיפה), נדרשת להתכסות לצורך עמידה במדיניות ההשקעות בדומה לתעודות הסל ולכן פוטנציאל ההשפעה של שתיהן על המסחר אינו שונה באופן מהותי זו מזו

ולשתיהן יש פוטנציאל השפעה דרמטי הטומן בחובו סיכון גבוה יותר מאשר בקרן אשר מדי פעם יכולה להיות ממונפת ולא באופן קבוע. פגיעה בתקינות המסחר פוגעת מטבע הדברים בניהול תקין והגון של הקרן שהשקעותיה נעשות באותם ניירות ערך או מכשירים פיננסיים ממש. לפיכך, בהקשר של קרנות המשקיעות בני"ע הנסחרים בבורסה בישראל - גם מן הטעם של חשש להשפעה על תקינות המסחר, וכפועל יוצא מכך הפגיעה בניהול תקין והגון של הקרן, יש מקום לפעול להסדרת שיעור ההתחייבות לחשיפה שמנהל קרן רשאי לקבוע במסגרת מדיניות ההשקעות והגילוי בעניינם, בדומה לאלה שהוטלו על תעודות הסל, אך תוך התחשבות בהבדלים בין המכשירים.

בנייר למליאה הוסבר כי בחינת ההגבלות המתאימות לקרנות, בהשוואה לאלה המוטלות על תעודות סל, יש לקחת בחשבון את ההבדלים הבאים בין שני המכשירים:

1. מנגנון האיזון של נכסי הקרן (שהוא יומי) אל מול מנגנון האיזון של התעודות (שהוא, בדר"כ חודשי). קרנות נאמנות מבצעות התאמה יומית של נכסיהן, כדי לעמוד במדיניות ההשקעות שלהן ובמגבלות כמותיות שונות המוטלות בדיון, והן מאופיינות ביצירות ובפדיונות על פי שווי נכסים נקי בכל יום ויום. לפיכך קרנות שמתחייבות לחשיפה בשיעור מסויים אינן יכולות לפעול תחת מנגנון איזון חודשי, אלא מתבצע בהן מנגנון איזון יומי של שיעור החשיפה.

2. אופן המינוף של הקרנות (המבוסס על פעילות בנגזרים) שונה ממנגנון המינוף של התעודות (שיכול להיות מבוסס על נטילת הלוואות).

3. דפוס ההתכנסות המתחייב משינוי בהיקף ההתחייבות בתעודת סל במהלך יום המסחר, לעומת יצירות ופדיונות בסוף היום בקרן.

מוצע לפעול במסגרת סמכות הרשות לפרסם הוראות הנוגעות לדרכי פעולתם של מנהלי קרנות, לצורך שמירה על עניינם של בעלי יחידות, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, ולפרסם הוראה שתעסוק בשיעור החשיפה לסוג נכס (מניות או מט"ח), שרשאי מנהל קרן להתחייב לה בקרנות ממונפות במסגרת מדיניות ההשקעות בקרן שבניהולו (להבדיל ממגבלה על שיעור החשיפה שמותר ליצור בקרן בפועל בנקודת זמן מסויימת).

ביתר פרוט, מוצע לקבוע בהוראה כדלקמן:

1. הגבלת ההתחייבות לחשיפה – בשיעור של עד פי 3 בלונג ועד פי 2 בשורט.

2. היקף הנכסים המנוהלים - לצורך שמירה על תקינות המסחר, יש לפעול להטלת מגבלות על היקף הנכסים המנוהלים על ידי קרנות אלו. בעניין זה, מוצע שלא "להעתיק" את המגבלה הכמותית שנקבעה לעניין תעודות סל העוקבות אחר מדד ת"א 25 (עד 350 מיליון ₪ לתעודות שהונפקו על ידי קבוצת חברות), שכן בענף הקרנות כיום 19 שחקנים, ואם נידרש "לקצוב" לכל מנהל קרן שווי מרבי שהוא חלק יחסי מן הכמות המרבית הסבירה, התוצאה תהיה שווי נכסים מנוהל נמוך למנהל קרן, אשר עשוי שלא להצדיק קיומן של קרנות כאלו, כאשר בפועל לא כל מנהלי הקרנות מנהלים או מתכוונים לנהל קרנות ממונפות, ולכן אין סיבה "להקצות" לכל מנהל קרן שווי כה נמוך. מוצע לקבוע בהוראה כי בהתאם לחובת הזהירות המוטלת על מנהל הקרן מכוח החוק, יהיה עליו לבחון את הצורך להגביל, במידת הצורך, את שווי היחידות במחזור של קרן ממונפת עם התחייבות לחשיפה גבוהה שבמחזור, בהתאם למחזורי המסחר הקיימים בניירות הערך בהם היא משקיעה לפי מדיניות ההשקעות שלה, ולבחון נושא זה באופן שוטף. אם ימצא שדרושה התערבות מצד הרשות, ניתן יהיה לתקן את ההוראה ולקבוע מגבלות כמותיות.

3. דרישת גילוי – בשל המורכבות המיוחדת של קרן עם התחייבות לחשיפה גבוהה, וכדי לסייע בהבנתה, מוצע לדרוש כי בתשקיף של קרן כאמור, יידרש מנהל הקרן להתייחס לסיכונים הנובעים מן הצורך לפעול בנגזרים ומהשפעתו המצטברת של המינוף על תשואת הקרן על פני זמן, בהשוואה לתשואת נכס המעקב, בלשון ברורה ובלווית דוגמא מספרית.

נוסח ההוראה המוצעת פורסמה להערות ציבור והתקבלו תגובות. מצד מנהלי הקרנות לא הייתה הסתייגות מעצם הטלת המגבלות. רוב מנהלי הקרנות לא מתנהלים ברמות גבוהות של מינוף. הצעת מוצרים ברמות מינוף חריגות מאפיינת מנהל קרן חדש שרוצה לחדור לשוק באמצעות מוצר ייחודי ואקזוטי, ושם הסיכון הרגולטורי שלנו הוא יותר גדול.

חברת מליאה העלתה את השאלה אם אין מקומן של הגבלות ודרישות אלה בתקנות. בתשובה הוסבר כי הועלתה טענה כזו מצד מנהלי הקרנות, אך במישור היותר תיאורטי. בפועל כאמור הם לא התנגדו. לגופה של הסמכות, התקנות עוסקות בהגבלת שיעורי חשיפה בקרנות, ולמעשה לא מטילות הגבלות, אך ההוראה המוצעת לא באה להגביל את שיעורי החשיפה בקרן בפועל. נמצא לנכון להגביל התנהלות מסויימת, שהתקנות לא עוסקות בה, ושזוהתה כי יש בה פוטנציאל סיכון. לדעת סגל הרשות, תפקיד הרגולטור הוא להשתמש בסמכות שניתנה לו כדי להגביל התנהלות היוצרת סיכון מיוחד.

בפועל יש כיום קרן אחת בלבד שתידרש לשנות את מדיניות ההשקעות לאור ההוראה, קרן פי חמש על הדולר. לקרן זו יש כיום בעיה אמיתית לעמוד במדיניות ההשקעות שלה בכל רגע, בשל עיוותי תמחור בשוק הנגזרים על הדולר. סגל הרשות בשיח עם מנהל הקרן הזו והוא מוכן לשנות את מדיניות ההשקעות.

החלטה

הוחלט פה אחד לאשר את פרסום ההוראה בנוסח המוצע.

4. קרנות חוץ - תקנות מכוח תיקון 23 (סיווג ואגרות) - לאחר הערות ציבור

רקע

בחודש יולי האחרון אושר בכנסת ופורסם ברשומות תיקון מס' 23 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994, לפיו תתאפשר הצעת יחידות של קרנות זרות בארץ (להלן: "קרנות חוץ") בהתאם לתנאים שייקבעו ע"י שר האוצר, אשר בהתקיימם רשאית הרשות להתיר את הצעתן לציבור של יחידות כאמור. בהמשך לעיון התנאים הנדרשים להצעת יחידות של קרנות חוץ, פורסמו תקנות הסיווג ותקנות האגרות להערות ציבור. תקנות אלה מובאות כעת לאישור המליאה לאחר שהתקבלו בעניין הערות ציבור. לאחר אישור המליאה, נוסח התקנות יועבר לנסחות משרד המשפטים על מנת להתקדם עם הליך התקנת התקנות.

דיון

הוסברו עיקרי ההערות והשינויים בתקנות המוצעות בעקבותיהן:

תקנות הסיווג

תקנות הסיווג מסדירות את המתכונת לפרסום נתונים אודות כלל הקרנות או מרביתן, היינו, פרסומים באתרי מדיה שונים, המספקים לציבור פלטפורמה נגישה להשוואה בין מוצרים שונים. השינויים המוצעים בתקנות אלו נועדו לספק בידי המשקיע אפשרות להשוואה בין סוגי הקרנות ולצבוע באופן ברור לציבור את היות הקרן קרן חוץ. לאחר קבלת הערות הציבור בגין התקנות

הוחלט לבצע שינויים נוספים בנוסח התקנות :

1. בנוסח התקנות שונתה התקנה המתייחסת לאופן סיווג הקרנות. בשונה מהמצב הקיים היום, נקבע בנוסח התקנות החדש כי סיווג קרן ייעשה בהתאם למדיניות ההשקעות של הקרן ולא בהתאם לנכס הייחוס שנקבע לקרן. מנהלי הקרנות טענו כי יש לכך השלכה רוחבית על כלל הקרנות ועל כן תחולה מיידית של הוראת תקנה זו היא בעייתית. משכך, הוצע להקל על מנהלי הקרנות כך ששינוי סיווג של קרן בהתאם למתכונת שנקבעה בנוסח התקנות החדש יוכל להיעשות במועד המוקדם מבין השלושה – במועד חידוש תשקיף של קרן, במועד ביצוע שינוי אחר בסיווג קרן או במועד שינוי במדיניות השקעות.
2. איגוד מנהלי תעודות הסל ביקש להוסיף דרישה כי בנוסף לנתון דמי הניהול של קרנות חוץ, יינתן גם נתון שיעור ההוספה, ככל ונגבה בקרן החוץ. סגל הרשות סבור כי חשוב שנתון זה יהיה שקוף וגלוי לציבור בין אם מדובר בקרן חוץ ובין אם מדובר בקרן מקומית. אשר על כן בנוסף לנתון דמי הניהול של הקרן, יידרשו ספקי המידע להציג נתון שיעור ההוספה שנגבה בקרן, ככל ונגבה.
3. ביחס לקרנות חוץ תתווסף הערה בפרסום מטעם מפיצי מידע כי קרן החוץ אינה פועלת בהתאם לדיני מדינת ישראל.

תקנות האגרות

מודל האגרות שגובש בתיקון תקנות האגרות נגזר ממודל הצעת קרנות חוץ בישראל, הנסמך בעיקרו על פיקוחו של הרגולטור הזר, בעוד שהרשות מצידה צפויה להשקיע תשומות פחותות מאלה שהיא משקיעה בפיקוח על ענף הקרנות המקומי. מכאן מתבקש כי עניין זה יתבטא גם בסכומי האגרות שיידרשו לשלם מנהלי הקרנות הזרים, כל זאת באופן מאוזן ביחס לאגרות המוטלות על מנהלי הקרנות הישראליות. הגופים הזרים טענו במסגרת הערות הציבור כי מודל האגרות משית עליהם עלויות כבדות מאוד בנוסף לדרישות הפיקדון והערבות שכבר הושתו עליהם, עד כדי שייתכן מצב בו לא יהיה להם משתלם להציע קרנות זרות בארץ, בשל מכלול העלויות, בעוד שמנהלי הקרנות המקומיים טענו לטענות אפלייה בינם לבין הגופים הזרים וביקשו כי אותו מודל אגרות שחל עליהם צריך לחול גם על הגופים הזרים ולחילופין, כל הקלה שניתנת לגופים הזרים צריכה להינתן גם ביחס אליהם. אלו כמובן טענות מנוגדות וההצעה לאחר בחינתן היא לא לשנות את תקנות אגרת תשקיף, ולבצע שינוי מסוים בתקנות אגרה שנתית.

השינוי בתקנות אגרה שנתית בעקבות הערה של הגופים הזרים הובאה לידי ביטוי בנוסח התקנות. הגופים הזרים ביקשו להחריג את שווי היחידות המוחזקות כיום על ידי הגופים המוסדיים, משקלול סכום שווי הנכסים המנוהל על ידם לצורך האגרה השנתית שתשולם על ידם במועד בו ניתן יהיה להציע קרנות חוץ, שכן שאם לא תתקיים הפרדה כאמור, מנהלי הקרנות הזרים ייאלצו לשלם אגרות עבור יחידות המוחזקות ע"י מוסדיים עוד טרם כניסת תיקון החוק לתוקף אף מבלי שהציבור בישראל רכש אילו מן הקרנות הזרות, בסכומים גבוהים המטילים הכבדה מיותרת ובלתי מוצדקת על מנהל הקרן. סגל הרשות סבר כי עצם קבלת ההיתר מעיד כי הקרנות מפוקחות על ידי הרשות גם אם באופן מוגבל. הפיקוח גם בהיותו פיקוח יחסית מינימאלי אך עדיין כולל סמכויות אכיפה, משרת גם את המשקיעים מן הציבור וגם את המשקיעים המוסדיים ועל כן יש להביא במניין ההחזקות גם את המשקיעים המוסדיים. עם זאת, מוצע לקבל את הערת הגופים

הזרים באופן חלקי כך שבמועד תשלום האגרה הראשון יילקחו בחשבון לצורך חישוב האגרה רק יחידות של קרנות זרות שנרכשו לאחר כניסת התקנות לתוקף.

חברת מליאה שאלה האם סגל הרשות שקל מתן הנחות בשנה הראשונה גם לקרנות המקומיות. בתשובה הוסבר כי קרנות מקומיות משלמות בהתאם לנתוני שווי הנכסים שלהן בפועל. כלומר, אם מנהל הקרן גייס מעט כספים הוא עשוי להימצא בדרגה הראשונה, הנמוכה ביותר, או לחילופין אם גייס הרבה הוא יימצא בדרגה הרביעית, הגבוהה ביותר, לצורך תשלום האגרה. ביחס למנהלי קרנות זרות – כבר היום קרנות אלו מוצעות לשוק המוסדי, בעוד שהגופים הזרים חשבו כי לא נכליל החזקות אלו בחישוב האגרות ביום שבו הם יקבלו היתר. מבחינת סגל הרשות, לאחר קבלת ההיתר לאותן קרנות חוץ, הפיקוח שיהיה מטעם הרשות יחול על כל מחזיקי היחידות, בין אם הם משקיעים מוסדיים שהחזיקו את הקרנות טרם תיקון החקיקה ובין אם לאחריו. לכן, הם עשויים למצוא עצמם סמוך לאחר קבלת ההיתר להציע לציבור בדרגה הגבוהה ביותר, למרות שבפועל לא גייסו עדין כסף מן הציבור, או שגייסו מעט.

חברת המליאה שאלה מדוע האגרות המשולמות לרשות גבוהות יותר מאשר באירופה. בתשובת הסביר סגל הרשות כי מודל האגרות נבחן פה כל העת. יש לזכור שפעילות הרשות ממומנת מהאגרות בלבד, ללא תקצוב מהממשלה. כבר נעשו הפחתות לא מועטות במודל האגרות (כולל הקלות לתשלום אגרות בקרנות כספיות), וכן הפחתות על סמך עודפים, ותקציב הרשות מאוזן כרגע. יהיה קשה מאוד לבצע הפחתות נוספות בשלב זה. בנוסף ראוי לציין כי יש הבדלים במבנה האגרות בין ישראל לבין מדינות אחרות, שם פעילות הרשות ממומנת מתשלום משלמי המיסים ולא מהאגרות מה שמאפשר גבייה נמוכה יותר של אגרות ולכן כשבוחנים מבנה אגרות יש להסתכל על התמונה הכוללת ועל כל היבטי המימון.

תקנות עמלת הפצה

לצורך קידום הצעת יחידות של קרנות זרות בארץ וכחלק מחקיקת המשנה הכרוכה במהלך זה, אושר על-ידי המליאה, בחודש יוני 2013, להעלות להערות ציבור את נוסח תקנות עמלת הפצה.

במליאת מרץ 2014 הוצגה טבלת הערות הציבור שהתקבלו לנוסח התקנות, כמו גם לתקנות נוספות שעניינן הצעת יחידות של קרנות זרות בארץ. בשל טעות, לא צורף לטבלת הערות הציבור נוסח תקנות עמלת הפצה המעודכן. בינתיים ממועד הפצת החומר לחברי המליאה ועד לשיבה, נתקבלו הערות בנק ישראל לנוסח התקנות ומסתמן כי יש להם בעיה עם נוסח תקנה מסויימת ועל כן מבוקש כדלקמן:

1. לפעול מול בנק ישראל לצורך תיקון נוסח התקנה.
2. לאחר שייקבע נוסח סופי לתקנות, יפעל סגל הרשות לפרסום נוסח התקנות באתר הרשות, מבלי לעדכן את חברי המליאה בשנית, אלא אם יהיה מדובר בסוגיה עקרונית.

החלטה

באשר לתקנות הסיווג והאגרות אושר לפרסמן באתר הרשות ולהעבירן לנסחות משרד המשפטים. ביחס לתקנות עמלת הפצה – אושר להתקדם מול בנק ישראל לצורך ניסוח סופי של התקנות. לאחר הסכמה על נוסח סופי, יפורסמו התקנות באתר הרשות ויועברו לנסחות משרד המשפטים.

רקע

במסגרת חקיקת המשנה המובאת בפני מליאת הרשות הנלווית להסדרת תעודות הסל וקרנות הסל תחת תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, עודכנה המליאה בכוונת סגל הרשות להעלות להערות ציבור טיוטת תקנות שעניינן שינוי מהותי במאפיינים של השקעה משותפת.

דיון

במסגרת תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, הציעה הרשות לאסור ביצוע שינוי מהותי במדיניות השקעות של קרן או של תעודת סל. זאת מתוך גישה עקרונית, כי לא נכון לאפשר לכפות על בעלי יחידות, שמשיקוליהם בחרו לרכוש קרן או תעודה אחת על פני אחרת, שינוי מהותי במדיניות ההשקעות שאינו תואם בהכרח את טעמיהם. שינוי כאמור הופך את ההשקעה בקרן נאמנות או בתעודת סל לכזו שאינה נתפסת בעיני הציבור וכן בעיני ציבור היועצים בבנקים כהשקעה שהיא על פי רוב השקעה לטווח בינוני – ארוך ולא רק לטווח קצר.

כצעד משלים להחלטה זו, אישרה מליאת הרשות בדצמבר 2013 את נוסח תקנות השקעות משותפות בנאמנות (שינוי מהותי במדיניות השקעות של השקעה משותפת), התשע"ה-2014, בהן הוגדר מהו שינוי מהותי במדיניות השקעות של השקעה משותפת ולצד זאת הוגדרו מקרים מאוד מצומצמים שיתאפשר בהם, על אף האיסור, לבצע שינוי מהותי במדיניות.

כעת מוצע בתיקון 21 לקבוע איסור דומה גם ביחס לשינוי מאפיינים מהותיים נוספים של השקעה משותפת, ולהסמיך את שר האוצר לקבוע מהם אותם מאפיינים ואימתי, על אף האיסור, יותר לשנות מאפיין מהותי של השקעה משותפת.

לפיכך, מוצע לקבוע כ"מאפיינים מהותיים" בקרן מאפיינים אלו, אשר מופו לשלוש קבוצות:

1. מסלולי המס הקבועים בקרן;
2. המועדים בהם יחידות הקרן ניתנות לפדיון - לאור המגבלה המובנית בקרן זו של זכות הפדיון של יחידותיה ושל יכולתו של הציבור לרכוש מיחידותיה, קרן אשר לא נקבע בהסכם הקרן כי תהיה קרן מועדים קבועים לא תוכל להפוך לקרן מסוג זה ומנהל קרן מועדים קבועים לא יוכל לרווח את מועדי הצעת יחידות הקרן ופדיון אשר קבע כמועדים קבועים בהסכם הקרן. בדומה, גם מנהל קרן סגורה לא יוכל לרווח את מועדי פדיון היחידות הקבועים בהסכם הקרן. לעומת זאת, מוצע שלא לאסור שינוי בכיוון ההפוך שכן מדובר בשינוי המיטיב עם הלקוח. קרן שנקבע בהסכם הקרן שלה שתהיה קרן מועדים קבועים תוכל לשנות מאפיין מהותי זה ולחדול מלהיות קרן מועדים קבועים ומנהל קרן יהיה רשאי לצמצם את מרווח המועדים שקבע בהסכם הקרן ביחס לקרן מועדים קבועים שבניהולו או ביחס לקרן סגורה שבניהולו.
3. מאפיין מהותי נוסף שמוצע לקבוע הן ביחס לקרן והן ביחס לתעודת סל הוא המטבע בו נקובות היחידות.

בנוסף, הרציונאל העומד בבסיס תיקון זה, המייצר וודאות למשקיע, עומד גם בבסיס עניין נוסף שמוצע להסדיר במסגרת אותו קובץ תקנות – הגבלת יכולתו של מנהל השקעה משותפת להעלות את שכרו (ובכלל זה גם את שיעור ההוספה בקרן או בתעודה).

בהתאם לדין החל כיום על מנהלי הקרנות, לא קיימת מגבלה על תדירות שינויי דמי ניהול על ידי מנהלי קרנות. מנהל קרן חופשי לקבוע את שכרו בקרן ולשנותו תדיר. שינויים תכופים בשכר המנהל יוצרים אי וודאות בקרב מחזיקי היחידות, אשר במסגרת שיקולי ההשקעה שלהם שוקלים גם את גובה דמי הניהול הנגבים בהשקעה המשותפת.

מוצע להגביל בדין את התדירות שבה מתאפשר למנהל קרן להעלות את שכרו וכן לייצר וודאות לגבי המועדים בהם ניתן לשנות שכר כאמור. לצורך כך, במסגרת תיקון 21 מוצע לתקן את סעיף 80 כך שיסמך את שר האוצר לקבוע בתקנות תנאים לשינויים בשכר ובהוספה. בהתאם מוצע לקבוע בתקנות, כי מנהל השקעה משותפת יהא רשאי להעלות את שכרו אך ורק אחת לשנה, ביום 1 בינואר של כל שנה. ביחס להשקעה משותפת חדשה מוצע לקבוע כי מנהל ההשקעה המשותפת יוכל להעלות את שכרו לראשונה רק כעבור חצי שנה מיום הצעת יחידותיה לציבור לראשונה, ובכל מקרה רק ביום 1 בינואר. באופן זה, מנהל קרן חדשה שהציע יחידותיה לראשונה לאחר יום 1.7.14, לא יהיה רשאי להעלות את שכרו ב-1.1.15, שכן עברה פחות מחצי שנה, אלא יידרש להמתין עם העלאת שכרו עד ליום 1.1.16.

עוד יצוין, כי במסגרת הדיאלוג המתמשך שנערך עם מנהלי הקרנות, רבים מהם הציעו ביוזמתם פתרונות להגבלת תדירות השינויים כאמור בשכר, עד כדי יוזמות לאיסור שינוי לטווחים של מספר שנים. למרות פניית סגל הרשות לאיגוד מנהלי הקרנות לצורך קידום מהלך וולונטארי בתחום לא הצליחו חברי האיגוד להגיע לכדי הסכמה, ולפיכך מציע סגל הרשות מגבלה לתקופה קצרה יחסית (שנה).

חבר מליאה שאל מהו האינטרס של מנהלי הקרנות להגביל את האפשרות לשנות את שכרם? בתשובה הוסבר כי שינויים תדירים בשכר מביאים לכך שבמערכי הייעוץ מורידים את דרוג הקרן בתדירות גבוהה, מה שכמובן מאד מפריע למנהלי הקרנות. כמו כן, מהלך כאמור עשוי ליצור תחרות בריאה יותר בין מנהלי הקרנות לאור מסגרת הזמנים הממוקדת, תחת הצורך להגיב כל העת לשינויים שמבצעים מנהלים מתחרים.

סוכם כי ההצעה תפורסם להערות הציבור ותובא לאישור המליאה בצירוף התייחסות להערות שיתקבלו.

6. עמדת סגל בנושא שוק עמוק - עדכון

רקע:

תקן חשבונאות בינלאומי 19 קובע כי מחויבויות אקטואריות של החברה לעובדיה יהוונו בשיעור היוון הנגזר מתשואת אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה. אם אין שוק עמוק באגרות חוב כאמור, יש לעשות שימוש בשיעור ההיוון על אגרות חוב ממשלתיות.

כבר בערב אימוץ התקינה הבינלאומית נדונה פנייה מקדמית של תאגיד מדווח באשר לשאלה אם קיים בארץ שוק עמוק. תשובת סגל הרשות הייתה כי לאור היעדרות של בחינה מהותית וכלכלית בפנייה בדבר קיומו של שוק עמוק בישראל, לא הורם הנטל לכך שאין שוק עמוק בארץ. עם זאת, התקבלו באותו הזמן אינדיקציות מהמחלקה הכלכלית ברשות לפיהן כנראה אכן לא מתקיים שוק עמוק ועל כן הנושא הועבר לבחינה במוסד לתקינה אשר העביר את השאלה בדבר עומק

השוק לבנק ישראל. הפרקטיקה הנוהגת שהשתרשה מאז הייתה שכל עוד שבנק ישראל בוחן את הסוגיה, התאגידים המדווחים המשיכו לעשות שימוש בשיעור ההיוון על אגרות חוב ממשלתיות. לאור חלוף הזמן הרב והצורך לתת מענה בסוגיה חשובה זו, הביאה הרשות את הנושא שוב לפתחו של המוסד לתקינה אשר החל בביצוע הבדיקות, לרבות באמצעות מומחה חיצוני. ערב קבלת ההחלטה במוסד לתקינה המבוססת על חוות דעת מומחה לפיה קיים בישראל שוק עמוק, הועלו חששות בדבר ניגודי עניינים לכאורה בקרב חברי הועדה של המוסד לתקינה. לאור כך, החליטה הרשות למשוך את פנייתה למוסד לתקינה לעסוק בסוגיה, והחזירה את ההחלטה להכרעת סגל הרשות.

משמעות ההחלטה בדבר קיום שוק עמוק בארץ הינה שימוש בשיעור היוון של אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה אשר סביר שיביא להפחתת המחויבויות האקטואריות בדוחות הכספיים של תאגידים מדווחים.

דיון:

במהלך ישיבת המליאה הוצגה עמדת סגל הרשות בדבר קיומו של השוק העמוק באגרות חוב קונצרניות בישראל לצורך תקן חשבונאות בינלאומי 19. בדיון השתתף ד"ר חיים לוי קידר, המומחה שכתב את חוות הדעת הכלכלית, וכן חברי הסגל אשר עסקו בסוגיה.

הוסבר כי שוק עמוק נוגע לצורך של מדידת התחייבויות יחסי עובד מעביד, כפי שחברות נדרשות לתת לכך ביטוי בדוחות הכספיים שלהן בהתאם לתקן בינלאומי 19. חברות נדרשות לרשום את ההתחייבות לסיום יחסי עובד מעביד בדוחות ולצורך כך הן נדרשות להשתמש במודלים אקטואריים, כלומר לחשב צפי של תזרימים שהחברות יידרשו לשלם לאותם עובדים המועסקים על ידן נכון למועד כל תקופת דיווח בהתאם להתפתחות התנאים של אותם עובדים בעתיד. היות שמדובר בתזרים עתידי, הרי שלכל תקופת דיווח חברות נדרשות להוון את הערכים העתידיים האלה לערך נוכחי למועד הדוח ואז לרשום אותו כהתחייבות בדוחות הכספיים. לצורך היוון תזרימי המזומנים, חברות צריכות להשתמש בריבית היוון והתקן הבינלאומי 19 קובע שחברות יגזרו את שיעור ההיוון משיעורי התשואה הנגזרים מאגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה. התקן לא מגדיר מהי איכות גבוהה, אבל נותן העדפה לשימוש בשיעורי תשואה הנגזרים מאגרות חוב קונצרניות. עם זאת, התקן גם קובע שבמדינות שבהן אין שוק עמוק או אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה הרי ששיעור ההיוון ייגזר משיעורי תשואה של אגרות חוב ממשלתיות.

חברת מליאה שאלה האם בתקן ישנה הגדרה לשוק עמוק ובתשובה הוסבר שלא. עמדת הסגל בנושא התקבלה לאחר עבודה מקיפה של סגל הרשות, הכוללת הסתמכות על חוות דעתו של ד"ר חיים לוי קידר וכן ביצוע בחינות חשבונאיות וכלכליות נוספות מעבר לאלה שבוצעו כבר וכן הליך לקבלת הערות ציבור. המסקנה בסיכום העבודה האמורה הינה כי מתקיים בישראל שוק עמוק באגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה באגרות חוב צמודות למדד. מסקנה נוספת הינה כי ניתן לבצע אקסטרפולציה באופן מהימן על מנת לגשר על פערי המח"מ בין המחויבויות הפנסיוניות הארוכות לבין אגרות החוב הקונצרניות הקיימות. העמדה תיושם החל מהדוחות השנתיים לשנת 2014, מה שיאפשר לתאגידים המדווחים זמן להיערכות.

חברת מליאה שאלה אם עמדת סגל הרשות היא שקיים שוק עמוק ושהתקיים גם בעבר שוק עמוק בארץ, אזי לפי כללי החשבונאות המקובלים לא ניתן ליישם את זה בדוח בדרך של שינוי אומדן שכן מדובר בטעות ולא בשינוי אומדן. הושב כי התייחסות לכך תובא בהמשך הדברים.

ד"ר חיים קידר-לוי סקר בפני חברי המליאה את עיקרי חוות דעתו שהונחה קודם לכן בפני חברי המליאה. בין היתר, התייחס ד"ר קידר-לוי לספרות האקדמית אשר מתייחסת לשאלה כיצד לבחון קיומו של שוק עמוק, תוך הבחנה בין ניתוח מקרו-כלכלי וניתוח מיקרו-כלכלי. לאחר מכן הוצג הניתוח שבוצע בפועל לגבי המצב בארץ, הן לגבי השאלה המקרו כלכלית - האם המערכת הפיננסית במובן המקרו כלכלי בארץ יכולה להיחשב עמוקה או לא, והן לגבי השאלה המיקרו כלכלית – מידת הנזילות בשני השווקים של אג"ח קונצרניות, הצמוד והלא צמוד. המסקנה משילוב הניתוחים שנעשו לעיל הינה שקיימות בארץ אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה ואלו הן אגרות החוב שמדורגות AA- ומעלה מקומי שצמודות למדד המחירים לצרכן. הניתוח לגבי המגזר הלא צמוד הראה שפרמיית הנזילות גבוהה מדי ולא מאפשרת להגדיר אגרות חוב אלה כאגרות חוב שמתקיים לגביהן שוק עמוק. מנהלת המחלקה הכלכלית התייחסה לבדיקות שבוצעו על ידי מחלקתה בדבר חוות הדעת של ד"ר חיים קידר-לוי. המחלקה הכלכלית התבקשה לבחון את סבירות חוות הדעת הכלכלית של ד"ר קידר-לוי ואת התייחסותו לביקורות; לבחון האם ניתן להגדיר את אגרות החוב בהן נעשה שימוש בחוות הדעת כאגרות חוב "איכותיות"; לבחון את מהימנות האקסטרפולציה לגישור על פערי המח"מ שבין ההתחייבויות האקטואריות לבין אגרות החוב הקונצרניות; לקבוע האם, בהתבסס על חוות הדעת, ניתן לקבוע את נקודת הזמן ממנה קיים שוק עמוק באג"ח קונצרניות איכותיות בישראל; להציע מה צריך להיות אופן התדירות ו/או האינדיקטורים לבחינה חוזרת של קיום שוק עמוק; ולבחון ולהתייחס לתגובות הציבור. בחינות אלה נעשו תוך העמידה על תקפות המודלים וסבירות ההנחות, למידת הביקורות על חוות הדעת, בחינת ההתייחסויות של ד"ר קידר-לוי לאותן ביקורות (ודרישת הרחבה של התייחסויות אלה ככל שנדרשו) וביצוע בדיקות סבירות עצמאיות. לאחר שנבחנו תקפות המודלים וההנחות עליהן מתבססת חוות הדעת, המסקנה שהתקבלה הינה שהם סבירים, ולפיכך הבחירה לעשות שימוש במודלים והנחות אלה אינה פוגעת במהימנות המסקנות. באמצעות בחינת הקורלציה בין דירוגי האשראי ל- PD (ההסתברות לחדלות פירעון) בוסס השימוש בדירוג כמדד לאיכות. השוואת מרווחי התשואה של קבוצת האיכות הגבוהה המקומית עם מקבילתה בארה"ב מצביעה על דמיון הן ברמות המרווח והן בהתנהגות בעיתות משבר (flight to quality).

הדמיון בפרמיית הנזילות ובהסתברות לחדלות פירעון הנגזרת מהתשואות בשוק בין קבוצות האיכות הגבוהה של ישראל לארה"ב הינו תוצאה, בין היתר, של שיטת המסחר הרציפה והשקופה הייחודית עבור אג"ח בישראל.

לאחר סקירת עבודת המחלקה הכלכלית, נסקרו בקצרה גם הנדבכים החשבונאיים שבבסיס החלטת הסגל בדבר קיומו של השוק העמוק. ראשית, ברמה החשבונאית, צוין כי לפי דברי ההסבר של התקן, שימוש בשיעור היוון קונצרני מביא להצגה הטובה ביותר לפי דעת ה-IASB. ולכן, אם אכן קיים שוק עמוק נראה שיש להשתמש בעקומים קונצרניים, לפחות לפי התקן. בדיון הובעה גם הדעה כי אף מימונית (ולא רק חשבונאית) נכון יותר שלא להשתמש בשיעור היוון חסר סיכון לחלוטין להיוון מחויבות תאגידית.

נדבך חשבונאי נוסף הוא שאלת האיכות. כידוע אין בישראל אגרות המדורגות AA בדירוג עולמי, ואף המדינה עצמה אינה מדורגת בדירוג זה. צוין כי קיימת יותר מגישה אפשרית אחת לשאלת האיכות הגבוהה, ונסקרו עמדות שונות הקיימות בנושא זה. עוד צוין כי בסופו של דבר העמדה שנבחרה על ידי סגל הרשות הינה תפיסת איכות בראי אגרות החוב של המדינה. הסיבה לכך הינה, שאין שום דרישה שאגרות החוב של המדינה עצמה יהיו איכותיות, ונאמר גם בדברי ההסבר בתקן שצפוי שבעת שימוש באג"ח ממשלתיות המחויבות תהיה גבוהה יותר. אם כך, נראה כי הכוונה הינה שאגרת חוב ממשלתית אמורה לשמש בתור קירוב לאגרת חוב קונצרנית באיכות גבוהה, בהיעדר שוק עמוק. ומכך ניתן ללמוד, כי האגרת הקונצרנית צריכה להיות איכותית ביחס לאגרת הממשלתית.

בנוסף, במהלך הישיבה נסקרו ההשלכות הפרקטיות של המעבר לשימוש בעקומים קונצרניים ולהקלות השונות הקיימות. צוין כי כהקלה פרקטית הרשות קבעה שכל אגרות החוב בדירוג ilAA ומעלה ייכללו במדגם (כלומר, צמצום של כל אגרות החוב בדירוגים נמוכים יותר). בנוסף, צוין כי אגרות חוב חריגות יושמטו מהמדגם אם הן אינן עונות להגדרת האיכות, למשל עקב תשואה חריגה. היבט נוסף שהוזכר הינו סוגיית ההצמדה – השוק העמוק מתקיים באגרות חוב צמודות בלבד, והמשמעות היא שלהיוון מחויבות בלתי צמודה יש להוסיף את ציפיות האינפלציה. בהקשר זה, לפי עמדת הסגל, מה שחשוב הוא כמובן לשמור על עקביות באופן החישוב. צוין כי לפי העמדה, קיום השוק העמוק צריך להיבדק באופן מתמשך, לפי ההתפתחויות, כאשר במסגרת העמדה צוין חלון זמן נורמטיבי של 3-4 שנים. בדיון צוין כי עקב העובדה שההחלטה הובאה בסופו של דבר לפתחה של הרשות, נראה כי גם הבדיקות החוזרות יערכו על ידי הרשות, אלא אם יחולו שינויים שיאפשרו בדיקה על ידי המוסד לתקינה.

במענה לשאלה כיצד יתבצע אופן המעבר לשוק עמוק – האם בהתאם לשינוי אומדן או כתיקון רטרואקטיבי. הוצגה עמדת הסגל לפיה אין מדובר בטעות חשבונאית, שכן אין מדובר בכשל בשימוש במידע שהיה זמין או ניתן להשגה במאמץ סביר בתקופות קודמות. מדובר כאן בשינוי אומדן, היות ותופעת השוק העמוק לא נוצרה בנקודת זמן ספציפית, אלא במשך הזמן ולאורך התקופות. חוות הדעת גם הצביעה על כך שלפני סוף שנת 2011 לא היה שוק עמוק, ולפי חוות הדעת תופעת השוק העמוק נוצרה לאורך הזמן כך שכיום היא קיימת, אך לא בנקודה ספציפית בעבר. צוין כי ההשלכה הפרקטית של המעבר בדרך האמורה הינה שימוש בריבית גבוהה יותר, קרי – הקטנת המחויבות האקטוארית, כאשר ברמה החשבונאית ההשפעה תיזקף לרווח הכולל האחר.

חברת מליאה שאלה מי הגורם שיעשה את בחינת קיומו של שוק עמוק כל כמה שנים והאם הרשות לוקחת על עצמה את האחריות לכך. בתשובה הוסבר שבהיעדר גורם אחר וכל עוד ישנן טענות כלפי המוסד לתקינה, הרשות לוקחת על עצמה את משימת העדכון והבחינה. בעתיד כאשר תיפתר הסוגיה לגבי מוסד התקינה, הרשות עדיין רואה את המוסד לתקינה כגוף הרלוונטי לבחינת שוק עמוק.