



## 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 7-2014

### שהתקיימה ביום ד' 6/8/2014 בשעה 10:00 במשרדי הרשות בירושלים

חברי המליאה:	שמואל האוזר, קרן בר חוה, פנינה גיא, נטע דורפמן-רביב, מיקי קהן, שי פלפל, אתי אינהורן, שלומית ברנע- פרגו.
עובדי רשות:	אורנית קרביץ, עודד שפירר, דודו לביא, אבי לאור, אסף ברקוביץ, אמיר וסרמן, יובל גרנות, חוה בינשטוק, יעל אלבז, דורית גילת, מוטי ימין, רוני עמיחי, שרה קנדלר, איציק זקן, גיתית גור-גרשון, לירון כהן דניאלי.

### על סדר היום

1. עדכון ואישור הוראה למנהלי קרנות לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, בעניין קרן פקדונות ומלוות (קפ"מ)
2. תיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעת רכש
3. תיקון תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דיווח כספי), התשע"ד-2014 - עדכון בדבר פרסום להערות ציבור
4. סיום החלת נוהל עיתוי פרסומים עתיים באתר הרשות
5. הצעות חקיקה בנושא הצעת יחידות של קרנות זרות בישראל - עדכון בדבר פרסום להערות ציבור

## הדין

1. עדכון ואישור הוראה למנהלי קרנות לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, בעניין קרן פקדונות ומלוות (קפ"מ)

### רקע:

הקרן הכספית רשמה הצלחה בשוק הכסף במבחן הזמן, כאשר היקף ההשקעה באפיק זה הוא כ-60 מיליארד שקלים. עם זאת, כשבוחנים את הנתונים בפרספקטיבה רחבה יותר, בהשוואה בינלאומית, ניתן לראות כי בארה"ב, היקף ההשקעות בקרנות הכספיות מהווה שיעור של כ-43% משווי הפיקדונות לשנה, ואילו בארץ השיעור עומד על כ-14% בלבד.

מכאן שעל פניו יתכן ויש מקום להביא לשיפור במוצר ו/או בהנגשתו לציבור. בבחינה שבוצעה לבחון מדוע שיעור ההשקעות היחסי במוצר הקרן הכספית אינו גבוה יותר, נבחנו מספר הסברים אפשריים. בסופו של דבר תובנת סגל הרשות היתה כי הבעיה העיקרית נעוצה בכך שקיים חוסר במודעות מצד הציבור הרחב בדבר קיומה של האלטרנטיבה של הקרן הכספית. שכן, מרבית הציבור הרחב אינו פונה ליועץ ההשקעות בבנק בבואו לבצע השקעה. מכאן, סגל הרשות הגיע לכלל מסקנה כי יש ליצר פלטפורמה לקיומו של מוצר חדש בשוק הכסף שיהיה פשוט יותר מהקרן הכספית, ידידותי ואטרקטיבי יותר לציבור ונגיש יותר עבורו.

בתיקון לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994 (להלן – "תקנות הנכסים"), אופיינה קרן מסוג קפ"מ, שהיא סיווג משנה של הקרן הכספית, תוך יישום תובנות באשר למאפיינים שצפויים להביא לכך שסיכויי ההצלחה שלה כמתחרה בפיקדון הבנקאי יהיו גבוהים יותר מאשר אלה של הקרן הכספית הרגילה. ואלה המאפיינים:

- מזעור הסיכון הגלום בקרן, על ידי צמצום רשימת הנכסים שיוחזקו בה לנכסים הסולידיים ביותר מבין אלה המותרים להחזקה בקרן כספית, ובמח"מ קצר יותר;
- ניהול הקפ"מ כקרן מועדים קבועים שניתן לרכוש או למכור את יחידותיה רק אחת לשבוע, דבר אשר יקנה ודאות גבוהה ביחס להיקף היצירות והפדיונות הצפוי ובכך יקטין את התנודתיות האפשרית בה, יקנה ודאות גבוהה ביחס להשגת תשואה נומינאלית חיובית בין מועד למועד ואפשרות לתת מידע בדבר אומדן התשואה השנתית הגלומה בנכסי הקרן;
- מתן אפשרות להנגשת מוצר זה לציבור גם באמצעות מי שאינם בעלי רישיון לפי חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995. באופן זה, הלקוח יכול לרכוש את הקפ"מ בין על ידי פקיד ובין על ידי כל גורם אחר גם מחוץ למערכת

## הבנקאית.

למעשה, הקפ"מ הינה קרן נאמנות שרשאית להשקיע אך ורק בפיקדונות בנקאיים ומלוות קצרי מועד (עם מח"מ של 60 יום). מוצר זה הינו חלק מפעולות הרשות שנועדו לפעול להסרה של חסמים ולייצר פלטפורמה אטרקטיבית אלטרנטיבית לציבור להשקעה בשוק ההון. במקביל, הרשות פועלת לייצר מסגרת הסברתית להשקת המוצר החדש.

כדי להבטיח את השגת תכליתו של מוצר הקפ"מ תוך מקסום הערך המוסף הגלום בו למשקיעים ומניעת פגיעה בהם, ראתה הרשות לנכון לפרסם, בצד התקנות הרלוונטיות, הוראה משלימה. נוסח קודם של ההוראה אושר כבר על ידי המליאה יחד עם אישור הצעת התקנות לעיצוב והסדרת המוצר, ואולם לאחר שהושלמה מלאכת התקנות התעוררו מספר נקודות נוספות שיש להסדיר בהוראה.

לאור העובדה כי ייעודו של המוצר הינו להוות תחליף לפיקדון הבנקאי, ישנה חשיבות יתרה ליצירת מוצר פשוט, סולידי ובעל תבנית אחידה, בעל מאפיינים גנריים, כאשר הבידול בין מוצר אחד לאחר מסוגו יכול להיות מינורי ביותר. לפיכך, נקבעו מספר מאפיינים לקפ"מ שיגשימו את המטרה האמורה:

1. מנהל קרן יוכל להציע חמש קרנות מסוג קפ"מ בלבד, שהמועד להצעת היחידות ולפדיון שנקבע לכל אחת מהן הוא יום אחר בשבוע (קפ"מ יום א', קפ"מ יום ב', וכן הלאה).
2. מתבקש שימוש בשם אחיד המאפיין את המוצר, אשר יהיה פשוט, ויאפשר את זיהויו של המוצר ככזה שאינו משויך להשקעות בעלות סיכון בשוק ההון. לפיכך נקבעה תבנית אחידה לשם הקפ"מ.
3. לאור פוטנציאל התשואה הנמוך של הקפ"מ בהתחשב בנכסים שמותר להחזיק בו ובמח"מ הקצר, ובהתחשב בכך שהוא נועד באופן מובהק גם להשקעה לטווח קצר, תיאסר גביית הוספה בגין רכישתו.
4. לפי ההוראה ניתן יהיה להציע יחידות קפ"מ רק אם הקרן הוגדרה ככזו מיום הקמתה. היינו, מנהל קרן לא יהיה רשאי להפוך קרן רגילה שבניהולו לקרן קפ"מ, וזאת בשל מאפייניה הייחודיים של קפ"מ.
5. יום יצירות ופדיונות שנקבע לקפ"מ יכול שיחול ביום שאינו יום חישוב מחירים בקרן, וכדי למנוע מצב בו בעלי היחידות יהיו מנועים מלפדות את יחידותיהם במשך שבועיים, נקבע באמצעות הגדרת הקפ"מ בתקנות כי במקרה כזה יידחה יום היצירות והפדיונות ליום חישוב המחירים העוקב. ואולם במקרה כזה, עשוי להיווצר מצב בו ביום העוקב יציע מנהל הקרן יחידות של שתי קרנות שונות, וכן לא תהיה זהות בין היום בשבוע בו ירכשו היחידות לבין היום בו ניתן לפדותן. משקיע שרוכש את יחידות הקרן ביום יצירות ופדיונות נדחה כאמור עלול לסבור בטעות כי יחידותיה ניתנות לפדיון באותו יום בכל אחד מן השבועות הבאים, בעוד שאין הדבר כך. עניינים אלה עלולים לפגוע בפשטותו של המוצר וליצור חשש לבלבול. לפיכך נקבע בהוראה כי מקום שיום היצירות והפדיונות

נדחה, מנהל הקרן לא יציע בו את יחידות הקרן.

יצוין כי זוהו מספר בעיות בעת הנוכחית אשר עשויות להערים קשיים על צמיחתו של מכשיר הקפ"מ: ראשית, סביבת הריבית בעיתוי הנוכחי מאוד נמוכה, באופן בו הערך המוסף של המוצר, לעומת האלטרנטיבה, קטן יחסית. שנית, הוראות באזל 3 של בנק ישראל עלולות להוביל לכך שהבנקים לא יתנו ריביות מספיק גבוהות על הפיקדונות הגדולים. ולבסוף, עדיין קיים חשש שהמוסדות הבנקאיים יערימו חסמים ויקשו על רכישת המוצר, לאור העובדה שמדובר במוצר מתחרה למוצרי הבנק.

**דיון:**

אחת מחברות המליאה שאלה כיצד הלקוח יידע לבחור באיזה ממוצרי הקפ"מ להשקיע, לאור העובדה שהמוצר אינו מצריך ייעוץ השקעות. בתשובה, הוסבר כי מטרת התקנות וההוראה המשלימה לייצר מוצר גנרי, כך שללקוח לא תהיה העדפה בין מוצר של יצרן כזה או אחר. בהמשך, נשאל כיצד העובדה שמדובר במוצר גנרי משפיעה על אטרקטיביות המוצר מבחינת בתי ההשקעות שיידרשו בשיווקו. בתשובה, הוסבר כי אכן סביר להניח שלא כל בתי ההשקעות יציעו את מוצר הקפ"מ. הקפ"מ הינו מוצר שאחד המאפיינים העיקריים שלו הוא יתרון לגודל, ומשכך ההנחה היא שרק בתי ההשקעות המאוד מאוד גדולים יציעו אותו לציבור וניתן אף להניח שבתחילת הדרך בודדים מתוכם. סגל הרשות סבור כי בהחלט יתכן מצב בו בית השקעות אחד ישכיל לקדם את המוצר שלו ולייצר מודעות בקרב המשקיעים באופן שיקנה לו הובלה משמעותית בשוק. אפשרות אחרת, היא שהמוצר יעבור סוג של אינטראקציה שיווקית, כך שגורמים שונים (כדוגמת סוכני ביטוח, משווקים של בתי השקעות או אפילו פקידי השקעות בבנק), ישווקו את המוצר הספציפי בניהולו של בית השקעות כזה או אחר. מבחינת הרשות, היות והמוצרים נדרשים להיות גנריים ואחידים, אין בעייתיות בכך שגורם מסוים יקדם מוצר ספציפי גם בהינתן שיש לו אינטרס כלכלי או אחר בקידומו.

לשאלת אותה חברת מליאה, בעניין היעדר תמריץ לעבור לקפ"מ בסביבת הריבית הנמוכה הקיימת היום, הושב כי בקפ"מ המס משולם רק על הרווח הריאלי, ומאחר שבסביבת הריבית הנוכחית הרווח הריאלי הוא כמעט בהכרח שלילי, אזי גם אין חבות מס.

אחת מחברות המליאה העירה כי מדובר בנושא חשוב ובעל ערך משמעותי עבור ציבור הצרכנים, וחשוב לפעול לפרסומו ולהגברת התודעה הציבורית למוצר הקפ"מ.

לשאלת אחת מחברות המליאה האם ניתן יהיה לרכוש את המוצר באינטרנט, הושב בחיוב.

ולבסוף, אחד מחברי המליאה ביקש לדעת האם במסגרת ההסדרה של הקפ"מ ישנה התייחסות לאלמנט הסיכון של הקפ"מ. בתשובה הושב על ידי סגל הרשות בשלילה. היות והקפ"מ במהותו הוא קרן נאמנות אין בו אלמנט של התחייבות

אלא מדובר בתיק השקעות. סיכון האשראי שנלווה להשקעה בקפ"מ זהה למעשה לסיכון האשראי שנלווה להשקעה בפיקדון בנקאי באשר הוא.  
**החלטה: הוחלט, פה אחד, לאשר את ההוראה.**

## 2. תיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעת רכש

### רקע:

תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 (להלן: "תקנות הצעת רכש") מסדירות את סוגיית הצעות הרכש השונות. מדובר בתקנות די ייחודיות בדיני ניירות ערך כיוון שהן עוסקות לא רק בגילוי, אלא הן גם מסדירות את אופן ביצוע ההצעה ובכלל זה את חובת השוויוניות, שמשמעה החובה להציע לכל מחזיקי ניירות הערך את אותה ההצעה, משך ההצעה וכן את אופן הקיבול של ההצעה. התקנות נקבעו בשנת 2000 והן מסדירות את הנושא באופן טוב, אולם במשך הזמן נוצר צורך לבצע מספר תיקונים נקודתיים.

הסוגיה העיקרית שבעניינה התחבט סגל הרשות זמן רב, נכללה בהצעה המקורית שהובאה בפני מליאת הרשות ב-2010. ואולם, לאחר חשיבה נוספת והתפתחויות שחלו בשוק הוחלט שלא לקדם את התיקון שנכלל בהצעה המקורית. הסוגיה האמורה נוגעת לחובת הדירקטוריון למסור חוות דעת לגבי השווי ההוגן של הצעת הרכש, קרי - נאותות המחיר, במהלך של הצעת רכש מלאה.

בטרם נפרט את הסוגיה והבעייתיות העולה ממנה, יתוארו להלן שתי הדרכים החלופיות העיקריות במסגרתן מתבצעת רכישת מניות המיעוט בחברה ציבורית על ידי בעל השליטה.

הדרך הראשונה היא הצעת רכש מלאה - חוק החברות קובע כי בעת ביצוע הצעת רכש במסגרתה מעוניין בעל השליטה לרכוש את מניות המיעוט, עליו להציע לכל בעלי מניות המיעוט הצעת רכש מלאה. את הצעת הרכש המלאה בעל השליטה רשאי להציע רק כל עוד החזקותיו אינן עולות על תשעים אחוז. בהתאם לחוק, הרוב שנדרש לקיבול ההצעה הוא רוב מיוחד לפיו בעל השליטה צריך לחצות את רף ה-95 אחוזים. המשמעות היא שככל שבעל השליטה מתחיל את הצעת הרכש בנקודה נמוכה יותר מבחינת שיעור האחזקות שלו הוא צריך רוב יותר גדול, וזהו למעשה אחד הקשיים הגדולים בהליכים של הצעת רכש מלאה עבור בעלי השליטה. מרכיב נוסף וחשוב בהצעות רכש מלאות הוא סעד הערכה. משמעותו היא שגם אחרי שהצעת הרכש עברה ברוב הנדרש, בעל מניות רשאי לפנות לבית משפט ולטעון כי השווי שבו נעשתה הצעת הרכש לא היה שווי נאות. לעניין זה, בעל המניות לא נדרש להראות פגם בהליך, אלא די בכך שיוכיח שהשווי לא היה נכון, ויציג חוות דעת כלכלית מתאימה, ובית המשפט ייתן לו סעד הערכה, קרי פיצוי בגין הפער שבין מחיר ההצעה והמחיר ההוגן. ואכן, יש לא מעט תביעות ייצוגיות שהוגשו בהקשר של סעד הערכה.

הדרך השנייה היא מיזוג משולש הופכי - מספר שנים אחרי שחוק החברות נכנס

לתוקף, בשל הקושי בו נתקלו מציעים שביקשו לבצע הצעות רכש מלאות, התפתחה בארץ פרקטיקה של הליך נוסף והוא מיזוג משולש הופכי, המבוסס על הדרך המקובלת בארה"ב להפיכת חברות ציבוריות לפרטיות. חוק החברות קובע הוראות לעניין מיזוג חברות. הליך הפיכת החברה לחברה פרטית באמצעות מיזוג נעשה באמצעות הקמת חברה שתתמזג עם חברת המטרה, דהיינו עם החברה הציבורית. התוצאה דומה לזו שמושגת באמצעות הצעת רכש מלאה - בעלי מניות המיעוט מקבלים כסף תמורת המניות שלהם והחברה הופכת להיות פרטית - אך הפרוצדורה שונה.

בעוד שהצעת רכש מלאה מתבצעת בין בעל השליטה לבין בעלי המניות במישרין ולחברה אין מעמד בהצעה (ההצעה נעשית "מעל ראשה של החברה"), הרי שהליך מיזוג משולש הופכי מתבצע באישור האורגנים של החברה, ונדרש אישור ועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית ברוב מקרב המיעוט. משכך, בהליך של מיזוג הופכי משולש האורגנים של החברה נדרשים לקבל החלטה מושכלת ביחס למחיר ושווי ההצעה, כאשר בדרך כלל הדירקטוריון נדרש לקבל חוות דעת כלכלית, ולכן ההליך ארוך יותר. כך, בעוד שהצעת רכש מלאה יכולה להיסגר תוך ארבעה עשר יום מיזוג לעומתו עשוי לפעמים להמשך חודשים.

מבחינת הרוב הנדרש, על פי רוב יש יתרון מבחינת בעל השליטה להליך מיזוג משולש הופכי והרוב הנדרש לאישורו הוא פחות מחמיר.

לבסוף, בניגוד לסעד ההערכה שקיים בהליך של הצעת רכש מלאה, במיזוג משולש הופכי לא קיים סעד כאמור, והתקיפה התבססה בעיקר על הליך קבלת ההחלטות בחברה.

נוכח השוני בהליכים, והיתרונות והחסרונות הגלומים בכל אחד מהם, הפרקטיקה היא שכיום משתמשים בשניהם. פסק דין של בית המשפט המחוזי אף קבע כי שני ההליכים הם חלופיים ולבעלי השליטה החופש לעצב את העסקה בשתי הדרכים. בהערת אגב יצוין כי קיימות דרכים נוספות למחוק את החברה, אך הן פחות שכיחות.

כאמור, בהצעה המקורית משנת 2010, הוצע לקבוע כי גם בהליך של הצעת רכש מלאה, אשר כעיקרון מתבצע מול בעלי המניות ו"מעל ראשה של החברה", הדירקטוריון לא יהיה דומם, אלא יהיה חייב לתת חוות דעת שאומרת למשקיעים האם המחיר לדעת הדירקטוריון נאות (בדומה להליך הקיים לגבי הצעות רכש מיוחדות שהן הצעות רכש נדירות יותר במסגרתן רוכשים שליטה בפעם הראשונה). כעת, סגל הרשות בדעה כי נכון שלא לבצע תיקון זה.

השיקול העיקרי בבסיס ההמלצה שלא לתקן את הדין הקיים הוא החשש שקביעת הוראה כאמור תוביל לכך שלא יהיה עוד יתרון בביצוע הצעת רכש מלאה, אשר על פי רוב מחייבת רוב מחמיר יותר, והליך מיזוג משולש הופכי יקבל יתרון בולט, כאשר לא בטוח שהוא הליך טוב יותר. כלומר, המחוקק בחוק החברות התכוון שיעשו הצעות רכש מלאות, והליך זה כולל הגנות שאינן מבוטלות, לרבות סעד הערכה ורוב מיוחד. התיקון שהוצע בהצעה המקורית יסיט את כל ההצעות

למסלול של מיזוג הופכי משולש, וזה השיקול המרכזי נגד ההצעה המקורית. שיקול נוסף ומשני נעוץ בכך שיתכן שתיקון כאמור מקומו בחוק החברות ולא בתקנות הצעת רכש, בדומה לחובה שיש לדירקטוריון בהצעת רכש מיוחדת לחוות דעתו.

בנוסף לנקודה זו, סגל הרשות מבקש לקדם מספר תיקונים נוספים נקודתיים יותר בתקנות הצעת הרכש. מדובר בתיקונים שגם מבחינת השוק נתפסים כתיקונים די מתבקשים. אחד התיקונים המוצעים קובע שכחברה מפרסמת מפרט הצעת רכש היא צריכה לעדכן באותה נקודת זמן על כל שינוי או חידוש מהותי, גם אם התרחשו לאחר מועד פרסום הדוחות הכספיים האחרונים שלה, שפורסמו חודש קודם לכן למשל. סגל הרשות מפרש את הדין הקיים כקובע חובה כזו ומוצע להבהיר זאת בתקנות.

תיקון מוצע נוסף מבקש לקבוע שאם במהלך הצעת הרכש היו שינויים בפעילות החברה, חייב להינתן על כך גילוי (למשל ניהול משא ומתן במקביל להצעת רכש שלא ניתן עליו גילוי). גם נקודה זו מהווה כבר היום פרשנות של סגל הרשות לדין הקיים, ומוצע להבהיר זאת בתקנות.

תיקון מוצע נוסף הוא להחיל את תקנות הצעות רכש גם על אגרות חוב שאינן להמרה. תקנות הצעת רכש נכתבו אחרי חוק החברות. היות שחוק החברות טיפל במניות, תקנות הצעת רכש טיפלו גם הן במניות ובניירות ערך המירים למניות ולא באגרות חוב שהיו הרבה פחות שכיחות בשוק.

לבסוף, תיקון מוצע נוסף אשר עלה כצורך מהשוק, נוגע לפעולות בניירות ערך בתקופת הקיבול. בהתאם לדין הקיים, בתקופת קיבול אסור לחברה, לבעל השליטה או לתאגיד קשור אליו לבצע פעולות בניירות הערך, כי התפיסה הייתה שבתקופת הצעת רכש המחיר רגיש ולא רצו שבעל השליטה למשל יגרום לירידת מחיר או לעליית מחיר בזמן הצעת הרכש. התיקון המוצע מסמיך את יו"ר הרשות להחריג ולפטור את האיסור הגורף בסיטואציות מסוימות. הצורך בתיקון זה התעורר בעקבות מקרה ספציפי שהגיע לשולחן הרשות, בו בעל שליטה החזיק בצד אחד בחברה ציבורית שהוא רוצה למחוק אותה, ובמקביל החזיק בחברת תעודות סל שאחת מהחברות במדד שהיא מלווה זו אותה חברת מטרה. חברת תעודות הסל חייבת כל הזמן לשנות את הפוזיציות שלה ואנחנו רוצים למשל במקרה כזה לאפשר לה לעשות את זה בלי שהדבר יחשב הפרה של תקנות הצעת רכש.

#### **דיון:**

לשאלת אחד מחברי המליאה בעניין הרוב הנדרש לאישור הצעת רכש מלאה באג"ח, הושב כי באגרות חוב שאינן להמרה, להבדיל ממניות, אין דרישה לרוב מיוחד, וכן גם ההצעות שנעשות ברכישות אלו הן בדרך כלל לא לרכישה מלאה של סדרת האג"ח אלא לחלק קטן ממנה. מכל מקום, דרישת הרוב לצורך ביצוע הרכישה קבועה בחוק החברות ולא ניתן להסדירה במסגרת תקנות הצעת רכש. המשמעות של החלת התקנות גם על אג"ח, הינה לעניין הפרוצדורה לביצוע הצעת הרכש (כך למשל, חובת פרסום מפרט, חובת שוויוניות במחיר לניצעים, הבהרת

תנאי ההצעה).

לשאלה נוספת מצד חבר המליאה, בעניין השפעת הרכישה על השוק בזמן משבר, הוסבר על ידי סגל הרשות כי ההליך המתואר אינו פוסל אפשרות של buy back, כלומר של רכישה עצמית על ידי חברה, שכן זו מתאפשרת בשיעורים קטנים. בנוסף, גם רכישה עצמית של מניות ללא הצעת רכש היא אפשרית עד חמישה אחוז, שכן רק אם הרכישה עולה על חמישה אחוז היא חייבת להתבצע במסגרת ההליך של הצעת רכש. למעשה, תפיסה זו קיימת גם בדין האמריקאי שהרציונל בבסיסה הוא שכאשר מתבצעת רכישה משמעותית, יש חשש שהציבור ימהר מאוד למכור, מבלי שהוא מבין את ההצעה, ומשכך יש מקום להחיל את הדין שקובע פרוצדורות לעניין זה שנועדו להגן על בעלי מניות המיעוט. לבסוף, בתשובה לשאלה הנוגעת למצב החוקי בעולם נמסר על ידי סגל הרשות כי בארצות הברית עיקר הרכישות נעשות בדרך של מיזוג, ולכן שם דרך המלך היא לעבור דרך האורגניזם בחברה ובכלל זה לקבל חוות דעת של הדירקטוריון לנאותות שווי ההצעה. בארה"ב לא קיימת חלופה של הצעת רכש מלאה, ואילו בארץ סגל הרשות בדעה שנכון לשמר חלופה זו. כן הוסבר כיצד התפתח בישראל המסלול של מיזוג משולש הופכי.

**החלטה: לנוכח חלופי הזמן ממועד ההצעה המקורית הוחלט לפרסם את ההצעה המעודכנת להערות ציבור.**

### 3. תיקון תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דיווח כספי), התשע"ד-2014 – עדכון בדבר פרסום להערות ציבור

**רקע:**

במהלך החודשים האחרונים מובאות על ידי סגל הרשות לאישור המליאה הצעות לחקיקת משנה במטרה לקדמן בד בבד עם קידום תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות (להלן - "תיקון 21"). במסגרת זו מבקש סגל הרשות לעדכן את המליאה בדבר כוונה לפרסם להערות ציבור טיוטת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דיווח כספי), התשע"ד-2014.

כיום תעודות הסל פועלות תחת המסגרת של חוק ניירות ערך. במסגרת זו הן מדווחות, כמו כל חברה ציבורית, דוחות כספיים של החברה המנפיקה את תעודות הסל, שכוללת בתוכה, במאוחד, את כל התעודות שהחברה מנפיקה.

המעבר הצפוי של תעודות הסל למשטר של פיקוח תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות העלה את השאלה האם לקבוע משטר דיווח בדומה לקרנות נאמנות, דהיינו דוח כספי לכל תעודת סל בנפרד.

במסגרת פרויקט ההקלות של הרשות בחנה הרשות מתן הקלה לתעודות הסל, כך שתישמר מסגרת דיווח של דוח אחד למנהל, אשר יכלול בנוסף מידע כספי מפורט גם ברמת התעודה על מנת שלא לאבד מידע חשוב בקשר עם כל תעודה, וזאת חלף



פרסום דוח כספי נפרד לכל תעודת סל.

טיוטת התקנות גובשה לאחר דין ודברים ראשוני שהתנהל מול השוק – ובכלל זה מול איגוד תעודות הסל, מנכ"לי החברות, סמנכ"לי כספים, חשבים ומשרדי רואי החשבון. במסגרת זו כבר התקבלו הערות ראשוניות של הגורמים השונים ושולבו בטיוטת התקנות.

לאחר קבלת הערות הציבור יובאו התקנות לאישור המליאה, בצירוף הערות הציבור העיקריות שהתקבלו.

**דיון:**

הועלו שאלות מטעם חבר מליאה ביחס לגילוי שיידרש בו מנהל הקרן ביחס ל הפרש בין הנכסים של תעודת הסל ברמת התעודה הבודדת לבין ההתחייבות לציבור. סגל הרשות השיב כי בנוסף לגילוי בנושא זה בדוח הכספי, יינתן גילוי של מצבת הנכסים של התעודה בדוח החודשי. כמו כן, החוק מחייב את המנהל להשלים חוסר בנכסים ומסדיר פיקוח של הנאמן על תהליך זה ברמה יומית.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את העלאת נוסח התקנות להערות הציבור.**

#### 4. סיום החלת נוהל עיתוי פרסומים עתיים באתר הרשות

**רקע:**

כחלק ממתווה ההקלות ברגולציה, שמקדמת רשות ניירות ערך בשנתיים האחרונות, החליטה מליאת הרשות בחודש בינואר 2013 לאמץ נוהל בדבר עיתוי פרסומים באתר הרשות (להלן: "הנוהל"), שיבטא טוב יותר את התכליות שבבסיס הפרסומים שלה לציבור, ובהן הגברת הוודאות המשפטית, הטמעת הוראות הדין, מתן הערות ציבור, וכו'. בהתאם לכך, ולאחר דיון ביתרונות ובחסרונות הכרוכים באימוץ הנוהל, הוחלט לעשות כן לתקופת ניסיון של שנתיים, בשנים 2013 – 2014. עיקרי הנוהל פורסמו באתר הרשות. בנוהל נקבע, כי חלף פרסומים באתר הרשות שנעשו על בסיס שוטף, ייעשה מאמץ לרכז את מרביתם במספר מועדים קבועים במהלך השנה, בהם יעלו הפרסומים לאתר הרשות במקובץ ובאופן מרוכז, וכן נקבעה בנוהל רשימה לא סגורה של מקרים, שלגביהם הפרסום לא ייעשה על פי הנוהל אלא תיוותר מתכונת הפרסום השוטפת הקיימת, בעיקר בשל שיקולים של דחיפות או חשיבות מיוחדת, או כאשר אין בעצם הפרסום להטיל עומס נוסף על הגורמים המפוקחים. סגל הרשות החל לפעול על פי הנוהל בראשית שנת 2013. עם התקרב המועד לסיומה של תקופת הניסיון שנקצבה לבחינת הנוהל (סוף שנת 2014), ולאור הלקחים שהופקו מיישומו של הנוהל עד כה, מוצע לסיים את החלתו של הנוהל מהטעמים שיפורטו להלן.

עיקרי הנימוקים לסיום החלתו של הנוהל

1. עם אישור הנוהל, הובאה בחשבון העובדה, כי בכל אחת ממתכונות הפרסום, השוטף והעיתי, קיימים יתרונות וחסרונות. תכלית הנוהל היתה להיטיב

ולחקל עם הגורמים המפוקחים, ואולם, בחלוף הזמן, התברר, כי התכלית אינה מתקיימת כמצופה, שכן נראה כי לא נבעו מיישומו של הנוהל הקלה או יתרון משמעותיים עבור הגורמים המפוקחים או עבור ציבור המשקיעים.

2. מנהלי קרנות הנאמנות פנו לאחרונה לרשות באמצעות איגוד מנהלי הקרנות בבקשה להחריגם מתחולת הנוהל ולהחיל עליהם את מתכונת הפרסום השוטף הקודמת, מהטעם שהנוהל מרכז כמות גדולה של פרסומים במספר מצומצם של מועדים, ובכך יוצר עומס רב ופוגע ביכולתם להטמיע את תוכן הפרסומים, לנהל דיאלוג יעיל עם הרשות, ופוגע בהתנהלותם השוטפת. סגל מחלקת השקעות הביע תמיכה בעמדה זו, בשל הקושי בהתנהלותו שלו כלפי גורמים מפוקחים אלה.

3. גורמים מפוקחים נוספים פנו לרשות והעירו כי מתכונת הפרסום השוטף עדיפה עבורם, מאחר שהיא מאפשרת להם עדכון בעמדות הרשות ובהחלטותיה בסמוך למועד קבלתן.

4. במהלך תקופת יישום הנוהל, התעוררו לא מעט מקרים שעלה צורך מיידי בפרסומם, ולפיכך, הוגדרו כחלק מהחריגים שנקבעו בנוהל, בדרך כלל מהנימוק שיש בפרסום חשיבות או דחיפות מיוחדת, או צורך מיוחד העולה מהשוק. שימוש תדיר זה בחריגים לנוהל הביא לכך שעדיין יש צורך להתעדכן באופן שוטף גם אם רוב הפרסומים נעשים בעיתוי שנקבע לכך.

לאור האמור לעיל, מוצע לסיים את החלטתו של נוהל הפרסום העתי, ולחזור ככלל למתכונת הקודמת, של פרסום שוטף באתר הרשות. עם זאת, ועל מנת לנסות ולהקל בכל זאת על עומסי הפרסומים באתר הרשות, יקבעו כל מנהל/ת מחלקה רלבנטית, על פי שיקול דעתם, כי פרסומים מסוימים יפורסמו באופן עיתי, בהתאם לחשיבותם ודחיפותם, ובהתאם לנסיבות העניין הספציפיות.

#### **דיון:**

אחת מחברות המליאה ציינה כי אחד הגורמים הבולטים שהביאו להחלטתו של הנוהל היה דרישות מצד גורמים בשוק שצינו שאינם מסוגלים לעמוד בהצפה יומיומית של פרסומים, ולכן מעדיפים את הפרסום העתי. בהקשר זה שאלה האם החזרה מהנוהל נובעת מדרישה של השוק או מהפקת לקחים של סגל הרשות, והאם לא ניתן להציע דרך ביניים אחרת, כך שבכל זאת יהיה מועד פרסום קבוע ולא נתון לשיקול דעת (למשל אחת לחודש ולא אחת לרבעון), כדי שהציבור יוכל לדעת מראש מתי לצפות לפרסום.

בתשובה לכך נמסר על ידי סגל הרשות כי בעבר לפני החלטת הנוהל, פנו לרשות מספר גופים שביקשו שהפרסומים באתר לא יהיו כל כך תכופים. לכן, סגל הרשות סבר שאם נפעל לפי הנוהל ונעלה פרסומים באתר אחת לפרק זמן קבוע ובמועדים קבועים מראש, נשיג את המטרה, ונקל במקצת על העומס של הגופים המפוקחים. אבל, יישום הנוהל עורר לא מעט בעיות. הובאו מספר דוגמאות לסוגי הבעיות: אחד הקשיים העיקריים שהתעוררו ביישום הנוהל נוגע לנושא החריגים לנוהל. אחד החריגים קובע שאם נדרש פרסום של נושא מהותי או נושא שחשוב לקדמו

במהירות, למשל נושא ההקלות ברגולציה, ומאחר שמדובר בעניין שהינו לטובת המפוקחים, הרי שיש להביאו בעיתוי מוקדם ככל האפשר לידיעת השוק. לכן בעניינים אלה ראוי שנחרוג מהנוהל וממועדי הפרסום העיתיים שנקבעו בו. באופן מצטבר, התוצאה הייתה, שפרסומים שראינו כחשובים ומהותיים, והיו לא מעטים כאלה, לא נעשו במועד העיתי שנקבע, אלא באופן שוטף במקביל, במועד הפרסום העיתי שנקבע בנוהל פרסמו עוד עמדות, פרשנויות סגל, שאלות ותשובות, בהיקף לא מבוטל. כך, שבסופו של דבר כדי להיות מעודכנים, ממילא נדרשו הגורמים בשוק להתעדכן באתר הרשות לא רק בתחילת כל רבעון אלא באופן שוטף. בעיה נוספת שהתעוררה, הייתה פערי זמנים בין החלטות מליאה לאישור תקנות לבין מועד הפרסום העיתי. כך למשל, נוצרו מצבים בהם תקנות אושרו על ידי המליאה אך מועד הפרסום לאותן תקנות לפי הנוהל העיתי חל רק חודשיים מאוחר יותר. בינתיים היה צורך לפרסם גם את פרוטוקול המליאה שמתייחס אליהן, ובעצם הציבור הבין שהתקנות כבר אושרו במליאה אבל אינו יכול לראות את התמונה המלאה, כי נוסח התקנות טרם פורסם אלא ממתין למועד הפרסום העיתי. קושי נוסף נבע מכך שסגל הרשות עובד לעיתים קרובות בלוח זמנים מאוד צפוף ותובעני כדי להביא נושא זה או אחר לאישור המליאה או הוועדות. נראה היה לא נכון שעל אף שנושא מסוים מובא לדיון במליאה ומאושר, יש לחכות חודשיים לפרסומו. בעיה נוספת שהתעוררה מיישום הנוהל היתה פערי מידע שנוצרו בין גורמים שונים בשוק. אחד המצבים השכיחים לכך הינו מצב בו חברה מגישה בקשה לקבלת הנחיה מקדמית (פרה-רולינג) מהרשות בעניין עקרוני לפעילותה, ולעיתים דחוף. סגל הרשות מביע עמדה בנושא ונותן תשובה לאותה חברה, אבל לא ניתן לפרסם את העמדה לידיעת כל שאר החברות כי טרם הגיע עיתוי הפרסום. מצבים מעין אלה עלולים ליצור אפליה בין מי שפנו לרשות, קיבלו תשובה קונקרטית לפנייתם ויודעים מה עמדת הרשות בסוגיה מסוימת, לבין כל שאר המפוקחים וגורמים המייצגים אותם (עורכי דין, רואי חשבון וכד'), שאינם מודעים לעמדה זו. בהקשר זה פנו לרשות מספר עורכי דין שביקשו לדעת עמדות או החלטות שהתקבלו כדי לא להימצא בפער מידע או בנחיתות מול עמיתיהם. אמנם לעיתים הנושא עשוי להיכנס לרשימת החריגים ולקבל פרסום אבל החברות ועורכי הדין ציינו כי הם מעדיפים מצב שבו החלטות ועמדות יפורסמו והם יוכלו להחליט בעצמם מה מהותי עבורם ומה לא, ובלבד שלא יהיו במצב של פערי מידע. הגורם הדומיננטי בשוק שביקש להחזיר את המצב לקדמותו היה איגוד מנהלי קרנות הנאמנות. תעשייה זו מיוצגת ומקבלת שירותים ממספר מצומצם של משרדי עורכי דין המתמחים בתחום. הפרסומים של הרשות בפן הזה הם לא מועטים. גורמים אלה ציינו במפורש, שהם מעדיפים מצב תמידי של "טפטוף עדין" של פרסומים ולא "שבר ענן" אחת לשלושה חודשים, כפי שקרה בעקבות נוהל הפרסום העיתי. כאמור, בתחום קרנות הנאמנות מדובר בנפח עצום של תכנים, שכל אחד מהם צריך להיות מנותח ומעובד על ידי מנהלי הקרנות וגם מועבר הלאה ללקוחות. מצב שבו הפרסומים ממוקדים במועד אחד, הפך את

העבודה גם שלנו וגם של הגורמים בשוק לקשה מאד. כן צוין כי גם בהיבט של הדוברות יש ערך בביצוע פרסום שוטף חלף פרסום עיתי, שכן הרבה פעמים במועד הפרסום מתפרסמים מספר פרסומים, והיכולת לשקפם לציבור נפגעת.

על אף האמור לעיל, הוסבר על ידי הסגל שבמסגרת שיקול הדעת שהותר לכל מנהל מחלקה, ייעשה מאמץ לרכז פרסומים במועדים עיתיים, ואולם במרווחים מצומצמים יותר (למשל אחת לחודש). באופן זה, הנוהל המוצע נועד להוות מעין דרך ביניים במסגרתה אמנם הרשות לא תפעל עוד בהתאם לנוהל הפרסום העיתי באופן מחייב, אבל כל מנהל/ת מחלקה רלבנטית, יקבעו על פי שיקול דעתם, כי פרסומים מסוימים יפורסמו באופן עיתי, בהתאם לחשיבותם ודחיפותם, ובהתאם לנסיבות העניין הספציפיות.

במסגרת הדיון עלתה האפשרות למתכונת של פרסומים עתיים, אך אחת לחודש או לשבוע ולא אחת לרבעון כפי שקבע הנוהל. שני חברי מליאה הציעו כי מעבר לפרסום חודשי יכול לשרת את מטרת הנוהל ומצד שני להתמודד עם הבעיות שהוצגו, וכי יש יתרון בנוהל מחייב על פני כוונה כללית לפרסם בעיתוי קבוע.

בתשובה ניתנה דוגמא נוספת מתחום תעודות הסל, שהינו שוק מאוד מהיר ודינמי. בשוק הזה, גם אם היה נקבע עיתוי פרסום קבוע של אחת לחודש, עדיין מצב שבו מנהל תעודת סל אחת קיבל עמדה מהרשות, נותן לו יתרון לעומת מנהל תעודה אחרת שלא קיבל התייחסות כזו. לעיתים ההשלכות של פערי מידע אלה כתוצאה מעיכוב הפרסום ועד למועד הקבוע, יכולות להיות מהותיות. לכן, הקושי אינו רק לצמצם את מועד הפרסום מאחת לשלושה חודשים לאחת לחודש, משום שגם אם נקבע עיתוי פרסום של אחת לחודש, עדיין ידרשו דיונים והתלבטויות מצד סגל הרשות בשאלה, מה לפרסם כחריג לנוהל ומה לא. דיונים אלה דורשים תשומות רבות. בנוסף, עדיין יהיה קיים פרק זמן שבו חלק מהגורמים בשוק יימצאו במצב של חוסר וודאות ושל פערי מידע, ובעבור גורמים אלה עדיף מצב שבו הם נדרשים להיכנס לאתר הרשות על בסיס יומיומי ולבדוק את הפרסומים שבו, על פני מצב של פרסום במועד קבוע וידוע מראש, גם אם אחת לחודש.

אחת מחברות המליאה ציינה כי יש מקום לשקול את החלת הנוהל באופן שונה ביחס לסוגים שונים של פרסומים. כך למשל, ניתן לפרסם טיוטות להערות ציבור באופן עיתי, שכן ממילא לא מדובר על נוסח סופי, לא יכולים להיווצר פערי מידע ביחס אליו ואין דחיפות מיוחדת בפרסומו. זאת, להבדיל מנוסחים סופיים שלגביהם ניתן על פי רוב להחיל פרסום שוטף. במענה לכך הושב כי אכן יש מקום להבחנה בין סוגי פרסומים שונים, שכן הקושי העיקרי מתעורר ביחס לפרסומים בנוסחים סופיים להבדיל מפרסומם של טיוטות שמתפרסמות להערות ציבור. יחד עם זאת, גם כאשר מדובר בטיוטות חקיקה למשל, שמתפרסמות להערות ציבור, קיימת לעתים רבות חשיבות בפרסומן השוטף, שאחרת עיכוב הפרסום עד למועד העיתי מעכב את הליך החקיקה בעניינן. בנוסף לכך, הליך החקיקה אורך ממילא זמן רב וכולל מספר צמתים לתגובות ציבור, לרבות הדיונים בכנסת.

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לסיים את החלתו של נוהל הפרסום העיתי, ולחזור**

ככלל למתכונת הקודמת של פרסום שוטף באתר הרשות. עם זאת, ועל מנת לנסות ולהקל בכל זאת על עומסי הפרסומים באתר הרשות, יקבעו כל מנהל/ת מחלקה רלבנטית, על פי שיקול דעתם, כי פרסומים מסוימים יפורסמו באופן עיתי, בהתאם לחשיבותם ודחיפותם, ובהתאם לנסיבות העניין הספציפיות.

## 5. הצעות חקיקה בנושא הצעת יחידות של קרנות זרות בישראל - עדכון בדבר פרסום להערות 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 לעיגון התנאים הנדרשים להצעת יחידות של קרנות חוץ, מובאות כעת לעדכון המליאה - לפני פרסום להערות ציבור - טיוטות נוסח לתיקון תקנות הסיווג ותקנות האגרות.

### התיקון המוצע ביחס לתקנות 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. יצוין בהקשר זה, כי הסיווגים שנקבעו ביחס לקרנות החוץ הינם עקביים עם מתכונת הסיווג של הקרנות המקומיות המתמחות בחו"ל (זאת בשינויים המחויבים לעניין הרזולוציה ובהתחשב במספר הקרנות שיופיעו בפרסום). באופן דומה, האמור יחול גם על קרנות חוץ מסוג ETF אשר סיווגן יהיה עקבי (בשינויים המחויבים) עם האופן בו יסווגו תעודות סל המתמחות בהשקעות בחו"ל.

בנוסף, מוצע לתקן את נוסח התקנות, כך שביחס לקרנות מקומיות שיחידותיהן נקובות במט"ח תוצג גם התשואה הדולרית של הקרן. תקנה 3(א)(5) לתקנות הסיווג קובעת כי בין הפרטים שיכללו בפרסום אודות קרן, תובא גם תשואה שקלית לתקופות אחידות לכל הקרנות. הסדר חוקי זה מביא לכך שגם ביחס לקרנות הנקובות בדולר מפורסמת תשואה שקלית. הדבר יוצר חוסר עקביות שכן לקוחות המנהלים חשבונות דולריים ורוכשים גם קרנות וגם ניירות ערך חוץ בהם התשואה מוצגת בדולר, מצפים לראות גם ביחס לקרנות את התשואה שהושגה בדולר. מוצע אם כן, לתקן את תקנות הסיווג כך שלצד התשואה השקלית המאפשרת השוואה בין הקרנות השונות, תובא גם תשואה דולרית, וזאת, ביחס לקרנות שיחידותיהן נקובות בדולר.

### התיקון המוצע ביחס לתקנות 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 הישראליים.

במודל שנקבע ביחס לאגרות שישלמו מנהלי הקרנות הזרים נדרש לבצע התאמות שנבעו משני גורמים עיקריים:

1. אגרת התשקיף שמשלם מנהל קרן מקומי כוללת רכיב משתנה המבוסס על סכומי הכסף שהוא מגייס בחודש, בניכוי פדיונות. ביחס לקרן ישראלית הרשות מקבלת מידע זה מן הבורסה, אשר סולקת את יחידות הקרנות. ואולם לגבי קרן חוץ, ביחס למשקיעים בישראל, מידע זה אינו צפוי להיות זמין, הן למנהל הקרן עצמו והן לרשות.

2. המודל המקובל בחו"ל מתבסס על גביית אגרה על בסיס מוצר (כלומר תשלום קבוע בגין הצעת מוצר) ולא על בסיס יצירות ופדיונות, ולכן המודל המוצע ייראה חריג בעיני הגופים המתעניינים בהצעת קרנות בארץ, ויחזק את התפיסה בדבר מורכבות רגולטורית הכרוכה בכניסה לפעילות בישראל (תפיסה כאמור משותפת לכלל הגופים הזרים, בשל הדרישות החריגות בעניין הפקדת ערבות ופיקדון).

לפיכך מוצע כי מנהל קרן זר יחויב ברכיב הקבוע בלבד של אגרת תשקיף באופן חד פעמי, שתהווה אגרת רישום לקרן, ובאגרה שנתית, כדלקמן:

1. בעת הגשת הבקשה להצעת יחידות בישראל תשולם אגרה קבועה בסכום זהה לסכום הקבוע של אגרת התשקיף לפי תקנות אגרת תשקיף (נכון להיום עומד הסכום על 4,240 ₪);

2. אגרה שנתית תשולם בסוף כל שנה ותעמוד על הסכום אותו נדרש לשלם מנהל קרן בדרגה הגבוהה ביותר לפי התוספת לתקנות אגרה שנתית (נכון להיום עומד הסכום על כ-52,295 ₪, בהתעלם מן ההפחתה לפי הוראת השעה). ואולם אם יעלה בידו של מנהל הקרן הזר להוכיח, בהסתמך על ערוצי ההפצה של הקרן והסכומים המוחזקים בידי ישראלים שרכשו באמצעות ערוצי הפצה אלו, כי הקרן גייסה בישראל סכום נמוך משווי הנכסים שהוא הרף העליון לדרגה הראשונה (הנמוכה ביותר) לפי התוספת (כיום מדובר בסכום של 7,202,000 ₪), הוא יחויב בסכום אגרה לפי דרגה זו (כיום עומד הסכום על 16,344 ₪, בהתעלם מן ההפחתה לפי הוראת השעה).

**דיון:**

אחד מחברי המליאה שאל האם תיקון החוק ביחס לקרנות חוץ מונע ממנו לקנות

באופן עצמאי ETF (קרן חו"לית נסחרת), כלומר האם מנהל הקרן שאת יחידותיה הוא רוכש לא ייחשב כמי שמציע לציבור קרן שתחייב אותו בתשלום אגרה? סגל הרשות השיב כי תקנות האגרות מתייחסות להצעה לציבור של מנהלי קרנות זרים ולא לציבור המשקיעים הרוכש באופן אקטיבי קרנות חוץ. ההבדל הוא הזיקה שנוצרת למוצר זה בעקבות תשלום האגרה לרשות שלמעשה נותנת היתר ומשקיעה תשומות פיקוח (גם אם לא הדוקות כמו בקרנות המקומיות) לאותם מוצרים ומאפשרת לבנקים לכלול אותם במערכי הייעוץ, כך שיהיה ניתן להציעם לציבור תוך מתן המידע כי קרנות אלו קיבלו את היתר הרשות. הדבר לא משנה את העובדה כי גם היום ניתן לרכוש באופן אקטיבי את אותם מוצרים בחו"ל, אך הרוכש לא מקבל ייעוץ אודותיהם. כלומר אם מנהל הקרן יחליט לא לפנות לציבור בישראל ולהציע באופן אקטיבי את המוצרים שלו, אז נכון שהציבור יכול היה מלכתחילה ובאופן בלתי נעזר ללכת ולקנות את המוצרים של אותו מנהל קרן גם ללא הצעה זו, אך במקרה כזה מנהל הקרן הזר והקרן עצמה לא היו נדרשים לעמוד בתנאי לשם קבלת אישור הרשות להצעת יחידות הקרן לציבור, מנהל הקרן הזר לא היה משלם אגרות ולא יכול היה לפרסם את מוצריו בהתאם לכללים שהנהיגה הרשות.

בהמשך לכך שאל חבר המליאה מה מונע ממנהלי תיקים לדחוף קרנות עלומות לתיקי ההשקעות של לקוחותיהם? לכך השיב סגל הרשות כי תיקון החקיקה מטפל בסוגיה אחרת, והיא האפשרות של מנהלי קרנות זרים לפנות ולשווק לציבור בישראל. הוסבר כי הסוגיה של רכישה על ידי מנהל תיקים נוגעת לסוגיות של חובות אמון וזהירות, ומנהל תיקים רשאי לרכוש ניירות ערך בחו"ל. יש גם סוגיות הקשורות למערך התמריצים של מנהל התיקים, למשל תגמול העלול לגרום למנהל התיקים לקבל החלטה לא עניינית.

לשאלת חברת מליאה נוספת, מדוע הדרישה בתקנות היא להציג רק תשואה דולרית של הקרנות ולא תשואה בהתאם לתשואת המטבע הרלוונטי, השיב סגל הרשות כי יש להבחין בין התיקונים שנעשו בתקנות ביחס לקרנות המקומיות לבין התיקון שמתייחס לקרנות הזרות. התיקון בתקנות בסיווג ביחס לקרנות המקומיות יאפשר לקרנות ישראליות אשר יחידותיהן נקובות בדולר (אין מטבע אחר מאחר והבורסה אינה סולקת מטבע אחר כגון יורו) להציג בנוסף לתשואה השקלית שלהן גם את התשואה הדולרית. ביחס לקרנות חוץ, אלו יידרשו להציג את התשואה בהתאם למטבע בו נקובות יחידות הקרן ויחויבו גם בהצגת התשואה השקלית של הקרן. מכל מקום, ההערה התקבלה ונוסח התקנה מאפשר גם לקרנות ישראליות להציג תשואה במטבע אחר, אם וכאשר יהיה הדבר רלבנטי.

**החלטה: טיוטת נוסח התקנות הובאה לעדכון מליאת הרשות ותפורסם להערות ציבור למשך 45 יום.**

