



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 העולים לפגוע בפרטיות של אדם או חברה, עניינים מנהלתיים, סקירות ועדכונים בנושאים שונים, וכדומה.

עיקרי דברים מישיבת רשות מספר 5-2014

שהתקיימה ביום א' 14/5/2014 בשעה 12:00 במשרדי הרשות בירושלים

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

עובדי רשות: אלעזר אמיר הימל, מירז שטאל, לימור אופז רצון, אמיר וסרמן, אורנית קרביץ, עודד שפירר, אורנה נחום, יסמין פרנקל, עדי לוי, יובל גרנות, יעל אלבו, חסן טופארה, איציק זקן, הילה אוסובסקי, דודו לביא, דורית גילת, אלחנן הרמור, לירון כהן דניאלי.	
--	--

על סדר היום

1. הוראת ברור צרכים לבעלי רישיון - אישור לאחר הערות ציבור.
2. הקלות בדרישות ביטוח ממנהלי תיקים - פרסום להערות ציבור.
3. תקנות מכח תיקון 21 - תקנות עסקאות מתואמות ותקנות הצעת יחידות תעודות סל שהתמורה עבורן אינה במזומן ותקנות שיעור הוספה - פרסום להערות ציבור.
4. קרנות נאמנות - נייר עקרונות לקראת פרסום הוראה בעניין הקסטודי.
5. קרנות נאמנות - עדכון הוראת סימן קריאה - פרסום להערות ציבור.
6. שיחות ועידה - עדכון בדבר עמדת סגל.
7. הנחיית גילוי בדבר אופן הצגת שם תעודת סל והנחיית גילוי בדבר מחיר פדיון תעודות סל והשוואת התשואה לתשואת המדד הנעקב.
8. הוראה בדבר הפניית לקוחות לקבלת שירותי ניהול תיקים - פרסום להערות ציבור.
9. היתר נאמנים לאג"ח - פרסום להערות ציבור.
10. תיקון תקנות ני"ע - תשלום לחברי ועדת האכיפה המנהלית.

הדין

1. הוראת בירור צרכים לבעלי רישיון - אישור לאחר הערות ציבור.

רקע

סעיף 12 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה- 1995 קובע את החובה המהותית החלה על בעל רישיון להתאים את מתן השירותים, לצרכיו ולהנחיותיו של כל לקוח, ולצידה את החובה לברר עם הלקוח את מצבו הכספי, מטרות ההשקעה ונסיבות אחרות הרלוונטיות לעניין מתן השירות. בירור צרכי הלקוח והנחיותיו והתאמת השירות הניתן לו על ידי בעל רישיון נמצאים בליבת הקשר שבין בעל הרישיון ללקוח. במתווה ההקלות ברגולציה שפורסם במסמך מפת הדרכים ניתן פומבי לכוונת הרשות לבצע בחינה מחדש של הוראת בירור הצרכים. סגל הרשות בחן את ההוראה ואת דרך יישומה מיום פרסום הנוסח לראשונה, תוך קיום שיח עם המפוקחים שכלל גם מפגשים ייעודיים רבים. התובנה המרכזית שעלתה ממפגשים אלו הייתה, כי ההוראה נתפסת על ידי המפוקחים כטכנית במקום להבין את המהות העומדת מאחורי ההליך.

הנוסח החדש של ההוראה בא להחליף את הנוסח הקודם שפורסם בשנת 2010. נוסח חדש זה נותן דגש על מהות הליך בירור הצרכים והוא נועד לשפר את ההליך, להקל בו ולהפוך אותו יעיל יותר עבור הלקוח ובעל הרישיון כאחד. נוסח זה כולל הקלות משמעותיות הן בביצוע הליך בירור הצרכים הראשוני והן בנוגע להליך העדכון השוטף.

על מנת לחדד המסר לפיו על ההליך להתבצע באופן מהותי ולא טכני, תוך התחשבות בכלל נסיבות מתן השירות, במהות הקשר שבין הצדדים, בתדירותו הצפויה ובמאפיינים נוספים שיש להם השפעה בעניין, כולל נוסח זה גם הקלות משמעותיות הנוגעות לדרישות שנכללו בנוסח משנת 2010. כך למשל: מסירת העתק מתיעוד ההליך הראשוני וחתימתו על ידי הלקוח אפשרית גם בשלב מאוחר למועד התיעוד; משלוח הודעות ללקוח לא הוגבל לדרך משלוח מסוימת ולכן הוא אפשרי, לדוגמה, גם בדואר רגיל וגם בדוא"ל; סירוב הלקוח להשיב לשאלות אינו נדרש עוד לבוא לידי ביטוי בכתב ידו ליד כל שאלה שהלקוח סרב לענות עליה. כמו כן, ניתנת בנוסח המוצע גם האפשרות לבעל הרישיון נותן השירותים לפי החוק, להסתמך על ביצוע בירור צרכים שערך בעל רישיון שהפנה אליו את הלקוח בתנאים שנקבעו בהוראה. בוטלה החובה לחתום על תיעוד התהליך באופן מיידי, וניתן זמן לבצע בקרות על ההליך בטרם חתימה על התיעוד ומסירתו ללקוח. הורחבה אפשרות השימוש בשיחה מוקלטת באמצעותה ניתן לבצע את הליך בירור הצרכים. מצד שני עדיין קיימות מגבלות על אפשרות זאת, כדי שלא תהפוך להליך ברירת המחדל. לדעת סגל הרשות, ואף לדעת רבים מהפועלים בשוק, אין תחליף לפגישה פנים אל פנים, ולכן יש דרישה שהמעבר לבירור טלפוני יעשה רק במקרים חריגים.

במסגרת המטרה לכוון למהות בביצוע התהליך צומצמה גם רשימת נושאי החובה שבנוגע להם על בעל הרישיון לתשאל את הלקוח בהליך הבירור הראשוני, כאשר נושאי השאלות המנויים בהוראה הם בגדר נושאי הליבה. על בעל רישיון להפעיל שיקול דעתו הן באשר לצורך בשאלות בנושאים נוספים והן באשר להיקף התשואול שנדרש לבצע בנוגע לכל אחד מהנושאים, והכל בהתחשב בנסיבות העניין. הנוסח החדש של ההוראה קובע כי על ההליך,

כפי שתועד, לשקף את התשתית ששימשה את בעל הרישיון בקביעת מדיניות ההשקעה של הלקוח. לפיכך תנאי למתן השירות הינו מתן מענה מצד הלקוח לשאלות הנדרשות לשם קביעת מדיניות ההשקעות שמתאימה לו, שכן ללא ידיעת הפרטים בעניין, לא יוכל בעל הרישיון לקיים חובתו על פי החוק להתאים את השירות לצרכיו ולהעדפותיו של הלקוח. מקום שהלקוח צייד את בעל הרישיון במידע, והתנה זאת בכך שהמידע שמסר לא יתועד במלואו, רשאי בעל הרישיון לתת את השירות רק בתנאי שבמידע שתועד יש כדי לשקף את הבסיס ששימש את בעל הרישיון לקביעת מדיניות ההשקעות המתאימה ללקוח.

בנוסח המוצע של ההוראה בא לידי ביטוי גם שינוי משמעותי הנוגע לתדירות העדכון שעל בעל רישיון לבצע בנוגע לצרכי הלקוח שבוררו עמו בתחילת ההתקשרות בין הצדדים. בהמשך לתיקון החוק בעניין ביצוע עדכון צרכי הלקוח, בנוסח החדש של ההוראה נקבע כי החובה לבצע לפחות אחת לשנה תהליך מובנה ומקיף של עדכון, כפי שחלה כיום - תבוטל. כל שיחה מתועדת שהתקיימה בין בעל הרישיון ובין הלקוח כדרך שגרה, במהלכה שאל בעל הרישיון את הלקוח האם חל שינוי כלשהו בנתונים שנמסרו לו על ידי הלקוח לצורך התאמת השירות, תיחשב כעדכון צרכיו של הלקוח, ובלבד שיש בידי בעל הרישיון, נותן השירות, מסמך בו מתועדים צרכי הלקוח והעדפותיו כפי שבוררו בהליך הראשוני וכפי שעודכנו במהלך הזמן שחלף מאז, ומסמך זה הועבר ללקוח, אם בדרך של משלוח ללקוח ואם בדרך המאפשרת ללקוח צפייה בו באמצעי אלקטרוני כגון באמצעות הצגתו בחלק המוקצה ללקוח באתר האינטרנט של החברה. השאלה שתוצג ללקוח, כאמור, יכולה להיות כללית, ולא קיימת חובה לעבור על כל הנושאים שנשאלו בהליך הבירור הראשוני. בחלוף שנה מאז שאל בעל רישיון את לקוחו שאלת התעדכנות כללית, או במקרה שתמונת המצב הידועה לא הועברה ללקוח באופן המתואר לעיל, תחול חובה לבצע עדכון מקיף לגביו נקבעה מסגרת מובנית בהוראות. שינוי זה יוצר איזון בין החובה של בעל הרישיון לברר את צרכי הלקוח, לבין החובה של הלקוח לעדכן את בעל הרישיון במידה ויש שינוי במצבו. במידה ולא בוצע קשר שוטף עם הלקוח במשך שנה שלמה, יידרש בעל הרישיון לקיים בירור מקיף בדומה לחובה שהייתה קיימת בנוסח הקודם.

במפת הדרכים שפורסמה, הוצע לקבוע הוראות שונות לחברות קטנות ולחברות גדולות בכל הקשור להליך בירור צרכי הלקוח. לנוכח ההקלות המשמעותיות אשר נכללות בנוסח המוצע והגמישות הרבה המתאפשרת, התייתר הצורך ביצירת מדרג רגולציה כאמור. ההוראה פורסמה להערות ציבור, והנוסח המובא עתה לאישור המליאה כולל הטמעת תיקונים בעקבות ההערות שהתקבלו.

טיוטת הנוסח שפורסמה עוררה תגובות חיוביות בשוק לנוכח ההקלות שניתנו ביחס להוראה הקודמת. ההקלה הנוגעת לאופן עריכת בירור הצרכים הינה ההקלה המשמעותית ביותר מבין ההקלות הכלולות במתווה מפת הדרכים לגבי בעלי רישיון. השינוי המהותי בהוראה החדשה הוא שבעוד בנוסח הקודם של ההוראה, עקב ריבוי הכללים, הייתה הרגשה שהוראה היא טכנית, בנוסח החדש ניתן יותר דגש למהות ההליך ולא לדרישות הטכניות כך שהליך בירור צרכי הלקוח יהפוך קצר ואפקטיבי יותר.

עקב התגובות החיוביות מהשוק, והעובדה שהשינויים ברובם הם הקלות, נקבע שתחולת ההוראה תהיה תוך שלושה חודשים מיום פרסומה ותהיה אפשרות לאימוץ מיידי של

ההוראה.

דין

ניתן הסבר כללי על התקדמות תכנית ההקלות וצוין כי סדרת ההקלות הראשונה נמצאת לקראת סיום. ההקלה בהליך בירור צרכי הלקוח היא אחת החשובות בתכנית בין היתר לנוכח טענות חוזרות ונשנות שהיו לגבי הבעייתיות בהליך זה.

נשאלה השאלה מהם הכללים בנושא אופן בירור צרכי לקוח הנהוגים בעולם. סגל הרשות השיב כי בעניין זה ישנה שונות גדולה בעולם. במקומות רבים הדרישות בנושא הן מבוססות עקרונות ולא מבוססות כללים, ולכיוון זה הולכת ההוראה החדשה. התפתחות ההוראה הייתה ממצב בו היה בחוק עקרון כללי בלבד ולא היו כללים מפורטים ליישום. בנוסחים הראשונים של ההוראה נקבעו כללים מפורטים כיאה לשוק בתחילת דרכו ולמעשה המפוקחים לעתים הלכו רחוק מדי ביישומם, על אף שזו לא בהכרח היתה כוונת הרשות. כיום, לאחר שהשוק הגיע לאיזושהו שלב של בגרות, התיקון יוצר מצב בו ההוראה עומדת במקום נכון מבחינת היחס בין הצורך לקבוע דרישות, לבין הצורך לקבוע עקרונות אותם כל בעל רישיון יכול להתאים למידת הבנתו והיכרותו עם הלקוח. אמנם ההוראה עדיין מחייבת קיומו של תהליך מובנה, במידה מסוימת, אך חשוב להבין שבירור צרכי הלקוח הינו בליבת חוק הייעוץ, שכן מהווה תיאום ציפיות בין מקבל השירות לנותן השירות, ולכן בשלב זה לא ניתן להסדיר הנושא ברמת העיקרון בלבד. עם זאת, ברגע שדרישות המינימום הן מחמירות, אזי בעל הרישיון לא יוסיף מעצמו שאלות שהוא רואה לנכון לשאול לנוכח קיומו של תהליך מובנה וארוך ממילא. במידה ונותנים רף נמוך יותר של דרישות חובה, מאפשרים להוסיף הסדרה עצמית בה כל אחד יוסיף את הנתונים הרלוונטיים לדעתו, ועל ידי כך יינתן ללקוח שירות טוב יותר. אחת מחברות המליאה ציינה גם כי בניגוד למצב אצלנו, בו הליך בירור צרכי הלקוח מוסדר במסגרת הוראת רשות, במקומות אחרים בעולם לעתים רבות התחום מוסדר באופן עצמאי על ידי ארגונים רגולטוריים עצמיים (SROs).

בנוסף, נשאלה השאלה מה התרגום של שינוי ההוראה מבחינת עלויות. סגל הרשות השיב כי ברגע שהופכים את ההליך מטכני למהותי, נותנים ללקוח שירות טוב יותר. כמו כן ניתן להוריד בתשומות שמשקיעים בפן הטכני, וניתן להקדיש יותר משאבים לצורך מתן שירות מקיף ואיכותי. נאמר כי התיקון המוצע אינו מתמקד בהפחתת עלויות לבעל הרישיון. במקרה זה בעקבות השינוי ההליך יהפוך מהליך טכני של מילוי טפסים, להליך שמאפשר אינטראקציה אמיתית בין בעל הרישיון ללקוח. בדרך זאת הלקוח יקבל שירות טוב יותר, וזהו היתרון הגדול ביותר של שינוי נוסח ההוראה.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

רקע

במסגרת פרויקט ההקלות סגל הרשות מעוניין לקדם הקלות בתחום חובת הביטוח שחלה על בעלי רישיון כאשר ההקלה תתמקד במנהלי תיקים שאינם גדולים.

אחד התנאים לעיסוקו של בעל רישיון במתן שירותים על פי חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995 (להלן – "החוק"), הינו עמידה בחובות ההון העצמי והביטוח (או תחליפיו) לכיסוי חבות בגין מעשה או מחדל רשלני כלפי לקוח, וכן לכיסוי מעילה באמון של עובדים כאשר מדובר בחברה בעלת רישיון ניהול תיקים. כך על פי סעיפים 7, 8 ו-20 לחוק, ותקנות הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (הון עצמי וביטוח), התש"ס – 2000 (להלן – "תקנות").

בתקנות נקבע מהו סכום הכיסוי הביטוחי הנדרש, כשיעור משווי הנכסים המנוהל על-ידי החברה. כאשר נחקקו התקנות אופן קביעת טווח הסכומים הנדרשים לביטוח הושפע מהעובדה שתחום ניהול התיקים היווה שוק קטן יחסית, ומהיעדר אינפורמציה מלאה על כמות האירועים הביטוחיים וטיבם. בסופו של דבר נקבעו סכומי הביטוח בתקנות על סמך אומדנים והערכות שהיו מצויות בשעתו בידי סגל הרשות. מסיבות אלו, נראה שגם חברות הביטוח המעטות שעוסקות בתחום ביטוח מנהלי תיקים מתקשות לאמוד את רמת הסיכונים בענף, וכי סכומי הפרמיות נקבעים בעיקר על בסיס ביקוש והיצע ולנוכח היעדר התחרות בתחום זה. כפועל יוצא מכך מנהלי התיקים נאלצים לשלם פרמיות גבוהות (במיוחד הקטנים שבהם), ללא יכולת אמיתית לנהל מו"מ על גובה הפרמיה.

מנהלי התיקים הלינו פעמים רבות על הנטל הכלכלי שמוטל עליהם בעניין זה, וכעת מוצע לבצע תיקון חקיקה בנושא. לאחר בדיקה מעמיקה של הנושא, הסגל סבור כי התועלת מהמשך קיום הביטוח במתכונת הנוכחית, לאור העלויות הכרוכות בעריכתו, נראית שולית מכפי שסבר בעבר.

משכך, מוצע להעביר את קביעת נאותות הביטוח לבעלי הרישיון, בהתחשב באופי הפעילות שלהם ותוך הערכת הסיכונים הרלוונטיים למאפייני הפעילות והסיכונים הכרוכים בה. על פי תיקון החקיקה מוצע לקבוע מנגנון ביטוח הדומה לזה שנקבע לגבי החתמים ובו נקבעה בדין חובה לערוך ביטוח ואולם האופן בו תיושם חובה זו (היקף הביטוח ותנאיו) נתון לשיקול דעת הגורם המפוקח, שיצטרך להבטיח את נאותות הביטוח.

יצוין, כי גם בחקיקה המתהווה בתחומים של זירות מסחר, נאמנים לתעודות התחייבות ובחברות דירוג אשראי זהו הכיוון המסתמן ביחס לדרישות הביטוח. כעת מוצע לבצע תיקון חקיקה דומה גם ביחס לציבור מנהלי התיקים - למעט חברות ניהול תיקים גדולות כהגדרתן בחוק, ואולם יתכן ונשקול להרחיב או לצמצם את גודל הקבוצה ביחס למתן ההקלה האמורה לאחר קבלת הערות הציבור.

מהלך זה יהווה הקלה משמעותית עבור ציבור מנהלי התיקים, ולהערכת הסגל צפוי להקטין את גובה הפרמיות שכיום החברות נדרשות לשלם על מנת לקיים את חובת הביטוח. הסברה היא שגם אם סכומי הביטוח לא יקבעו באופן מפורש בתקנות, מרבית מנהלי התיקים ימשיכו לרכוש ביטוח בשיעור ההולם את שווי הנכסים המנוהל על-ידם. יתרה מזאת, מנהלי התיקים מכירים את אופי הפעילות והסיכונים בתחום בצורה הטובה ביותר וככל הנראה

יטיבו לרכוש כיסוי ביטוחי המתאים לצורכיהם. הנחה נוספת אשר עומדת בבסיס ההצעה היא כי מקום שסכומי הכיסוי המזעריים לא ייקבעו בתקנות, תיפתח אפשרות למו"מ עם המבטחים על גובה הפרמיות.

בנוסף, מאז שנת 2013 חלה על בעלי הרישיון חובת דיווח, בין היתר בעניין מתן הודעה לחברת הביטוח על אירוע ביטוחי, ובמסגרת הפיקוח השוטף של הרשות על מנהלי התיקים, ייבחנו פוליסות הביטוח החדשות והליך קבלת ההחלטה בדבר נאותות הביטוח, ויפורסמו הבהרות והנחיות בנושא במידת הצורך.

לשם האחידות מוצע לבצע תיקון חקיקה גם ביחס ליועץ השקעות ומשווק השקעות, אשר פועלים במסגרת שותפות או חברה, ולקבוע את חובת הביטוח באופן דומה למנהלי התיקים. ביחס ליועץ השקעות ומשווק השקעות שפועלים כיחידים מוצע לבטל את חובת הביטוח, וזאת נוכח אופי הפעילות השונה של נותני שירותים אלה, אשר אינם מפעילים שיקול דעת לעניין ביצוע פעולות בכספי לקוחות, וכן מוטלת עליהם אחריות אישית בלתי מוגבלת, בדומה לציבור עורכי הדין לדוגמה, להבדיל מציבור מנהלי התיקים.

דיון

חברי המליאה ביקשו להבין מהם הסיכונים הקיימים בתחום ניהול התיקים ומה נכלל תחת חובת הביטוח. הוסבר כי ביטוח מנהלי תיקים מכסה מקרים של רשלנות מנהל התיקים כלפי הלקוחות וכן מקרים של מעילה באמון של עובדים של מנהל התיקים. עם זאת, פוליסת הביטוח לא מכסה את כלל האירועים הביטוחיים, ועולה לדוגמא שאלה הנוגעת לתחולתו באירוע של מעילה באמון על ידי בעל שליטה בחברה, למשל בדרך של חיבוץ (ביצוע פעולות רבות ומיותרות על מנת לגבות עמלות). בחינת הנושא העלתה גם כי מתעורר קושי משפטי לבסס ולהוכיח אירועים ביטוחיים כמו חיבוץ או רשלנות מקצועית. מבחינת הסיכונים בתחום ניהול התיקים הוסבר כי יש להתייחס לעובדה שמנהל התיקים לא מחזיק את הכסף של לקוחותיו בפועל, ואינו יכול למעול בכספי הלקוחות (לפחות לא בצורה ישירה). הסיכון שקיים ללקוח מפעילות מנהל התיקים עלול לנבוע לדוגמה מפעולות של מנהל התיקים בניהול התיק כגון חיבוץ ונטילת סיכונים שאינם תואמים את מדיניות ההשקעה של הלקוח.

חברי המליאה הסכימו כי נטל הביטוח הינו גבוה וכי יש לבצע הקלה בעניין זה, אך חלקם הביעו הסתייגות מאופן יישומה ומהעובדה שסכומי הביטוח לא יקבעו באופן מפורש בתקנות. נטען על ידם כי גם אם יבוצע תיקון החקיקה המוצע, וסגל הרשות ייקח על עצמו לבחון את נאותות הביטוח שיערכו המפוקחים, הרי בסופו של דבר יצטרך להתכנס למספר מסוים, קרי לסכום כיסוי ביטוחי שייחשב כ"נאות". משכך הוצע כי אם סכומי הביטוח הינם גבוהים מידי, יקבע כבר עכשיו בחקיקה את סכום הכיסוי הביטוחי הראוי, ולא תועבר ההחלטה לשיקול דעת מנהל התיקים. הסגל הסביר כי נוכח מצב השוק הייחודי, מאפייני הפעילות, רמת הסיכונים בענף ומספר מבטחים מצומצם, הסברה היא כי הורדת שיעורי הביטוח הקבועים כיום בתקנות לא תהווה הקלה של ממש, אם בכלל, לציבור מנהלי התיקים. זאת ועוד, לאור השונות הגדולה הקיימת בין מאפייני החברות השונות, ובפרט לעניין מדיניות ההשקעות ונטילת הסיכונים, נכון יותר כי כל מנהל תיקים יקבע לעצמו את היקף הביטוח בהתאם לחשיפותיו וצרכיו. בהקשר זה צוין על ידי סגל הרשות כי כשנחקקו

התקנות לא היתה בידי הרשות אינפורמציה מלאה על כמות האירועים הביטוחיים וטיבם. בסופו של דבר נקבעו סכומי הביטוח בתקנות על סמך אומדנים והערכות שהיו מצויות בשעתו בידי סגל הרשות. גם היום הביטוח הוא חלקי בלבד, ומגיע למשל בחברות הקטנות ביותר ל-9% משווי הנכסים המנוהל. מאז שנת 2013 מתחילים להתקבל ברשות נתונים מהחברות על הביטוח ועל אירועים ביטוחיים, אך יעברו שנים עד שתתקבל תמונה מלאה וסגל הרשות יוכל באמת לאמוד מהו אחוז הכיסוי הביטוחי הנכון.

מאידך, המהלך המוצע יהווה הקלה משמעותית לציבור מנהלי התיקים וצפוי להקטין את גובה הפרמיות אותן הם נדרשים לשלם על מנת לקיים את חובת הביטוח, זאת מאחר ובהיעדר קביעת סכום הכיסוי הביטוחי באופן מפורש בתקנות יגדל כוח המיקוח של מנהלי התיקים מול חברות הביטוח. כן הוסבר כי בשלב זה ההקלה המוצעת אינה עתידה לחול על חברות ניהול תיקים גדולות, כהגדרתן בחוק, וכי ההקלה עולה בקנה אחד עם דרישות הביטוח בחקיקה מתהווה בתחומים נוספים עליהם הרשות אמונה ובכללם תחומים של זירות מסחר וחברות הדירוג. הנטייה היא ללכת ליישום של דיסציפלינה של דרישות ביטוח ברמה העקרונית (principle based), ולכן אין הצדק ממשי שלא להחיל זאת גם בעניין מנהלי התיקים, בפרט מקום בו דרישות הביטוח מהוות נטל כה משמעותי. בנוסף חלק מחברי המליאה העלו חשש כי התיקון המוצע יאפשר למנהלי התיקים לבחור בכיסוי ביטוחי נמוך שאינו מספק, והעלו לדיון את השאלה האם הרשות תידרש לאשר את גובה הכיסוי הביטוחי שיקבעו מנהלי התיקים בכל פעם, ואם כן על סמך אילו קריטריונים. הסגל השיב כי אין בכוונת הרשות ליתן אישורים פרטניים לעניין סכום הכיסוי הביטוחי שיקבע מנהל התיקים. מצופה כי ההחלטה לגבי סכום הכיסוי הביטוחי תהא מושפעת מאופי והיקף הפעילות של החברה, כאשר הפוליסות אכן יכולות להיות שונות בין חברת ניהול תיקים אחת לשנייה. עם זאת, במסגרת הפיקוח השוטף על מנהלי התיקים יבוצעו בקרות לעניין זה, בין היתר על ידי בחינת ההחלטות על גובה הביטוח ונאותות הביטוח, ובמידת הצורך הרשות תתערב. עוד צוין כי להערכת הסגל, גם אם סכום הכיסוי הביטוחי לא יקבע באופן מפורש בתקנות, מרבית מנהלי התיקים ימשיכו לרכוש ביטוח באופן מספק ההולם את שווי הנכסים המנוהל על-ידם.

עלתה שאלה מדוע ההקלה מוצעת רק לחברות ניהול התיקים שאינן גדולות. הוסבר כי המתווה המוצע לעיל הינו חלק מהיישום של מדרג רגולציה בתחום ניהול התיקים, ולכן יחול אך ורק על חברות שאינן חברות ניהול תיקים גדולות כהגדרתן בחוק. כלומר, ההסדר הקיים לגבי חובת הביטוח לא ישתנה עבור החברות הגדולות, אשר מנהלות למעלה מ-80% מנכסי הציבור. מדובר בחברות גדולות, בעלות איתנות פיננסית ומאפייני פעילות של ניהול נכסים וממשקים מול לקוחות הדומים לאלה של קרנות הנאמנות. מנגד חברות ניהול תיקים שאינן גדולות נושאות בחובן אופי יותר אישי, כאשר בידולן ביחס לחברות הגדולות מתבטא לעיתים גם במערכת השיקולים המנחה את הלקוח בהתקשרות עמן, כאשר מאפייני הביטוח אותם יקבל בגילוי טרם ההתקשרות עשויים להשתקלל כפרמטר במכלול זה. משכך, הסגל סבור כי ביחס לחברות ניהול תיקים גדולות ראוי לשמור על ההסדר הקיים בנושא הביטוח וכן על האחידות מול מנהלי הקרנות. בנוסף, כבר היום קיים הסדר מקל בתקנות אשר מאפשר להן לבחור בסכום כיסוי ביטוח נמוך יותר מהסכום המתקבל, בצירוף

החלטה מנומקת של דירקטוריון אודות נאותות הביטוח. כן הוסבר כי על אף שהיקף הביטוח מחושב כשיעור מהיקף הנכסים המנוהל, נמצא כי לחברות הקטנות קשה הרבה יותר לעמוד בנטל הקיים בקשר עם דרישות הביטוח.

התקיים דיון בשאלה אם נכון לקבוע כללים שונים לחברות גדולות וקטנות. בין היתר צוין כי דווקא בחברות הגדולות, שלהן איתנות כלכלית, ואשר יוסיפו להיות מחויבות בדרישות הביטוח הקיימות, על פי רוב לא מתעוררים אירועים של מעילה ורשלנות אלא בחברות הקטנות יותר. לכן, לא נכון לפטור דווקא את החברות הקטנות והבינוניות מחובת הביטוח הקיימת. סגל הרשות השיב כי אותם מקרים בהם נחשפו מעילות היו מקרים בודדים, וממילא באותם מקרים הכיסוי הביטוחי הקבוע בדין לא היה מספק מענה ראוי. ביחס לאותן חברות בעייתיות, סגל הרשות מתמודד עימן באופן פרטני ומבצע פיקוח הדוק ביחס אליהן. ההסדרה המוצעת כעת נועדה להתמודד עם החלק הארי של החברות הקטנות הבינוניות, אשר מתנהלות בצורה הגונה. בנוסף, הסדרה זו עולה בקנה אחד עם המגמה העולמית לטפל בעלויות הרגולציה בדרך של מדרג רגולציה, ועל מנת לאפשר גם לגופים הקטנים להוסיף להתקיים ובכך לאפשר תחרות בתחום.

חברת מליאה נוספת ציינה כי לא בהכרח נכון להחיל על חברות ניהול התיקים את אותה הסדרה החלה על חברות הדירוג, חתמים וזירות המסחר, בכל הנוגע לדרישות הביטוח לאור השוני בציבור הנפגעים הפוטנציאלי. שכן, ה"לקוחות" של חברות הדירוג והחתמים הן חברות אשר על פי רוב יודעות להעריך בצורה טובה יותר את הסיכונים הקיימים בתחום. כך, גם לגבי מי שפועל בזירות המסחר אשר יודע כי ממילא הוא פועל בעולם עתיר סיכונים. להבדיל מאלו, מי שמתקשר עם חברות ניהול תיקים הם אנשים מהציבור הרחב.

סגל הרשות השיב כי מדובר בשאלה של ניהול סיכונים וכאשר לקוח נפגע כתוצאה מהתממשות של סיכון אז בין שמדובר בלקוח שהוא באופיו שונא סיכון או אוהב סיכון, הוא עדיין חלק מהגדרה רחבה של הציבור שהרשות מופקדת על שמירת עניינו. מכאן, שאין בעניין זה הבדל בין לקוח של זירות מסחר לבין לקוח של ניהול תיקים כדי להשליך על הצורך בהגנת ענייניהם, ולשיטת סגל הרשות אין בהסדרה המוצעת כדי לפגוע בציבור המשקיעים. היות ואין בידי הרשות את הנתונים לקבוע מהו שיעור הפוליסה המיטבי, סגל הרשות סבור כי חברות ניהול התיקים תוכלנה לעשות זאת באופן מיטבי עבור עצמן. ולכן עדיפה רגולציה שהיא מבוססת עקרונות (principle based) על פני רגולציה מבוססת כללים (rule-based). זאת, בדומה לחברות ציבוריות אשר מקבלות החלטה ביחס להיקף הביטוח הנדרש אצלן בהחלטת דירקטוריון.

עלתה האפשרות לקיים חשיבה נוספת בסוגיה. בהקשר זה צוין כי נעשתה עבודה מקיפה, לרבות פרסום קול קורא והיוועצות עם יועצי הביטוח. כן צוין כי בשלב זה ההסדרה המוצעת עתידה להתפרסם להערות ציבור בלבד.

החלטה: הנושא הובא לעדכון חברי המליאה ויפורסם להערות ציבור.

3. **תקנות מכח תיקון 21 - תקנות עסקאות מתואמות ותקנות הצעת יחידות תעודות סל שהתמורה עבורן אינה במזומן ותקנות שיעור הוספה - פרסום להערות ציבור.**

רקע

במהלך החודשים האחרונים מובאת על ידי סגל הרשות לאישור המליאה חקיקת משנה במטרה לקדמה בד בבד יחד עם קידום תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות (להלן - תיקון 21).

בפני המליאה הוצגו הנוסחים המוצעים של שלושה קבצי תקנות. התקנות תועלנה לאתר הרשות להערות הציבור ובהמשך יועלה הנוסח המתוקן של התקנות לאישור המליאה.

1. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות מתואמות בתעודות סל), התשע"ד-

2014

נוסח תיקון החוק קובע כי מנהל תעודת סל לא יהא רשאי למכור או לרכוש יחידות תעודות סל בעסקה מתואמת, הנעשית במהלך המסחר בבורסה ואשר תנאיה סוכמו מראש על ידי הצדדים לה. מטרת התיקון היא להגדיל את נפח העסקאות בתעודות סל בבורסה במסגרת המסחר הרגיל, בהצעה פומבית ופתוחה לציבור, שכן ביצוע עסקאות מתואמות מצמצמת את מגוון הפקודות הזורמות לבורסה ובכך פוגעת בניזילות ובסחירות של מוצרים אלה. כמו כן, בביצוע עסקאות מתואמות גלום פוטנציאל לניגוד עניינים הנובע מממשק ישיר בין מבקש העסקה למנהל הנכס המבוקש. החוק מסמיך את שר האוצר לקבוע בתקנות מקרים ותנאים בהם ניתן יהיה לבצע עסקה מתואמת.

למרות האמור, נוכח בחינה שערך הסגל מוצע לקבוע בתקנות אלו כי ניתן יהיה לבצע עסקה מתואמת בין שתי תעודות של אותו מנהל, שאחת מהן היא תעודה משולבת, הרוכשת יחידות תעודת סל על נכס מעקב שהוא חלק מנכס המעקב שלה, או מוכרת אותן בחזרה לאותה תעודה. התעודות הנרכשות משמשות כנכס מגבה של התעודה המשולבת, שכן יש להן אותו נכס מעקב. עסקאות אלו יבוצעו בסוף יום מסחר במחיר סוף יום.

באופן זה יוכל מנהל תעודת הסל לנהל את פעילות ההתכסות בתעודות משולבות באמצעות רכישה פנימית של התעודות בצורה יעילה יותר.

2. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (הצעת יחידות תעודות סל שהתמורה עבורן אינה

במזומנים), התשע"ד-2014

נוסח תיקון החוק קובע כי מנהל יוכל לקבל תשלום בעד יחידות תעודות סל במזומן בלבד, ובכך מחיל על תעודות סל את הוראות החוק הקיים ביחס לקרנות הנאמנות. החוק מסמיך את שר האוצר לקבוע בתקנות אמצעי תשלום חלופיים בעד יחידות ההשקעה המשותפת או בשל פדיון.

למרות האמור, נוכח בחינה שערך הסגל מוצע לקבוע בתקנות אלו כי מנהל תעודת סל רשאי לאפשר למשקיע לשלם באמצעים חלופיים למזומן על רכישת יחידות תעודת סל בעסקה ששוויה הוא לכל הפחות 5 מיליון שקלים, שלא במהלך המסחר בבורסה, במחיר המשקף את שווי המלא של היחידות ובלבד שהתשלום עבורן יהיה בעין ויבוצע על-ידי העברת תמחיל נכסים למנהל תעודת הסל. באופן זה יוכל מנהל התעודה לקבל בעין את נכסי המדד, ולא יצטרך לרכוש אותם בבורסה בסכומים גדולים לצורך התכסות, דבר שעשוי להשפיע על שערי המדדים בבורסה.

מנהל תעודת הסל ידווח על כל עסקה הכוללת תשלום שאינו במזומנים בלבד ועל כל עדכון בתמהיל הנכסים וכן יפרסם באתר האינטרנט שלו בתחילת כל יום מסחר את תמהיל הנכסים והשווי המינימאלי לביצוע עסקה כאמור. עסקה זו תיעשה באמצעות מסלקה שהיא צד נגדי מרכזי (CCP- Central Counter Party) בהליך DVP במסגרתו התמורה בגין היחידות מועברת יחד עם העברת היחידות.

3. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (שיעור הוספה מירבי ותנאים לפדיון יחידות תעודת סל), התשע"ד-2014

מטרתן העיקרית של התקנות היא להבטיח כי משקיע בתעודת סל יוכל לפדות את יחידותיו ללא חסמים משמעותיים. בעבר, היו שיעור ההוספה והסכום המינימלי לפדיון גבוהים מאוד (כ-1% וכחצי מיליון ש"ח בהתאמה). מצב זה יצר חסם משמעותי עבור המשקיע לפדות את יחידותיו. כחלק מתהליך משותף לאיגוד תעודות הסל, לבורסה ולרשות של צמצום החסמים לפדיון התעודות, אומץ מודל הכולל שיעור הוספה דיפרנציאלי בהתאם לכמות המינימאלית לפדיון, לסוג התעודה ולנכס המעקב. צמצום זה הקטין את החסמים לביצוע הפדיון, ומאפשר לשפר את יעילותו ואת המסחר בבורסה.

התקנות המוצעות מבקשות לעגן את מדרגות שיעור ההוספה לפי המדרג הקיים היום (0.1%, 0.2%, 0.3%), תוך הסמכת הרשות לקבוע את שיוך התעודה למדרגה בהתאם לעלות בה עלול לשאת המנהל בשל פדיון, וכן כי שווי היחידות המזערי להוראות פדיון לא יעלה על 30,000 ש"ח, תוך הסמכת הרשות לקבוע סכום מרבי נמוך יותר.

בנוסף, ייקבעו תנאים בהם יוכל מנהל תעודת הסל לבצע פדיון בעין לפי שווי מזערי של חצי מיליון ש"ח, תוך הסמכת הרשות להעלאת השווי עד ל-5 מיליון ש"ח. כמו כן, ייקבעו תנאים בהם יידחה מועד ביצוע הפדיון במקרה בו לא מתקיים מסחר באחד הנכסים המרכיבים את נכס המעקב המוחזק בעד התעודה.

דיון

אחד מחברי המליאה ציין כי לא בהכרח נכון לקבוע בתקנות כי מנהל תעודת סל רשאי לאפשר למשקיע לשלם באמצעים חלופיים למזומן כמוצע ובלבד שהתשלום עבורן יהיה בעין. אמנם הדבר מתאפשר במדינות אחרות בעולם ככל שמדובר על פדיון ETF, אך מבנה תעודות הסל אינו זהה למבנה ה-ETF, בין היתר היות ו-ETF מתבצעת רכישה של הנכסים עצמם ולא זכות האמורה לשקף את שווי הנכסים. סגל הרשות הבהיר כי תעודות סל עוקבות אחר המדדים על ידי השקעה בנכסי הבסיס, כך שבסוגיה זו הן אינן נבדלות מ-ETF אחר בעולם. ההבדל בין תעודת סל ל-ETF נובע מכך שתעודת הסל מתחייבת לתשואת המדד, בעוד שב-ETF ישנה אפשרות לטעות עקיבה. עוד הוסבר, כי הפדיון בעין לא יתאפשר בסכומים קטנים, אלא רק בסכומים גבוהים אשר עלולים להוביל להפרעת מסחר בבורסה.

החלטה: התקנות הובאו לעדכון המליאה ופורסמו להערות ציבור.

4. קרנות נאמנות - נייר עקרונות לקראת פרסום הוראה בעניין הקסטודי - פרסום להערות ציבור.

רקע

בסוף שנת 2011 פרסמה הוועדה הבין-משרדית להסדרת שירותי קסטודי בשוק ההון הישראלי רשימת המלצות סופיות ביחס לנורמות הקשורות בשירותי קסטודי, בין היתר כדי ליצור יישור קו עם סטנדרטים בינלאומיים ושיפור ההגנה על המשקיעים (להלן – המלצות הוועדה). עיקרי הנושאים שהוועדה דנה בהם היו הגדרת שירותי הקסטודי ונותני השירותים, חובות בסיסיות שחלות על הקסטודיאן, הטיפול במזומנים של לקוחות, איך ממנים קסטודיאן, איך מפקחים עליו, איזו ביקורת חיצונית נדרשת וכמובן הסדר הפיקוח והאכיפה שתידרש על ידי הרגולטורים. ועדת הקסטודי המליצה, בין היתר, לאמץ הסדרה מקיפה, ברורה ואחידה על ידי שלושת המפקחים הפיננסיים בישראל – רשות ניירות ערך, אגף שוק ההון והפיקוח על הבנקים, כאשר כל רגולטור נדרש ליזום הסדרה בתחומו ולהתייחס למשמורן או למתווך שנתון לפיקוחו. אנחנו מבקשים לציין כי גם הבורסה פועלת להטמיע את המלצות הוועדה. לצורך יישומן של המלצות ועדת הקסטודי התכנס צוות במחלקת השקעות (להלן – הצוות) אשר בחן את ההסדרה הקיימת ביחס לקרנות נאמנות כדי לקבוע את הסטנדרט הנדרש לצורך יישום המלצות הוועדה, ואת אופן החלתו ביחס לגורמים המפוקחים.

הצוות התכנס ובחן את המלצות הוועדה והגיע לשתי מסקנות עיקריות. מסקנה ראשונה היא כי מספר המלצות של הוועדה כבר מצאו את ביטוין בחוק השקעות משותפות בנאמנות ולכן יפורסם חוזר למנהלי הקרנות והנאמנים שמטרתו יצירת ודאות משפטית למנהלי הקרנות, כך שיהיה בידם מסמך מרכזי שיאפשר יישום נכון ומסודר של המלצות הוועדה. המלצות שעדיין לא מצאו את ביטוין בהוראות הדין, חולקו לשלוש קבוצות עיקריות - המלצות ליבה, פיקוח וגילוי. ביחס להמלצות אלו, מוצע לפרסם הוראה אשר תפרט ביחס להמלצות אלו את אופן היישום. יודגש כי ניתן יהיה לאכוף הוראה זו.

בד בבד עם הסדרת המלצות הוועדה ראה לנכון הצוות להתייחס גם לנושא סיכוני האשראי, מאחר והשימוש בשירותי קסטודי כרוך לעתים בסיכון אשראי, וגם כדי לצמצם את הפער הרגולטורי שקיים בין קרנות נאמנות ותעודות הסל, כל זאת כחלק מהיערכות לכניסה לתוקף של תיקון 21, במסגרתו יוחלו הוראות חוק השקעות משותפות בנאמנות גם על תחום תעודות הסל. בהקשר הזה המלצת הצוות הייתה ליישם את המודל הקיים היום בתעודות הסל, המתייחס לדירוג הגופים באמצעותם פועלים מנהלי הקרנות ומנהלי תעודות הסל. ההוראה תתייחס למדיניות סיכון האשראי שנקבעה אצל מנהלי הקרנות, דירוג הגופים באמצעותם יפעלו מנהלי הקרנות, חובות הדיווח שיחולו על מנהלי הקרנות, אישורים נדרשים מאת הנאמנים וכיו"ב.

בהתאם לאמור לעיל, מוצע לפרסם להערות ציבור הוראה הנוגעת ליישום המלצות הוועדה הבין משרדית בנושא הקסטודי ולנושא סיכוני האשראי.

דיון והחלטה : לא היו הערות לחברי המליאה. נוסח ההוראה הובא לעדכון חברי המליאה ויפורסם להערות ציבור.

רקע

שם קרן כולל בתוכו כמה סימנים המתייחסים לחשיפה של הקרן למניות, למט"ח וחשיפה אפשרית לאג"ח שאינו בדירוג השקעה. חשיפה לאג"ח שאינה בדירוג השקעה מסומנת באמצעות סימן קריאה וזאת בהתאם להוראת סימן הקריאה שפרסמה הרשות בשנת ב-2010, והיא כוללת התייחסות רק לאג"ח קונצרני. בחלוף הזמן הגיע סגל הרשות למסקנה כי יש לתקן את ההוראה, בין היתר בשל עדכון חוזר השמות (הסדרת האופן בו נקבע שמה של קרן) מאחר ועלולות להיות קרנות שמשמן עולה מצג סולידי, כי אין בהן סימן קריאה, אך הן יכולות לכלול אג"ח של מדינות, בסיכון מאוד גבוה. סגל הרשות בשיתוף איגוד מנהלי הקרנות הגיע למסקנה שנכון להרחיב את ההוראה ולהחיל את נושא סימן הקריאה על כל אג"ח שהיא אג"ח בסיכון גבוה, בין אם מדובר באג"ח מדינות או אג"ח קונצרני בארץ אשר אינה בדירוג השקעה, ולהחריג מהנושא רק את האג"ח של מדינת ישראל.

החלק הראשון של תיקון ההוראה מתייחס לנושא שפורט לעיל ומחיל את ההוראה שהתייחסה עד כה לאג"ח קונצרני גם על אג"ח של מדינה שאינה בדירוג השקעה. דבר נוסף אשר ההוראה מסדירה הוא ריכוז של עמדות סגל שניתנו במהלך הזמן לגבי הטיפול בהסדרי חוב. היו מצבים בהם קרנות שהיו קרנות סולידיות ללא סימן קריאה נקלעו למצב בו החזיקו אג"ח שביום אחד דירוגו ירד בשל כניסה להסדר חוב, כאשר עמדת סגל הרשות בעניין הייתה יחסית מחמירה וקבעה כי תוך עשרה ימים על הקרנות לממש את האג"ח הזה, המוחזק בניגוד למדיניות ההשקעות שנקבעה לקרן. מכירה מהירה כזו גררה בדרך כלל הפסדים כבדים לבעלי היחידות מכיוון שכידוע ישנו "אפטר שוק" ראשוני של מחיר אג"ח שנכנס להסדר, בפרט לאור כך שמדובר בשוק של מוכרים בלבד. לאחר בחינת הסגל הוחלט להרחיב את טווח הזמנים הנדרש במקרה זה למכירת האג"ח, כך שהותר לקרנות מסוג מסוים בלבד לממש את האג"ח תוך שלושה חודשים ולא תוך עשרה ימים. אשר על כן מבוקש להכניס מנגנון זה במסגרת עדכון ההוראה.

בהתאם לאמור לעיל, מוצע לפרסם להערות ציבור את ההוראה הנוגעת לעדכון הוראת סימן הקריאה ביחס לאג"ח שאינן בדירוג השקעה.

דיון

אחת מחברות המליאה שאלה מדוע הוצמד שיעור החשיפה לאג"ח שאינו בדירוג השקעה לשיעור החשיפה למניות (מגבלת החשיפה לאג"ח שאינו בדירוג השקעה מצויינת רק ביחס לשיעור החשיפה למניות, גבוה או נמוך ממנו, ואינה מסומנת בסימון נפרד עם מדרגות משלו). סגל הרשות השיב כי שאלה זו מחזירה אותנו למעשה לדיון שקיים בשנת 2010, ערב ההחלטה להוציא את ההוראה הראשונית בעניין סימון בשם הקרן אודות אג"ח שאינה בדירוג השקעה. שאז, סגל הרשות היה צריך לקבוע איזשהו כלל אצבע שלא ייצר סולם חדש אלא סימן אחד שיעיד על הסיכון בקרן. היות ופרופיל החשיפה המנייתי מגדיר איזשהו תיאבון לסיכון, סברנו שנכון להצמיד את שיעור החשיפה באופן זה. כמו-כן ראינו שאג"ח שאינה בדירוג השקעה מתנהגת בדומה לשוק המניות. לאור כל אלו, סגל הרשות סבר שהסימון שנקבע הוא פשוט, מספק ואפקטיבי. סימן הקריאה הוא פרמטר דיכוטומי, או שהוא קיים או שהוא לא קיים, בשונה מפרמטרים האחרים שהם מורכבים יותר. היות וקיומו של אג"ח בסיכון הוא ממילא רכיב נוסף שנועד רק להתריע או להסב תשומת לב,

אפשר להסתפק בפרמטר הזה שרק יוצר תשומת לב ואינו מעמיס מידע על המשקיע.

החלטה : נוסח ההוראה הובא לעדכון חברי המליאה ופורסם להערות ציבור.

6. שיחות ועידה - עדכון בדבר עמדת סגל.

רקע

מובאת לעדכון מליאת הרשות עמדת סגל בנושא "שיחות וועידה" לציבור הרחב, לפני פרסומה להערות ציבור.

שיחת ועידה הינה פלטפורמה טכנולוגית היוצרת ערוץ תקשורת בין החברה לבין כלל הגורמים השונים בשוק ההון (באמצעות הטלפון או האינטרנט). במסגרת שיחת הועידה מציגים נציגי החברה מידע פיננסי ועסקי אודות פעילות החברה לקבוצה בלתי מוגבלת של מאזינים אשר רשאים להצטרף למהלך השיחה שביניהם משקיעים, חברות דירוג, מלווים, אנליסטים, עיתונאים ועוד.

סגל הרשות בחן את היקף השימוש בקרב החברות בשיחות וועידה פתוחות לציבור הרחב (בשונה משיחות סגורות עם קבוצה מוגדרת של מאזינים) ואת צרכי החברות לעניין זה, כל זאת לאור אינטרס ההגנה על ציבור המשקיעים. נמצא כי מרבית שיחות הוועידה שהתנהלו עד היום הן שיחות סגורות באופיין אשר אינן מפורסמות מבעוד מועד על ידי החברות כדי לאפשר לכל מאן דהו להשתתף בהן.

במסגרת גיבוש העמדה, נפגש סגל הרשות עם גורמים שונים בשוק ההון, בכללם חברות נסחרות, בתי השקעות, מנהלי קשרי לקוחות וכן יועצים משפטיים וחשבונאיים. בנוסף, בחן סגל הרשות את הוראות הדין הישראלי לעניין זה, כמו גם הסדרים מקבילים בשווקים ובמערכות רגולטוריות זרות.

מסקירת הדין הקיים, לא קיימת מניעה חוקית לקיים שיחות וועידה (פתוחות או סגורות) ככל שהן מתייחסות רק למידע שפורסם לציבור באמצעות המגני"א. מבחינת הדין הזר ובעיקר בארה"ב, קיימת פרקטיקה ארוכת שנים לאופן קיום שיחות הוועידה.

באמצעות העמדה המוצעת שמובאת לעדכון המליאה, סגל הרשות מעוניין לעודד את השימוש בכלי זה כדי לאפשר זרימת מידע טובה ושוויונית בקרב השחקנים השונים בשוק ההון ולאפשר גם למשקיע הפשוט להיות שותף לשיחות חשובות מהסוג הזה וזאת בכדי לתרום להפחתת הסיכון לגילוי מידע סלקטיבי על ידי החברות ובכך לתרום לשכלול שוק ההון ויעילותו ולהגברת האימון בו.

המודל המוצע הוא מעין כללים מומלצים לחברות המעוניינת לקיים שיחת וועידה באופן אשר יבטיח שימוש ראוי ויעיל בכלי זה מחד וימנע מיצירת הכבדה על החברות מאידך. הכללים שנקבעו במודל הם: פרסום דוח מיידי לציבור ובו פרטים אודות השיחה זמן סביר מראש לפני קיומה; במהלך השיחה תתאפשר גישה לכל אדם המעוניין להאזין לשיחה; בנוסף, החברה תפרסם תוך יום עסקים אחד תיעוד של שיחת הוועידה.

יודגש כי על החברות המעוניינות לקיים שיחות וועידה להימנע ממתן גילוי למידע מהותי שטרם פורסם לציבור. כמו-כן, עמדת הסגל מציינת כי חברות רשאיות לקיים שיחות הוועידה בשפה האנגלית על מנת להגביר את חשיפה לשוק הזר ובנוסף, חברות שנותנות

הצהרות מתאימות במהלך השיחה זכאיות להגנות מכח סעיף 32א לחוק בדבר מידע צופה פני עתיד.

דין

אחת מחברות המליאה ביקשה לדעת כמה חברות בישראל מקיימות היום שיחות ועידה עם ציבור המשקיעים. סגל הרשות השיב כי כמעט ואין חברות ישראליות שמקיימות שיחות ועידה, וכי רוב החברות בארץ שמקיימות שיחות ועידה הן חברות דואליות, היות וזהו נוהג שקיים בחו"ל. מעט החברות הישראליות שכן מקיימות שיחות ועידה על פי רוב מקיימות אותן אחת לרבעון, לאחר פרסום הדוחות הרבעוניים, וזאת במתכונת של שיחות ועידה סגורות (ולא פתוחות לציבור הרחב) ואינן מפרסמות דוחות מיידיים לעדכן בדבר קיומן של אותן שיחות ועידה.

סגל הרשות ציין כי מפגישות שנערכו עם גורמים בשוק עולה כי יש צמא גדול בשוק להשתמש בכלי זה של קשרי משקיעים אך עד עתה הכללים לקיומן של אותן שיחות ועידה לא היו ברורים די הצורך, והיה חשש בקרב החברות שמא יעברו על הכללים.

בנוסף, הועלתה הערה מטעם חברת מליאה כי יש לחדד את הניסוח בהוראה לפיו בשיחות וועידה פתוחות לציבור הרחב לא תתאפשר הגבלת מספר המשתתפים מטעם הציבור.

כמו כן, הועלתה שאלה מצד חברי המליאה מדוע העמדה מהווה מעין המלצות רשות ולא קביעת כללים מוגדרים. סגל הרשות השיב שמבחינת החוק, לא קיימת הסדרה חוקית לקיום שיחות הוועידה ומניתוח הדין הקיים, לא קיימת הגבלה או איסור על קיומן כל עוד הן עומדות בהוראות הדין (איסור מסירת מידע פנים, איסור על ביצוע תרמית, גילוי מידע סלקטיבי ועוד). מטרת עמדת הסגל היא להכווין את השוק לפלטפורמה שעשויה להפחית את הסיכון הגלום במתכונת שיחות וועידה סגורות ולתת לשוק את הכללים לעשות זאת, ולכן, לעמדת הסגל, הדרך הנכונה ביותר היא לקבוע המלצות תוך ציפייה שהשוק יתיישר לפיהן. כן צוין כי מסקירה שבוצעה, גם במדינות נוספות בעולם לא נהוג שהרגולטור קובע כללים מחייבים אלא על פי רוב הרגולטור קובע הנחיות והמלצות בלבד לגבי קיומן של שיחות הוועידה.

בנוסף, סגל הרשות ציין כי ישנה עמדת סגל המסדירה את סוגיית הגילוי השוויוני (fair disclosure), והיא מקבלת ביטוי מסוים גם בתקנה 30(ה) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. הוראות אלו נועדו להסדיר ולוודא שחברה או נושא משרה בה לא ימסרו מידע לציבור לפני שפורסם דוח מיידי בעניינו.

7. הנחיית גילוי בדבר אופן הצגת שם תעודת סל והנחיית גילוי בדבר מחיר פדיון תעודות סל והשוואת התשואה לתשואת המדד הנעקב.

רקע

בינואר 2014 התקבל אישור המליאה לפרסום להערות ציבור של נוסחן המעודכן של שתי הנחיות הגילוי הבאות:

הנחיית גילוי בדבר אופן הצגת שם תעודת סל;

הנחיית גילוי בדבר מחיר פדיון תעודות סל והשוואת התשואה לתשואת המדד הנעקב. בהתאם לסעיף 36א(ג) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 תוקפן של הנחיות אלו הינו לשנה בלבד מיום פרסומן והרשות רשאית, באישור שר האוצר, להאריך את תקפן בשנה נוספת.

בפני המליאה הוצגו הנוסחים המעודכנים של הנחיות הגילוי ופירוט הערות הציבור המרכזיות שהתקבלו, טרם הארכת תוקפן בשנה נוספת בנוסחן המעודכן. במהלך שנה זו יפעל הסגל להטמעת הוראות הנחיות אלו במסגרת תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

הובהר, כי לא התקבלו הערות רבות וכי נוסח ההנחיות המעודכן נכתב על רקע תובנות שהתקבלו במהלך השנה הראשונה במהלכה יושמו ההנחיות על ידי חברות תעודות הסל.

עיקרי הערות הציבור שהתקבלו בקשר עם הנחיית השוואת תשואות:

הגדרת מדד היחס – לבקשת איגוד תעודות הסל התווספה הבהרה לפיה המדובר על נכס שאת תשואת התעודה יש להשוות לתשואתו, ועל כן הוא מושפע מרכיבים שונים הבאים לידי ביטוי בנוסחת הפדיון (כיוון חשיפה, מינוף, משקלות וכיוצ"ב). לבקשת האיגוד, הכין סגל הרשות נספח מתמטי, המפרט את אופן חישוב מדד היחס בתעודות בחסר, תעודות משולבות ותעודות ממונפות בחסר. נספח זה נשלח לעיון חברי איגוד תעודות הסל ויצורף לטבלת הערות הציבור שתפורסם באתר הרשות.

הפרמטר שיעור ניכוי המס שמנכה עורך מדד השקעה נטו – האיגוד ביקש כי לא יידרש לציין פרמטר זה ברמה היומית במסגרת הדיווח אודות הפרמטרים לחישוב מחיר פדיון, בין היתר מאחר ואין המדובר על נתון המשתנה בתדירות יומית. סגל הרשות נענה לבקשתו. נתון זה יצוין במסגרת קובץ הפרטים הנוספים, המצורף לטופס המגנא בו מתואר המדד הרלוונטי ואשר מתעדכן אחת לשנה ככל ויידרש.

לאחר שלב הערות הציבור ובסמוך למועד קיום המליאה התקבלה בידי סגל היחידה הערת ציבור נוספת שעניינה הוספת מידע בדבר תקבולים (דיבידנדים וריביות) במסגרת הדוח היומי. בעקבות ההערה בוחן סגל הרשות את הצורך בביצוע שינויים באופן הצגת התקבולים במסגרת הדוח היומי ובכלל. ככל וידרשו יבוצעו התאמות בדרישות הגילוי והללו יוטמעו בנוסח ההוראה עוד טרם פרסומה.

לא התקבלו הערות מהותיות בקשר עם הנחיית שם תעודת סל.

מוצע לאשר את הארכת תוקף ההנחיות בשנה נוספת, כאשר יישום הנחיות אלו לתקופה נוספת זו תאפשר בחינה של מספר סוגיות, וזאת טרם הסדרתן הסופית במסגרת תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

דיון

הוסבר כי מטרת ההנחיות לספק בין היתר מידע למערכות ייעוץ בבנקים התומכות בקבלת

החלטות השקעה בתעודות סל. אחד מחברי המליאה ביקש לדעת האם בכוונת הרשות לפרסם ספר הכולל נוסחאות מדויקות ודוגמאות נומריות לעניין חישובים שונים, בדומה לפרסום שמבצעת הבורסה והנאסדק. סגל הרשות השיב כי פרסום כאמור קיים במגנ"א כבר משנת 2008. בימים אלו מפותחים על ידי סגל הרשות טפסי דיווח חדשנים (לרבות טופס דיווח נוסחאות פדיון לתעודות סל) אשר יקלו על איתור הנוסחאות בדיווחי תעודות הסל. לפיכך, כבר היום ניתן על בסיס הדיווחים הקיימים לחשב את שווי התעודה באמצעות נתונים המתפרסמים במערכת המגנ"א. במענה לשאלה הוסבר כי הרשות אינה קובעת את הנוסחה אלא המנפיק, באישור הבורסה, וכי רק אחרי תיקון 21 הדבר יוסדר בתקנות נוסחת פדיון.

החלטה: הוחלט, פה אחד, להאריך את תוקף ההנחיות בשנה נוספת ולאשר את פרסום הנחיות הגילוי המעודכנות.

8. הוראה בדבר הפניית לקוחות לקבלת שירותי ניהול תיקים - פרסום להערות ציבור.

רקע

יועצי השקעות ומשווקי השקעות בבנקים עוסקים לעתים גם בהפניית לקוחות לקבלת שירות מחברות לניהול תיקים, ולעתים מדובר בחברות ניהול תיקים קשורות לבנק. הסגל מוטרד מהתופעה של הפניית לקוחות לקבלת שירותי ניהול תיקים מחברה קשורה, במיוחד כאשר הפניה זו מבוצעת על ידי יועץ השקעות, אשר נתפס בעיני הלקוח כדמות מקצועית ואובייקטיבית. התוצאה שעלולה להתקבל מהפניות אלו היא מתן המלצה בניגוד עניינים של בעל רשיון על חברת ניהול תיקים, אשר נתפסת בעיני הלקוח כמבוססת על ניתוח מקצועי ואובייקטיבי, וכפופה לחובות אמון וזהירות ולפיקוח. למעשה, בעיית הפניית לקוחות לקבלת שירותי ניהול תיקים דומה לתופעה שהיתה נהוגה בעבר בבנקים, לפני רפורמת בכר, של הפניית לקוחות לקרנות נאמנות קשורות של הבנק.

לעמדת הסגל בעל רשיון המפנה את לקוחותיו לשירותי ניהול תיקים חב כלפי לקוחו בחובות האמון שבסעיף 11 לחוק הייעוץ. מכוח סעיף זה מוצע כעת לפרסם להערות הציבור הוראה בנושא, שתסדיר את חובת הגילוי ללקוח בקשר לזיקה בין התאגיד המפנה לחברת ניהול התיקים, ככל שישנה, תאסור באופן מפורש קבלת תגמול על ידי יועץ (להבדיל ממשווק) בגין הפניית לקוחות לחברות ניהול תיקים, וכן תאפשר אכיפה בעתיד.

בנוסף, ההוראה תבקש להסדיר פרקטיקה בעייתית נוספת שקיימת בקרב בעלי רשיון המתייחסת לניסיונות להניא לקוח מהתקשרות עם חברת ניהול תיקים מסוימת, תוך המלצה על חברת ניהול התיקים הקשורה. הדבר מתרחש, לדוגמא, במקרה שבו נודע ליועץ ההשקעות כי לקוחו מעוניין להתקשר עם חברה לניהול תיקים מסוימת, כאשר הלקוח מבקש מיועץ ההשקעות בבנק לטפל בהסדרת ייפוי הכח לחברת ניהול התיקים. ההוראה תקבע איסור על היועץ מלהניא את הלקוח מההתקשרות עם חברת ניהול התיקים. בקצרה, טיוטת ההוראה מתייחסת לנושאים הבאים -

1. דרישות גילוי בהן נדרש לעמוד בעל רשיון המפנה לקוח לחברה העוסקת בניהול תיקים, על מנת שההפניה לא תהווה הפרה של חובות האמון המוטלות על בעל

- הרישיון.
2. דרישה להפעלת שיקול דעת עצמאי על ידי בעל הרישיון המפנה את לקוחו לחברה לניהול תיקים. כאשר מדובר ביועץ - חובה זו מתייחסת הן לענין ההחלטה בדבר התאמת הלקוח לשירות ניהול תיקים והן לענין ההמלצה על חברת ניהול התיקים הספציפית. כאשר מדובר במשווק - דרישת שיקול הדעת העצמאי מתייחסת בעיקר להתאמת שירות ניהול התיקים לאופי הלקוח, צרכיו וטעמיו, אך גם לבחירת החברה לניהול תיקים המתאימה ביותר ללקוח מתוך רשימת החברות איתן הוא עובד.
 3. במסגרת הפעלת שיקול דעת עצמאי רשאי בעל הרישיון להיעזר בכלי עזר שמסופק לו על ידי מעסיקו, לרבות רשימה של חברות ניהול תיקים המומלצות על ידי המעסיק, בתנאי, כמובן, שרשימה זו נערכה בכפוף לחובות האמון ומבלי שתועמד טובתו האישית או טובת מעסיקו לפני טובת הלקוח.
 4. ההוראה קובעת מגבלות בנוגע לתגמול ומדידה של בעלי הרישיון בגין ההפניה לניהול תיקים.
 5. ההוראה מתייחסת לנושא הנאת לקוח מהתקשרות עם חברת ניהול תיקים וקובעת שיועץ לא יניא לקוח מהתקשרות על חברת ניהול תיקים. עם זאת, יועץ ההשקעות רשאי להביא בפני הלקוח מידע הנדרש לטובתו אשר נוגע לחברת ניהול התיקים עימה מעוניין הלקוח להתקשר ובלבד שיביא בפני הלקוח את המידע הרלבנטי שבידו להחלטת הלקוח ולא יברור אך ורק פרטים אשר מטרתם להניא את הלקוח מלהתקשר עם חברה זו.
- בשנת 2011 פורסמה להערות הציבור טיוטת הוראה בנושא אשר בסופו של דבר לא קודמה. בשל הזמן הרב שחלף מאז פורסמה טיוטת ההוראה להערות הציבור, מוצע לפרסמה להערות ציבור פעם נוספת.

דיון

חברי המליאה שאלו האם קיימים נתונים כמותיים המעידים על התופעה. הסגל השיב כי אין סטטיסטיקה על הפניית לקוחות, שכן אין חובת תיעוד של תהליך הפניית לקוחות לחברות ניהול תיקים, אך התקבלו קובלנות רבות ממנהלי תיקים, ובפרט על מקרים שבהם שכנעו לקוחות בעמל רב להתקשר עימם בהסכם, ולאחר שפנו לבנק להסדיר את ייפוי הכוח למנהל התיקים כנדרש, יועץ ההשקעות בבנק הניא אותם מהתקשרות זו ושכנע אותם להתקשר עם חברת ניהול התיקים הקשורה. יתרה מזאת, באחד הבנקים נמצא נוהל, לפיו יועצי הבנק מחויבים להפנות את לקוחותיהם לחברת ניהול התיקים הקשורה לבנק. כמו כן, לעמדת הסגל הקשר העסקי בין הבנק לתאגיד הקשור מהווה ניגוד עניינים מובהק, ומקום שבו קיים ניגוד עניינים מהותי זה הרי שהוא גם יתממש.

חלק מחברי המליאה הסכימו כי יש לטפל בתופעה הקיימת, אך הביעו הסתייגות מסוימת מאופן ההסדרה המוצע. לטענתם, הנוסח המוצע בהוראה עלול להגביר את הבעיה, מאחר ומתן גילוי ללקוח אודות ניגוד העניינים בליווי הסבר יכול אף ליצור מוטיבציה גדולה יותר אצל הלקוח להתקשר דווקא עם חברת ניהול תיקים קשורה. בנוסף, ציינו כי לדעתם הציבור תופס את יועץ ההשקעות בבנק כאובייקטיבי, הגם כי מדובר על שירות הפנייה לחברות ניהול תיקים, ולכן חשוב לבצע הסדרה משמעותית ומחמירה יותר מזו המוצעת. על מנת

להתמודד עם התופעה הוצע לסגל לשקול חלופות נוספות, כגון דרישה להמליץ על מספר חברות ניהול תיקים או להחמיר את ההגבלות בהוראה, עד כדי הטלת איסור גורף על יועצי השקעות בבנקים להפנות לקוחות לחברות ניהול תיקים מסוימות.

במענה הוסבר, כי אף שיתכן שיש ממש בחשש שהביעו חברי המליאה, בהיעדר הסדרה בנוגע להפניית הלקוחות כאמור (מהטעם שהפניית לקוחות לחברות ניהול תיקים אינה נכנסת תחת ההגדרה של ייעוץ השקעות שקיימת בחוק היום), פרסום ההוראה נועד להסיר את העמימות שקיימת בנושא כיום ולהסדיר את דפוס הפעילות הבעייתית, קרי: להבהיר ליועצים כי המלצה לגבי קבלת שירותי ניהול תיקים צריכה להיעשות לאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי ואובייקטיבי, להניא אותם ממתן המלצה כאשר אין בידיהם כלים להפעלת שיקול דעת כאמור ובעיקר לשרש את התופעה שיועץ פועל להניא לקוח המתכוון להתקשר עם חברת ניהול תיקים כלשהי מלעשות כן, ולהניע אותו להתקשר חלף כך עם חברת ניהול תיקים הקשורה לבנק, משיקולים שאינם טובת הלקוח אלא קידום ענייני הבנק. פרסום ההוראה כאמור יבהיר לבעל הרישיון כי חלה על פעילות זו חובת האמון וכי עליו לפעול לטובת הלקוח בלבד. סגל הרשות סבור כי הקביעה בהוראה לפיה הפניית לקוחות לחברות ניהול תיקים היא שירות שחובת האמון והזהירות חלות עליו תוביל לכך שהייעוץ ללקוח יהיה טוב יותר.

לגבי ההצעות שהועלו מצד חברי המליאה - אשר לחלופה הראשונה, הוסבר כי לא בהכרח יהיו בידי היועץ או המשווק כלים להמליץ על מספר חברות ניהול תיקים, ואז יתכן שהטלת חובה כאמור תאלץ אותו להמליץ על חברות שאין לו מידע ממשי לגביהן. חברות ניהול התיקים אינן חבות בדיווח כלפי הציבור הרחב, ולכן הנגישות למידע הקיימת ליועצים ביחס לחברות ניהול התיקים היא מוגבלת.

אשר לחלופה השניה, לאסור על יועצי השקעות בבנקים להפנות לקוחות לחברות ניהול תיקים קשורות, הוסבר כי איסור גורף כאמור עלול לפגוע בטובת הלקוח, מקום בו היועץ מאמין כי חברת ניהול התיקים הקשורה היא החברה שתשרת בצורה הטובה ביותר את הלקוח. וכן, איסור כאמור לא יהיה עקבי עם הפרקטיקה של חוק הייעוץ, אשר אינו אוסר על קיומו של פוטנציאל ניגוד עניינים, אלא מסדיר את הוראות הגילוי וחובות קבלת הסכמת הלקוח החלות במקרים אלו.

החלטה: טיוטת ההוראה הובאה לעדכון חברי המליאה ותפורסם להערות ציבור.

9. תיקון תקנות ני"ע - תשלום לחברי ועדת האכיפה המנהלית.

רקע

פרק ח'4 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") קובע את ההוראות הנוגעות לפעילותה של ועדת האכיפה המנהלית (להלן: "הוועדה"). סעיף 52 לחוק מסמך את שר האוצר לקבוע הוראות בעניין הגמול שישולם לחברי הוועדה, אשר אינם עובדי הרשות או עובדי מדינה, עבור תפקידם זה. חברי ועדה אלה, כנדרש על-פי החוק, הינם בעלי ידע או ניסיון בתחום שוק ההון, או משפטנים בעלי ניסיון בנושאים הנוגעים לתחומי פעולתה של הוועדה.

תקנות ניירות ערך (כללים בדבר גמול הוצאות לחבר ועדת אכיפה מנהלית) (להלן:

"התקנות" שנקבעו מכוח סעיף 52 לחוק, קובעות גמול בסכום של סכום של 360 ₪ לשעה (כולל מס ערך מוסף), סכום זה עומד נכון להיום על 389 ₪ לשעה (לפי מדד שנת 2013). גמול זה אינו משולם לחברי הוועדה שהנם עובדי הרשות או עובדי מדינה, אלא לחברי ועדה מהמגזר הפרטי, אותם מינה שר המשפטים (ארבעה חברי ועדה לכל היותר). הסכום האמור הנו גלובאלי והתקנות אינן קובעות, ולכן גם אינן מאפשרות, מנגנון של החזר הוצאות לחברי הוועדה.

דיון

הובאה להחלטת המליאה הצעה לעדכון הסכום הקבוע בתקנות ולקבוע כי הגמול יעמוד על סך של 450 ₪ לשעה (כולל מס ערך מוסף). כאשר מנגנון עדכון המדד אשר היה קיים בתקנות ייוותר על כנו, והסכום המוצע יעודכן לפי שיעור שינוי המדד לקראת תחילת כל שנה קלנדרית.

הוצג כי מוצע לקבוע גמול בשיעור האמור, בהתחשב בשיעורי הגמול הנוהגים במגזר הפרטי, על מנת למשוך אנשים ראויים ובעלי מחויבות לתפקיד זה, וכן על מנת לשמר את מידת הרצינות הנדרשת לפעילות במסגרת ועדת האכיפה המנהלית.

החלטה: הוחלט פה אחד כי יש להמשיך בתהליך ולקדם את תיקון התקנות אל מול הגורמים הרלוונטיים.