



רשות ניירות ערך

פרוטוקול מישיבת רשות מספר 11-2017 שהתקיימה ביום א'

26.11.2017 בשעה 16:30 במשרדי הרשות בירושלים

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.

חברי המליאה: שלומית פרגו-ברנע, ענת גואטה, ברוך לבורט, מיקי קהן, שמואל האוזר, פנינה גיא, אילנית גביוס, ניצן שילון, אורי גרינברגר, קירה רדינסקי, תמים סעד.

עובדי רשות: אופיר איל, עודד שפירר, אמיר וסרמן, גיתית גור-גרשגורן, חוה בינשטוק, אלי דניאל, לימור אופז, שרה קנדלר, עידו טוויג, דודו לביא, שרונה מזליאן-לוי, דורית גילת, עדי לוי, עדי טל, מרב אורן, אורית שרייבר, לירון כהן-דניאלי, יאיר אדלר, אמיר הלמר, טל שלום, מוטי ימין, יהודה אלגריסי, רון עמיחי, אילן ציוני, זהבית הדר, נועם כ"ץ, גל אברמוב.

על סדר היום

1. הקלות מוצעות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - לפני פרסום להערות ציבור.
2. תיקון קרנות הסל - עדכון בדבר הוראות - לפני פרסום להערות ציבור.
3. מידע כספי סולו - לפני פרסום להערות ציבור.
4. תיקון כללי האנליזה - לפני פרסום להערות ציבור.
5. תיקון סעיף 156ב לחוק ניירות ערך - אחרי הערות ציבור.
6. אגרות קרנות נאמנות לאחר תיקון 28 - אחרי הערות ציבור.

הדיון

1. תיקון לכללי האנליזה

רקע

במסגרת המלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המו"פ, אשר הוקמה על ידי יו"ר רשות ניירות ערך ואשר המלצותיה פורסמו בינואר 2014, נכללה גם ההמלצה ליצור תכנית אנליזה לחברות היי-טק. התכנית הושקה במהלך יוני 2016, כאשר אנליזה ראשונה פורסמה לציבור במהלך ספטמבר 2016. עד למועד זה, הצטרפו לתכנית האנליזה 24 חברות היי-טק, כאשר ביחס ל-18 מהן כבר יש עבודות אנליזה פומביות (במצטבר, פורסמו עד למועד הדיון במליאה 91 עבודות אנליזה על אותן 18 חברות).

הממצאים שיש בידי רשות ניירות ערך, ובידי הבורסה, מראים כי באופן מובהק נרשם גידול בהיקפי המסחר במניות החברות המסוקרות. כך למשל, בחינת הנתונים של 10 החברות שמסוקרות כשנה מראה כי אצל 9 מהן חל גידול בשיעור של עשרות אחוזים עד אלפי אחוזים. אצל חברה אחת, נרשם קיטון בהיקף המסחר.

כעת, הבקשה היא להרחיב את תכנית האב הזו, כך שתהיה תכנית ייחודית לחברות מענף התעשייה, וכן תכנית נפרדת לחברות שבאות לבורסה של תל אביב ומבצעות הנפקה ראשונה לציבור של מניות.

כמו כן, מבוקש במסגרת תיקון כללי האנליזה, להסיר מגבלה מסוימת אותה הטלנו בעבר - המגבלה לפיה יש מניעה שתאגיד מורשה שמסקר חברה כבר בשלב ההנפקה הראשונה לציבור, יכלול באנליזה מחיר יעד. יצוין, כי מגבלה זו הביאה לכך שמספר תאגידי היי-טק שהשלימו הנפקה ראשונה לציבור במהלך השנה האחרונה, נמנעו מלהצטרף לתכנית הקיימת. בשים לב לכך שאנו מבקשים לאפשר כעת תכנית לחברות המנפיקות לראשונה, הרי שאין כל היגיון במניעת האפשרות מהכללת מחיר יעד באנליזה.

בנוסף, תיקון נוסף נוגע לתמצית בעברית של האנליזה אשר מתפרסמת באנגלית. בביקורת שבוצעה נמצא כי לא כל פריטי המידע הרלבנטיים אודות תכנית האנליזה, נכללים בתמצית בעברית. כך, ברוב התמציות בעברית אין פסקה המזהירה כי רשות ניירות ערך והבורסה אינן

אחריות לתוכן האנליזה, וכן אין גילוי אודות התגמול שמשולם לתאגיד המורשה אשר מכין את האנליזה. לפיכך, אנו מבקשים לכלול בתיקון הנוכחי דרישה למתן גילוי כאמור.

לא היו הערות לחברי המליאה. ההצעה לתיקון הכללים תפורסם להערות הציבור, ותובא לאישור המליאה לאחר קבלתן.

2. הקלות מוצעות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - לפני פרסום להערות ציבור

רקע

מוצעות להלן שתי הקלות במנגנוני ההצעה לציבור. במידה מסוימת עומדת כל הצעה בפני עצמה, אבל במידה לא פחותה הן משולבות אחת בשנייה. ההצעה הראשונה היא לאפשר מחיר מרבי במכרזים לציבור, בשיטת ההצעה האחידה. ההצעה השנייה, היא להקל על דרך ההצעה הלא אחידה באופן בו לא יחויב יותר קיומו של חתם (הצעה אחידה היא הצעה בדרך של מכרז, בתנאים שווים לכל, והצעה לא אחידה היא הצעה דוגמת השיטה בארה"ב ובמקומות נוספים, שנקראת גם "בוק בילדינג", אשר בה החתם או החברה המציעה הם אלה שמחליטים כמה ניירות ערך למכור ולמי למכור אותם).

אשר להצעה אחידה ההקלה המוצעת היא לאפשר קביעת מחיר מרבי בה. אנו רואים בכך מהלך מאוד חשוב לעידוד השוק הראשוני. מי שמבקש לרכוש ניירות ערך בהנפקה נוטל סיכון לא קטן באשר לתמחור ובוודאי ב-IPO, שכן קשה לדעת מה יהיה המחיר שהשוק ייתן לאותו נייר ערך עת יחל המסחר. בעולם, רוב דרכי ההצעה מאפשרות להבטיח למשקיעים תשואה שצפויה להיות חיובית. בארץ הוחלט בשלב מסוים בעבר, למנוע את האפשרות של קביעת מחיר מרבי במכרז, זאת בשל ריבוי תופעות של ביקושי יתר בהיקפים גדולים מאוד. עודפי ביקוש שכאלה יכולים להיווצר אם המחיר המרבי נקבע נמוך מידי בצורה משמעותית. במחיר מרבי זה רוצים המשקיעים בנתח משמעותי מההנפקה שכן עם תחילת המסחר המחיר יעלה והתשואה על ההשקעה תהיה גבוהה ומיידית. אלא שמאחר שכל מבקש מעריך שגם המבקשים האחרים ירצו נתח משמעותי ומאחר שהמכרז במקרה זה ייסגר במחיר המרבי אזי המכרז בפועל הוא מכרז כמויות (כל מבקש מקבל חלק יחסי מההנפקה לפי חלק בקשתו מסך הבקשות) כך שנוצר צורך להגדיל בקשות באופן מלאכותי. עודפי ביקוש גדולים, כמו גם התשואה החיובית הגבוהה עם תחילת המסחר, עלולים "לחמם" את השוק ברמה מסוכנת. אחת התוצאות האפשריות של שוק חם הנה שהנפקות גרועות גם כן מצליחות.

כדי להפחית תופעה זו סגל הרשות מציע לשלב מגבלה חלופית - הגבלת גודל בקשה של מבקש בהנפקה.

ההקלה השנייה, המשליכה במקצת על הראשונה, נוגעת להצעה הלא אחידה. כשתוקן חוק ניירות ערך בשנת 2007, נקבעו מספר מגבלות בכדי לשלב את השיטה הלא אחידה. חשוב לציין כי השיטה נחותה לטעמנו במידה מסוימת בהשוואה לשיטה האחידה. בשיטה האחידה, הקצאת ניירות הערך למשקיעים השונים, נעשית בדרכים אובייקטיביות - מי שביקש במחיר גבוה ממחיר הסגירה של ההנפקה, מקבל את מלוא בקשתו ומי שביקש במחיר זהה למחיר הסגירה מקבל חלק יחסי בבקשתו. לא החברה ולא החתם מחליטים מי יקבל וכמה.

מאידך, השיטה הלא אחידה היא השיטה הרווחת בעולם. יתרונה וחשיבותה של שיטה זו בהשוואה לשיטה האחידה הנה בעיקר ביכולת להבטיח שמבקש בהנפקה אכן יוכל לקבל נתח משמעותי ממנה. נקודה זו מאוד חשובה, שכן למוסדיים בארץ ובעולם יש זמן אנליזה מוגבל - עומדת לרשותם כמות מוגבלת של משאבים ללמידת החברה המנפיקה ולהערכת התמחור הנכון של ניירות הערך המוצעים. ככל שביתר המקומות בעולם ניתן להבטיח להם כי אם ירצו יקבלו נתח משמעותי מההנפקה ואילו בארץ לא מתאפשר הדבר, ימעטו מוסדיים אלה להפנות משאבי אנליזה ללימוד חברות בשוק המקומי. לכן חשוב לדעת סגל הרשות לשחרר חסמים שיאפשרו את השימוש בשיטה הזאת למרות החיסרון היחסי שלה.

החסם המרכזי שחתמים הצביעו עליו כמונע שימוש בשיטה הזאת, הוא חובת החיתום הקיימת בהצעה בדרך זו. לחובה זו עלויות שכן חתם המבטיח כמות בהנפקה ירצה פרמיה על ה"ביטוח" שהוא מעניק. בנוסף ככל שהיה בתשקיף פרט מטעה חתם גם עלול למצוא עצמו חב על פי החוק כלפי ניזוקים. חתם לפיכך ירצה גם פיצוי על החשיפה שלו לתביעה אפשרית בשל קיום פרט מטעה.

בנוסף קיומו של חתם גורר עיכוב בתהליך ההנפקה שכן ברובם ככולם של המקרים חתם ירצה ליהנות מההגנה מתביעות שהחוק מעניק לו אם נמצא שביצע בדיקה נאותה לגילוי בתשקיף. בדיקה זו צורכת זמן.

כן חשוב להדגיש, שבשווקים מרכזיים בעולם - ארה"ב, אנגליה ולמיטב ידיעתנו גם בקונטיננט - קיים ברובם המוחלט של ההנפקות חתם אשר משמש כשומר סף. אנו רואים חשיבות בשומר סף שכזה גם בארץ וחושבים שיגיע העיתוי המתאים לכך, אבל כיום שוק הנפקות האקוויטי עדיין שברירי.

יש לציין כי ככל שנסיר את חובת החיתום בהצעה לא אחידה ולא נקבע את האפשרות למחיר מרבי בהצעה האחידה, נמצא עצמנו מפלים דווקא את ההצעה הלא אחידה לטובה, שכן הצעה לא אחידה לעניין המחיר הנה הצעה בה קיים מחיר מרבי אשר במקרה פרטי זה זהה למזערי. מובן שזאת לא תוצאה שנרצה לגרום, וגם מטעם זה נכון לבצע ההקלה המאפשרת מחיר מרבי בהצעה אחידה.

דין

חבר מליאה ביקש לדעת האם המטרה היא לראות יותר הצעות לא אחידות, או יותר הצעות אחידות עם מחיר מקסימום. להקלה בביצוע הצעות לא אחידות יש מחיר כיוון שהיא פוגעת במשקיעים הלא מתוחכמים.

במענה לשאלה נאמר כי לקח 10 שנים לשלב את שיטת ההצעה הלא אחידה משום שהשיטה הישראלית של מכרז היא שיטה מאוד הוגנת. יחד עם זאת השיטה של מכרז טהור לחלוטין כמו זו שבישראל לא קיימת במקומות אחרים. יש הרבה מאוד כסף למשקיעים מוסדיים אך יש להם גם הרבה מאוד אלטרנטיבות. אם אי אפשר יהיה להבטיח להם כמות מינימלית הם לא יהיו כאן. ההצעה הזאת באה אחרי שסגל הרשות ישב עם נציגי השוק - עם חתמים, רואי חשבון, עורכי דין, חברות וכן הלאה. הם התייחסו לחסם זה כחסם אמיתי. אין כוונה לעודד דווקא שיטה אחת על השנייה. אנחנו רוצים לאפשר את שתיהן ולצורך כך צריך להשוות את התנאים ביניהן.

צריך לזכור גם שבארץ קיימות מגבלות על מי יכול להיות ניצע בהצעה לא אחידה וזאת בכדי למתן שימוש שלילי בשיטה כפי שהסתבר שנעשה בארה"ב.

עוד צוין כי אמנם מצד אחד קיימת חשיבות בצעדים המוצעים לשוק הראשוני, אבל מצד שני בגלל החשש לפגיעה דווקא בשוק הראשוני בשל השימוש בשיטה הלא אחידה ולביקושי יתר קיצוניים בשיטה האחידה עת יתאפשר מחיר מרבי, מוצע כי שני התיקונים יהיו בהוראת שעה לשלוש שנים.

חבר מליאה בהתייחסו להצעה להגביל גודל בקשה של מבקש במכרז עם מחיר מרבי ל-15% מהיקף ההצעה, שאל כיצד קובעים מיהו מבקש אחד.

במענה לשאלה נאמר כי הכללים נקבעו באופן שיאזן במידת האפשר בין הצורך לצמצם ככל הניתן את ההגבלה כך שיורחבו המקרים בהם יראו שני מבקשים כנפרדים לבין הרצון למנוע את אותם מצבים שליליים של ביקושי יתר קיצוניים. כך למשל מוצע כי יראו כאחד נשלט ושולט וכל מי שנשלט על ידי אותו שולט. מאידך אם נשלט היא חברה שמניוטיה נסחרות ומוחזקות בידי הציבור, אז נראה בזה הפרדה מספיקה. כמו כן מוצע שנוסטרו של מנהל בית השקעות וכספי אחרים המנוהלים בבית ההשקעות ייחשבו כנפרדים.

בתגובה שאל חבר מליאה האם בחברות ציבוריות שבהן קיים בעל שליטה הוא יוכל לקנות פעם אחת בשם החברה הציבורית ופעם אחת בשם עצמו?

על כך הושב כי מוצע אכן לראות בתנאים מסוימים בהם כשני מבקשים וכל אחד מהם יוכל לבקש עד 15% מכמות ניירות הערך המוצעים.

חבר מליאה שאל האם בעולם מקובל לקבוע בהצעה אחידה מחיר מרבי והאם ההצעה כאן היא לחייב מחיר מרבי או לאפשרו.

על כך הושב כי בנוסח שהוצג לחברי המליאה קיימת סקירה שנערכה בזמנו של שיטות הצעה במקומות רבים בעולם, המבוססת על סקר של עשרות מדינות. עולה מהסקירה הזו כי ברוב המקומות בעולם נוהגת השיטה הלא אחידה. היכן שנוהגת שיטה אחידה, המכרז כולל מחיר מרבי (ולכל הפחות אין איסור על כך). כן צוין כי הבעיה שנצפתה בעבר עם מחיר מרבי מתרחשת כשיש שוק "חם" והתחרות הופכת להיות מתחרות על מחיר לתחרות על כמות.

באשר לשאלה האם מוצע לחייב מחיר מרבי התשובה היא כי מוצע לאפשר זאת כך שהחברות, ביחד עם החתמים, יוכלו להחליט בכל הנפקה מה הן מעדיפות.

בנוסף נסקרו שיקולים שעשויים להשפיע על קביעת המחיר. כך צוין כי ככל שהמחיר המרבי שנקבע נמוך מדי הפדיון של החברה יקטן או הדילול של בעלי המניות יגדל קרי, יש גם צד שאמור לאזן את המחיר שלא ייקבע נמוך מדי.

עוד צוין כי יש ספרות המסבירה כי חברות מוכנות "להשאיר את הכסף על השולחן" כי מה שמעניין אותן יותר מכל הוא הצלחת ההנפקה. מנגד, לחתמים יש עניין לקבוע את המחיר נמוך דווקא. ככל שהתשואה למשקיעים תהיה נאותה הם יחזרו להנפקות עתידיות שהחתם

מוביל ולהיפך. אכן א-פריורית, קיים איזון מסוים בין החברות, שמעדיפות גיוס במחיר גבוה יותר, לבין החתמים, שמעדיפים גיוס במחיר נמוך יותר. אך איזון זה עלול להיות מופר ובעיקר כשהשוק "חם" מאוד. לכן מוצע לקבוע את מגבלת גודל הבקשה וכן לקבוע זאת כהוראת שעה לשלוש שנים.

חבר מליאה שאל האם ביטול חובת החיתום בהצעה הלא אחידה לא יוביל לקביעת מחיר יקר מדי שכן החתם בשל היותו שחקן חוזר ובשל הרצון שלו לפעול כך שתהיה תשואה חיובית למשקיעים, הוא זה שהאינטרס שלו לקבוע מחיר נמוך.

בתשובה נאמר כי החתם יישאר מן הסתם בהנפקות בכובעו כמפיץ. נכון שהדבר יפחית במקצת את הלחץ עליו לקבוע מחיר נמוך כי כאשר הוא משמש כחתם קיים גם הלחץ בשל החשש "להיתקע" עם ניירות ערך ומחיר נמוך יכול לעזור לו בעניין, אבל השיקול של שביעות רצון המשקיעים ממשיך להתקיים.

חבר מליאה העיר כי כיום אין כמעט הנפקות שבהן התחייבות חיתומית.

בהקשר זה צוין כי הדבר מדגיש אולי עוד יותר שהמצב שלפיו בשיטה אחת יש חובת חיתום ובאחרת אין הוא לא סביר.

חבר מליאה תהה על הסכנה שבהסקת מסקנות מהוראת שעה לשלוש שנים. ככל שלא יהיה שוק "חם" בשנים האלה לא נהיה עדים לתופעת ביקושי יתר קיצוניים ובעוד שלוש שנים נגיע למסקנה כי כלל גודל הבקשה של 15% השיג את מטרתו בלא שבפועל הדבר נבחן ובכל זאת ההוראה תיהפך לקבועה.

בתשובה נאמר כי ראשית כלל מגבלת גודל הבקשה קיים היה תקופה יחסית ארוכה בעבר והתוצאות היו טובות. שנית, בעוד שלוש שנים ככל שנגיע למסקנה כי הן לא היו מייצגות נוכל להחליט על הוראת שעה נוספת. מאידך ככל שנגיע למסקנה כי במהלך שנים אלה היו הנפקות רבות - כמו שאנחנו מקווים שתהיה התוצאה של צעדים אלה - וכי הכלל השיג את מטרתו, נוכל לפעול להפוך את התיקונים לקבועים. כן צוין כי אנו כעת בשלב מקדמי, במסגרת הצעת התיקון מתפרסמת להערות ציבור. לאחר קבלת הערות הציבור, הנושא יובא לדיון נוסף בפני חברי המליאה, באופן שיאפשר להם לראות גם את תגובות השוק להצעת התיקון.

נייר ההמלצות יפורסם להערות הציבור ויובא לאישור המליאה לאחר קבלתן.

3. תיקון קרנות הסל - עדכון בדבר הוראות לפני פרסום להערות ציבור.

רקע

הסדרת תחום תעודות הסל תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות (להלן: "חוק הקרנות") נמצאת בימים אלו בעיצומה. בחודש אוגוסט 2017 פורסם ברשומות חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017 (להלן: "תיקון החוק"). תיקון החוק מניח את התשתית החוקית להפיכת תעודות הסל לקרן נאמנות מסוג חדש, "קרן סל" שהינה קרן מחקה סגורה. יחד עם זאת כניסתו לתוקף של תיקון החוק מותנית בכניסתה לתוקף של חקיקת המשנה (תקנות והוראות), אשר במסגרתה ייקבעו מאפייניו הייחודיים של מוצר קרן הסל והסדרים ייעודיים שונים.

בספטמבר 2017 אישרה מליאת הרשות מספר קובצי תקנות לשם המשך קידום הליך חקיקתם בכנסת. לשם השלמת הליך ההסדרה כאמור, מקדם סגל הרשות בימים אלו מספר נוסחי הוראות, העוסקות במגוון נושאים, כפי שיפורט להלן, במטרה לפרסמן להערות ציבור.

נוסח ההוראות המוצעות משקף תוצאות של שיח אינטנסיבי שהתקיים במשך למעלה משנה בין רשות ניירות ערך לבין איגוד תעודות הסל וגורמים רלבנטיים נוספים בשוק, במטרה להגיע להסדר מוסכם ככל שניתן, אשר ייצור איזון ראוי בין השמירה על עניינם של המשקיעים לבין העניין של המנפיקים בהמשכיות הפעילות העסקית של תעודות הסל הקיימות כקרנות סל.

עיקרי ההוראות המוצעות:

א. הוראות גילוי

נוכח מאפייניה הייחודיים של קרן סל, שהיא קרן מחקה סגורה, ועל מנת לשמור על ענינו של ציבור המשקיעים, נדרש לערוך התאמות בהוראות הגילוי הקיימות וכן לקבוע הוראות גילוי נוספות על אלו הקבועות בתקנות הרלבנטיות. הוראות הגילוי יתייחסו בין היתר גם לגילוי הנדרש במסגרת מסמכי המעבר.

ב. הוראה בדבר אופן חישוב דמי ניהול משתנים

סגל הרשות מבקש לקדם הוראה (מכח סעיף 97(ב)) הקובעת את האלגוריתם לחישוב דמי הניהול המשתנים, לרבות אופן חישוב הערבות או הפיקדון הנדרשים כתנאי לקביעת המנגנון. ההוראה כאמור תספק וודאות עבור מנהלי הקרנות המחקות בכל הנוגע לאופן החישוב ותייצר אחידות באופן יישום המנגנון.

ג. כללים לביצוע עסקאות בנגזרים לא סחירים

במסגרת תיקון לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר להחזיק בקרן ושיעוריהם המירביים) (תיקון), התשע"ח-2017 המקודם במסגרת תיקון קרנות הסל, מוצע לאפשר ביצוע עסקת החלף שאינה במימון וקניה והחזקה של חוזה אקדמה בכפוף להתקיימות תנאים שונים שיהא בהם כדי לצמצם את הסיכונים הכרוכים בעסקאות כאמור, לצד שימור היתרונות לעסקאות הללו. על מנת לשמר גמישות והתאמה למציאות המשתנה נוסחו התנאים האמורים בתקנות באופן כללי. במטרה לספק וודאות בשוק, מבקש סגל הרשות לקדם הוראה מכח סעיף 97(ב) לחוק הכוללת כללים מפורטים לביצוע עסקאות בנגזרים לא סחירים.

ד. הוראה בדבר ניהול ההשקעות בקרן מחקה

במסגרת ביקורות עלה כי ישנם מנהלי קרנות שמחזיקים בקרנות מחקות שבניהולם בנכסים שאינם יוצרים חשיפה במתאם גבוה לנכס המעקב ועל כן יוצרים לקרן חשיפה מוגברת לסיכון שוק. על כן, מבקש הסגל לקדם הוראה אשר תתייחס בין היתר לתפקידה של וועדת ההשקעות בקרן מחקה (לרבות קרן סל) בכל הנוגע לאופן ניהול השקעות הקרן ולהתייחסות לסיכונים והכל בהתחשב בייעודה של הקרן ובחובות האמון והזהירות של מנהל הקרן.

ה. הוראות זמניות

במסגרת תיקון החוק הוקנתה לרשות סמכות זמנית לקבוע הוראות שונות מאלו הקבועות בתקנות הרלבנטיות לעניין כללי השקעה, לתקופת זמן מוגבלת (סעיף 65א). הסמכה כאמור תאפשר לרשות לתת מענה מקצועי לסוגיות שונות שמתעוררות באופן גמיש

ומהיר יחסית, ותוך מתן אפשרות לבחון את אותן ההוראות לאורך זמן, לצורך גיבוש הסדרה מיטבית שתעוגן בהמשך בחקיקה. בכוונת הסגל לקבוע הוראות זמניות שונות בנושאים הבאים:

1. תעודות העוקבות אחר מדד הבנקים – אגב תיקון קרנות הסל מתעורר הצורך למתן מענה מידי עבור תעודות הסל הקיימות העוקבות אחר מדד ת"א בנקים אשר, בין היתר, נוכח מגבלת הפיזור הקבועה בתקנות הקרנות, לא תתאפשר רציפות בהצעתן כקרנות סל העוקבות אחר מדד זה. סגל הרשות מבקש לתת מענה לנושא זה באמצעות הוראה זמנית במסגרתה יוצע לקבוע חריג ייעודי ממגבלת הפיזור האמורה אשר תכשיר לתקופה מוגבלת את מדד ת"א בנקים כנכס מעקב עבור קרנות מחקות.

2. שיעור החזקת פיקדונות לזמן קצוב – הוראה זמנית בנוגע לשיעור הפיקדונות לזמן קצוב שמותר להחזיק בקרנות כספיות וקרנות אשר שיעור החשיפה שלהן לנכס מעקב זר באמצעות נגזרים הוא 75% ומעלה. בקרנות כאמור שיעור המזומנים גבוה, ובשיח המקדמי שקיים הסגל עם הגורמים הרלבנטיים למהלך עלה כי נדרש לקבוע עבורן הסדר ייעודי אשר יאפשר החזקת פיקדונות לזמן קצוב בשיעור גבוה מזה שיתאפשר על פי התקנות הרלבנטיות. יחד עם זאת, נוכח השלכות המהלך והחשיפה המוגברת לסיכון נזילות, מבקש הסגל לקבוע בשלב זה הוראות זמניות בנושא ולבחון יישומן והשפעתן על נזילות הקרנות לשם גיבוש הסדר בתקנות.

ו. הוראה כללית

הוראת סל אשר במסגרתה יינתן מענה למגוון נושאים אשר הסדרתם נדרשת לצורך השלמת תיקון קרנות הסל, ברמת פירוט גבוהה יותר מזו שבתקנות (מכוח סעיפים 58ב ו-97(ב) לחוק הקרנות). כך לדוגמה הוראות הנוגעות למאפייני תמהיל הנכסים שעושה השוק רשאי להעביר למנהל הקרן בסוף כל יום חישוב מחירים במקום מזומן כתמורה עבור יחידות שהזמין, הוראה הנוגעת למאפייני הפיקדון לזמן קצוב אשר מנהל הקרן רשאי להחזיק בקרן ועוד הוראות דומות.

ז. עדכון הוראת חשבונות מוצפנים

בנובמבר 2015 פורסמה הוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר מסירת מידע לרשות לזיהוי פעילות במסחר בבורסה (להלן: "הוראת חשבונות מוצפנים") אשר עיגנה את חובת הדיווח של מנהלי הקרנות אודות המספרים המוצפנים של חשבונות שונים (כגון, חשבונות הקרנות וחשבונות נוסטרו), לצורכי פיקוח שוטף של הרשות על מנהלי הקרנות. במסגרת תיקון קרנות הסל גובש מודל עשיית שוק על פיו תהא הפרדה מהותית ומשפטית בין פעילות ניהול הנכסים על ידי מנהל הקרן לבין פעילות עושה השוק ביחידות הקרן במסחר. בהתאם, מבקש הסגל לעדכן את הוראת חשבונות מוצפנים כך שתתווסף חובת דיווח על ידי מנהל קרן סל גם אודות חשבונות עושה השוק באמצעותם הוא מבצע פעילות במסחר והכל לצורכי פיקוח הרשות.

דיון

חבר מליאה ביקש להבין האם דמי ניהול משתנים לא קיימים כיום באף קרן. במענה הוסבר כי דמי הניהול המשתנים הוא מנגנון ייחודי שנוסף במסגרת תיקון 28. כיום מנהל קרן לא רשאי לקבוע דמי ניהול הנגזרים מתשואת הקרן.

חבר מליאה ביקש להבין מה הטריגר הראשוני שהוליד את הצורך בשינוי הסטאטוס של תעודות הסל לקרנות, והאם השינוי עלול לפגוע במנגנוני ההשאלה המתבססים כיום על תעודות הסל כמקור להשאלות.

ביחס לשאלה הראשונה נענה כי התפתחות ענף תעודות הסל, שהוא תחום עתיר בסיכונים - חשיפה לסיכון שוק, סיכון אשראי, סיכון תפעולי, והעובדה שמנהל בשוק תעודות הסל סכום של כ- 100 מיליארד ₪ היוו את התמריץ להנעת תהליך השינוי. תחום תעודות הסל מוסדר כיום בעיקר בהיבט של גילוי, תחת חוק ניירות ערך, בעקבות עיוות היסטורי, שכן במהות המדובר על השקעה משותפת בשוק ההון ועל כן מבחינה משפטית המקום הנכון להסדרה של התחום הזה הוא תחת חוק הקרנות.

ביחס לשאלה השנייה נענה כי לא צפויה פגיעה בהשאלות. עוד צוין כי מעבר לסיכונים שנמנו, חשוב להדגיש את ניגוד העניינים המובנה הקיים כיום בתחום תעודות הסל, בין עניינו של מנהל תעודת הסל לבין עניינו של הציבור שרוכש את התעודות. ניגוד עניינים זה נובע מכך שתעודת סל כיום מאוגדת מבחינת משפטית כ- SPC שמנפיק לציבור חוב, שכנגדו הוא

מתחייב לתמורה שנגזרת מנוסחת המרה. מצב זה שבו החזר החוב נגזר מנוסחה והתמורה מגיוס ההנפקה עומדת לרשות המנפיק להפקת רווח עודף, יוצר אצלו תמריץ לקחת סיכונים על מנת למקסם את הכנסותיו שכן כל תשואה עודפת מעבר להתחייבות מגולגלת לכיסו. כך למשל, הגדלת סיכון נזילות – מנהל התעודה יעדיף להפקיד את הכסף בפקדונות יותר ארוכים כדי לקבל ריביות יותר גבוהות, כשמרווח הריבית נכנס לכיסו של מנהל התעודה. מרווח הריבית אומנם זניח במונחים יחסיים אך במונחי תזרים שהוא יוצר למנהל תעודת הסל, אשר מנהל סכומים של עשרות מיליארדי ₪, מדובר בסכום עצום. כך הדבר גם בעניין סיכוני אשראי, כאשר יש תמריץ להפקיד את הכספים או לפעול באמצעות גופים שהעלויות הכרוכות בפעילות באמצעותם או התשואות הפוטנציאליות העשויות לנבוע כתוצאה מההתקשרות איתם ולא עם גופים אחרים, צפויות להניב למנהל תעודות הסל רווח עודף, על חשבון הגדלת הסיכון בו נושא המשקיע. בקרנות נאמנות מדובר בניהול של מערכת סגורה. מנהל הקרן יודע שהוא יפרע את שכרו, שכן שכרו הוא בשיעור ידוע מראש מתוך נכסי הקרן. למעשה, כל תשואה עודפת היא תשואה שיש למדוד במונחים של סיכון ומיתרגמת בתשואה שמקבלים בעלי היחידות. על כן, תהליך קבלת החלטות בקרנות נאמנות פאסיביות ואקטיביות, מושפע ומונע מהשיקולים הנכונים, ופוטנציאל ניגוד העניינים בהיבטים כאמור, מצומצם בהרבה, לרבות בעניין ההשאלות - הנכסים הנמצאים בחשבון זמינים להשאלה היות והתחלופה בהם יחסית מוגבלת. תמורת ההשאלה נכנסת לקרן ומתווספת לתשואה שמנהל הקרן יכול להניב למשקיעים ולכן מערך התמריצים בהיבט הזה נשאר זהה ואין חשש להגדלת סיכון כתוצאה מהפעילות.

חבר מליאה ביקש להבין מה דינה של חובת ההשתתפות באסיפות כלליות בעת פעולת ההשאלה, שכן עד היום תעודות הסל לא היו מחויבות בהצבעה. במענה, הוסבר שבמסגרת המודל שגובש בתיקון 28 לא נוצרו חובות או נטלים שלא לצורך, היות שמנהלי קרנות הסל הם מנהלים פאסיביים ואין ציפייה כי ייצרו מערכים של אנליזה, גם לא באמצעות הסתמכות על יועצים חיצוניים. במסגרת התיקון נקבע כי חובת ההשתתפות באסיפה כללית תחול אך ורק אם מנהל קרן, המנהל גם קרנות אקטיביות ובגיבן הוא מחויב להשתתף ולהצביע, מחזיק במסגרת קרנות הסל את אותם ניירות ערך. המטרה היא לא ליצור נטל או עלות נוספת. משמעות הדבר היא שעל מנהל קרן המחליט לאגד את פעילותו כך שינהל רק השקעות פאסיביות, חובת ההשתתפות לא תחול.

עוד נוסף, כי לפי חוק השקעות משותפות, אין אפשרות וכמובן אין חובה להצביע מכוח ניירות ערך שהושאלו, שכן הם נמכרים בחסר כשזכות ההצבעה צמודה אליהם, ועוברת לרוכש.

חבר המליאה ביקש להבין האם יש מנגנון פיקוח על בחינת האלגוריתם לחישוב דמי הניהול המשתנים על מנת למנוע פגיעה בתחרות. במענה הוסבר כי ההסדר הייחודי הנ"ל הוא פועל יוצא של תהליכים שנועדו לאפשר מעבר חלק מעולם של נכסים מתחייבים, שהוא העולם הקיים היום בתחום תעודות הסל, לנכס שהוא על בסיס best effort כמו שמקובל ב-ETF. ההסדר גובש על יסוד התובנה שפונקציית המטרה של משקיע הבוחר להשקיע בהשקעה פאסיבית היא לחקות את המדד ולא להכות את המדד, ועל כן תשלום למנהל הקרן בשיעור קבוע וידוע מתוך התשואה העודפת, בתמורה לפיצוי למחזיק היחידה בשיעור דומה במקרה של תשואת חסר, אינו פוגע בתכלית המוצר.

הצעת התיקון תפורסם להערות ציבור ותובא לאישור המליאה לאחר קבלתן.

4. אגרות קרנות נאמנות לאחר תיקון 28 - אחרי הערות ציבור.

רקע

אחת ההשפעות של תיקון קרנות הסל נוגעת לאגרות שישולמו על ידי מנהלי הקרנות עבור תעודות הסל שיהפכו לקרנות. עד כה שילמו מנפיקי תעודות הסל אגרה נמוכה יחסית, כזו שמשולמת על ידי תאגיד מדווח. כך לדוגמה סכום האגרה השנתית נגזר מהונו העצמי הנמוך של מנפיק תעודות הסל וללא התאמה לשווי הנכסים הגבוה המנוהל על ידו ולמספר התעודות שהנפיק, בעוד מנהל קרן מחויב בתשלום אגרה שנתית בגין כל קרן שבניהולו בהתאם לממוצע השווי הנקי של נכסי הקרן.

עם הפיכת תעודות הסל לקרנות, יעברו מנהלי תעודות הסל לשלם עבורן אגרה כקרנות נאמנות. החלת מודל האגרות החל על תחום קרנות הנאמנות על תעודות הסל שתהפוכנה לקרנות כאמור עתידה לתקן עיוות היסטורי שבגיניו שילמו מנפיקי תעודות הסל אגרה נמוכה באופן משמעותי מהאגרה ששילמו מנהלי הקרנות בגין הקרנות שבניהולם. יחד עם זאת, החלת מודל האגרות כפי שהוא על תעודות הסל שיהפכו לקרנות תוביל להעלאת נטל האגרה שיושת על מנפיקי תעודות הסל שיהפכו למנהלי קרן, ולתוספת הכנסות שעולה באופן משמעותי על הצרכים. בהתאם, מדובר בהזדמנות לבצע שינוי במודל האגרות אשר יוביל להפחתת נטל האגרות המוטל על תעשיית הקרנות כולה, ובין היתר יקל על תהליך המעבר של תעודות הסל לקרנות סל.

תמצית השינוי המוצע

מוצע לשנות את המבנה הנוכחי לתשלום אגרה שנתית על ידי מנהלי הקרנות. על פי המודל הקיים קרנות הנאמנות משלמות את סכום האגרה הקבוע בתקנות בהתאם לשיוך לאחת מארבע קבוצות שמתייחסות לשווי הנכסים המנוהל. המבנה החלופי המוצע מצמצם את ארבע הקבוצות לשלוש קבוצות (קרנות "קטנות", "בינוניות" ו"גדולות"), כך שכל קבוצה "תופסת" יותר קרנות, אך סכום האגרה ביחס לקבוצה הראשונה יעלה. בהתאם, יפחית המתווה המוצע את סכום האגרה השנתית הכולל המשולם על ידי המנהלים, וכן יקל ביחס למרבית הקרנות, חוץ מאלה שהיום הן בתחתית שווי הנכסים המנוהל של הקבוצה הראשונה.

בנוסף, מוצע להעניק "הגנת ינוקא" בדמות אגרה מופחתת למנהלי קרנות המנהלים מספר מועט של קרנות בשווי מנוהל נמוך יחסית. הקלה זו מוצע להעניק גם בגין קרנות המנוהלות בהוסטינג על ידי גורם חיצוני, ללא קשר לשווי הנכסים ומספר הקרנות הכולל המנוהלים אצל מנהל הקרן ה"מארח", מתוך ההנחה שנטל האגרה בקרנות כאמור מגולגל על מנהל התיקים המתארח שמנהל את הקרנות בהוסטינג.

כמו כן, על מנת להקל על תהליך המעבר מתעודות סל לקרנות סל ולמנוע מעבר "חד" מדי, מוצע כי על אף עלויות המהלך לרשות בשנים הראשונות להפעלתו, סכום האגרה המוטל בכל אחת משלוש הקבוצות של האגרה השנתית יעלה באופן הדרגתי במהלך ארבע שנים ממועד הכניסה לתוקף של תיקון החוק. בהתאם, נטל האגרה יופחת החל משנת 2018, ויעלה בצורה הדרגתית עד לשנת 2022, בה ייכנס המתווה הסופי לתוקף.

מובהר כי השינוי המוצע גובש בשיח מתמשך שקיים סגל הרשות עם הגורמים הרלבנטיים בתעשייה. נוכח היות הליך הפיכת תעודות הסל לקרנות סל הליך מורכב ביותר, שם לו סגל הרשות למטרה לפעול לגיבוש מודל מותאם לשינויים והתהליכים שהגופים חווים אגב ביצוע המעבר, אשר ירתום את הגופים המעורבים למהלך, תוך הטלת נטל שוויוני יותר בתשלום האגרות על ענף הקרנות כולו.

לנוסח תיקון התקנות שפורסם להערות ציבור התקבלו שתי שאלות הבהרה והערה אחת במסגרתה התבקשה הרשות לתת הקלות בתשלום האגרה השנתית עבור מנהלי קרנות סל שלא היו קודם לכן מנהלי תעודות סל. הפונים מבקשים כי במסגרת גיבוש מודל האגרות יילקחו בחשבון שיקולים נוספים, כגון התקופה שלפני תיקון קרנות הסל במהלכה מנהלי הקרנות שילמו אגרה גבוהה באופן משמעותי מזו ששולמה על ידי מנהלי תעודות הסל וכן

תוספת האגרה שתושט על מנהלי הקרנות על ידי הבורסה בגין רישום למסחר של קרנות מחקות שתהפוכנה לקרנות סל. המלצת הסגל היא שלא לקבל את הבקשה. מנהלי תעודות הסל שילמו עד היום אגרה בהתאם לדין שחל עליהם ואין מקום לייצר עיוות נוסף כעת בדרך של מתן הנחה לגוף כזה או אחר.

סגל הרשות מבקש לקבל את אישור המליאה לנוסח התיקון המוצע לשם קידום הליכי החקיקה.

דין

חבר מליאה ביקש להבין האם נבדקה אפשרות להפחית מהאגרות המשולמות על ידי מנהלי הקרנות כעת, לאור כך שמנהלי תעודות הסל שילמו עד עתה אגרות מופחתות באופן יחסי. במענה הוסבר כי קרנות נאמנות פועלות תחת הוראות חוק השקעות משותפות בנאמנות, הן מפוקחות וחל עליהן מארג של הוראות. בין היתר נקבע על ידי המחוקק מנגנון הקובע מהן האגרות שמנהלי הקרנות צריכים לשלם לרשות בגין הפעילות שלהם. הסדר שונה נקבע ביחס לתעודות סל. מאז ומעולם היה חופש לגופים הפיננסיים להחליט איזה סוג של מוצרים הם מציעים לציבור ואיזה סוג פעילות לנהל. עובר למועד כניסת החקיקה החדשה לתוקף ארבעה בתי השקעות החליטו לנהל גם תעודות סל וגם קרנות. במסגרת פעילותם כמנהלי תעודות סל, הם שילמו אגרות בהתאם להסדר שהיה קבוע. חברה שבחרה לנהל רק קרנות נאמנות חל עליה הסדר אגרות שונה. עם כניסת תיקון 28 לתוקף, גם תעודות הסל תהפוכנה לקרנות נאמנות, משמע יחול עליהם הסדר האגרות של קרנות נאמנות. עוד צוין כי היסטורית, אגרות תעודות הסל הכוללות היו נמוכות יותר, אולם יחד עם זאת, עבור רכיב אגרת התשקיף המשתנה שילמו מנהלי תעודות הסל אגרת יצירה, עבור הפוטנציאל המקסימאלי של היחידות שייטכן ויוחזקו בידי הציבור, בעוד מנהלי הקרנות שילמו אגרת יצירה בפועל, ולא אגרה עתידית. בהתאם, כעת בכוננת הרשות לתת למנהלי תעודות הסל זיכוי לכל תעודה שתהפוך לקרן סל עבור יחידותיה שבגינן שולמה אגרה ומעולם הן לא הוחזקו בידי הציבור. אין הצדקה לזכות את מנהלי הקרנות אשר כאמור שילמו אגרת יצירה אך ורק בגין יחידות שהוחזקו בפועל בידי הציבור. לא ניתן כעת לקחת קבוצה מסוימת ולהבחין אותה משאר מנהלי הקרנות. כמו כן, יש להתחשב בסטטוס של תעודות הסל, שכתוצאה מתיקון 28, יוחל עליהן נטל חדש וניכר של תשלום אגרות בהתאם לדין שחל עד כה על קרנות נאמנות.

עוד צוין כי גם סוגיית האגרות נובעת מאותו עיוות היסטורי שיצר, לפני שנים רבות, מבנה משפטי מסוים בנוגע לתעודות הסל דרך חוק ניירות ערך. כן, צוין כי במסגרת מודל האגרות

החדש כל מנהלי הקרנות צפויים לקבל הקלה משמעותית בסדרי גודל של מיליוני שקלים באגרה השנתית וכן כי סגל הרשות נמצא בשיח מתמיד עם השוק, ומשתדל להיות קשוב לצרכיו, במידת האפשר.

החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את התיקון לשם המשך קידום הליך החקיקה.

5. מידע כספי סולו - לפני פרסום להערות ציבור

רקע

נסקרה השתלשלות העניינים בשנים האחרונות לגבי חובת פרסום מידע כספי נפרד, במסגרתה פרסם סגל הרשות מספר הצעות לתיקון תקנות ניירות ערך העוסקות במידע כספי נפרד, וזאת בהמשך לדיונים רבים שקיים בנושא עם גורמים שונים ומגוונים בשוק.

הפרסום האחרון של סגל הרשות בחודש יולי 2015 עסק במתכונת מוצעת למידע סולו וזאת לאחר שהשלים בחינה של הערות ציבור בנוגע להצעת חקיקה שפרסם בחודש פברואר 2015. בהתאם להצעה זו המידע הכספי יערך בהתאם לתקני ה-IFRS, ללא ביצוע התאמות, כאשר השקעות בחברות מוחזקות יטופלו לפי שיטת השווי המאזני בלבד. כמו כן, לא ידרשו דוחות כספיים נפרדים מלאים, אלא רק דוחות ראשיים (דוח על המצב הכספי, דוח על הרווח או הפסד ורווח כולל אחר ודוח על תזרימי המזומנים), ללא דרישה לביאורים מלאים. הוצע שהמידע הכספי הנפרד יכלל במסגרת פרק המימון והנזילות, כאשר חברה שהציעה מניות בלבד תחויב בפרסום המידע אחת לשנה בלבד וחברה שהציעה תעודות התחייבות תחויב בפרסום המידע מידי רבעון.

לאחר מכן נסקרו עיקרי המודל המוצע - עם ההיערכות לקידום התיקון, ועל רקע הערות נוספות שקיבל סגל הרשות, וכן בהמשך לדיונים שקיים סגל הרשות עם מספר נציגים משוק ההון, בחן שוב סגל הרשות את המודל המוצע. על רקע בחינה זו שקל מחדש סגל הרשות את המודל המוצע למידע כספי נפרד. בחינה מחודשת זו הובילה את סגל הרשות לביצוע תיקונים בהצעה לתיקון ואסדרת הגילוי בנושא כדלקמן:

כללי:

א. ביטול הדרישה למידע סולו באופן רוחבי.

- ב. מתן מידע כספי המיועד לניתוח נזילות ומצב פיננסי, במודל המבחין בין חברות שגייסו אג"ח לבין חברות שהציעו לציבור מניות בלבד.
- ג. מודל גילוי אשר מושתת על שני רכיבי גילוי - מידע צופה פני עבר ומידע צופה פני עתיד.

מידע צופה פני עבר:

תחולה: יחול על כלל התאגידים המדווחים.

תדירות דיווח: שנתית.

תוכן המידע: דיבידנדים, דמי ניהול, דמי ייעוץ, ריבית קבלת והחזר הלוואות מחברות מוחזקות, השקעות בחברות מוחזקות, רווח כולל של כל חברה מוחזקת, מידע אודות חוב - מצבת חובות לשנים הקרובות ומיקום החוב בקבוצה, מגבלות להעברת משאבים מחברות מוחזקות לחברה האם, ערבויות בין החברה לחברות מוחזקות, גילוי על החזקות בחברות ציבוריות, מידע לגבי אמות מידה ועמידה בהן ומידע על נכסים נזילים.

מבחן מהותיות - תאגיד רשאי שלא לכלול את הגילוי הנדרש אם אין במידע משום תוספת מהותית על הכלול ביתר חלקי הדוח התקופתי.

מידע צופה פני עתיד:

- א. תחולה: יחול על תאגידים שהציעו אג"ח לציבור.
- ב. תדירות דיווח: אחת לשנה בדוח השנתי או בהתקיים סימני אזהרה.
- ג. תוכן המידע:
- אין סימני אזהרה - פרסום תזרים מזומנים חזוי לשנה. על אף האמור, תאגיד יהיה רשאי לכלול הצהרת דירקטוריון על העדר בעיית נזילות והעדר חשש סביר לאי עמידה בהתחייבויות בשנה הקרובה וזאת חלף הכללת תזרים מזומנים חזוי.
 - יש סימני אזהרה - פרסום תזרים מזומנים חזוי לשנתיים, ללא אפשרות לכלול הצהרה חלף מתן התזרים החזוי.

דיון

חבר מליאה שאל האם המידע שיינתן יהיה מבוקר על ידי רואי חשבון. הובהר כי המידע לא יהיה מידע מבוקר, שכן הוא יהיה חלק מפרק המימון והנזילות מחוץ לדוחות הכספיים וכן מהסיבה שמרביתו מבוסס על נתונים שבלאו הכי נכללים בדוחות הכספיים המאוחדים או כאלה שהינם צופי פני עתיד ועל כן לא יכולים להיות מבוקרים. בנוסף, ההחלטה לוותר על ביקורת

רואי חשבון נבעה מהרצון לצמצם בעלויות הרגולציה לצד בחינת עלות ביקורת המידע מול התועלת שיש בעצם מתן מידע סולו לא מבוקר לציבור המשקיעים.

לשאלות חבר מליאה האם עד היום דוח הסולו היה מבוקר, מדוע הוחלט לבצע את השינוי האחרון במודל המוצע ומדוע מוצע להפחית את המידע סולו שמשקיעים יקבלו, הוסבר כי לאחר פרסום ההצעה האחרונה ודיונים שנערכו עם גורמים בשוק, עולה כי עלות הפקת מידע סולו IFRS עולה על התועלת שתצמח ממנו, אף אם מידע זה לא יהיה מבוקר. כמו כן, עלה מדיונים שנערכו מול אנליסטים, כי השילוב של נתונים צופי פני עבר עם נתונים צופים פני עתיד הוא המתכונת הנכונה לספק לציבור המשקיעים מידע אודות מצבו הפיננסי של התאגיד ולא דווקא דוחות סולו במתכונת כזו או אחרת. בנוסף, הותרת המצב הקיים על כנו, קרי דרישת מידע סולו לפי תקנה 9ג', מחטיאה את המטרה, שכן מדובר על מידע סולו לפי כללי חשבונאות לא מוסדרים, דוחות שנועדו בעיקר לצרכי בקרה מול הדוחות המאוחדים וכן הדרישה מייצרת ארביטראז' רגולטורי ביחס למקובל בעולם. לגבי היקף המידע, אכן צפויה ירידה בכמות המידע, אולם אנו רואים ערך באיכות המידע שיינתן והרלוונטיות שלו ופחות בהיקף המידע שמסופק.

לשאלת חבר מליאה מה תורם המודל החדש ביחס למה שסופק על ידי חברות עד היום. הושב כי עד היום דוח הסולו לא התייחס למיקום החוב בקבוצה, לא התייחס למגבלות לגבי היכולת להעביר משאבים מחברת מוחזקות לחברה האם ולא סיפק מידע צופה פני עתיד על יכולת שירות החוב. למעשה החידוש העיקרי הוא המיקוד בפרטי מידע שעוסקים ביכולת העברת מקורות מלמטה למעלה.

חבר מליאה העיר כי יש חשיבות רבה בקיומו של דוח סולו מנקודת מבט של האנליסטים, ויתכן שגם אם דרישת הרשות לקיומו תבוטל, נותני האשראי ידרשו אותו בפועל. כן העיר כי ביטול חובת הדיווח של דוח הסולו יפחית את רמת המידע ועלול לפגוע ביכולת ניתוח הנזילות ויכולת הפירעון. בתשובה צוין כי יתכן שבדוח סולו יש ערך, אך הדוח הקיים אינו מבוסס על כללי חשבונאות במערכת מוסדרת. כן צוין כי כיוון שהמודל המוצע הוא שונה מהמודלים הקודמים שהוצעו, וכולל גם תוספות מידע שעשויות להפחית את החשש של נותני אשראי ואנליסטים, המודל יפורסם כעת להערות ציבור, ולאחר שאלו ייבחנו ויוטמעו, הנושא יובא לאישור המליאה.

כן הוסבר כי אמנם המודל המוצע כעת כולל מידע שאינו מבוקר על ידי רואי חשבון, אך תחול בענייני אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית, בדומה לאחריות החלה על יתר הדיווחים. לבסוף צוין כי המודל המוצע נועד למצוא את האיזון הראוי בין הקלה על החברות מחד, והגנה על ציבור המשקיעים מאידך. יתכן שעבור מעניקי האשראי חשיפה מלאה של הספרים היתה מעניקה לו את מלוא היתרונות, יחד עם זאת, אין רצון להשית עלויות לא סבירות מבחינת התאגידים, וכן גם מבחינת מעניקי האשראי, עיבוד וניתוח מלא של כל המידע היה מצריך תשומות ניכרות.

לשאלת חבר המליאה לגבי משמעות הצהרת דירקטוריון על העדר בעיית נזילות והעדר חשש סביר לאי עמידה בהתחייבויות בשנה הקרובה וזאת חלף הכללת תזרים מזומנים חזוי, והאם סגל הרשות יפקח על נאותות ההצהרה, הובהר כי ההצהרה היא חלופה בידי הדירקטוריון להימנע מפרסום מידע צופה פני עתיד. המשמעות היא שהדירקטוריון צריך לקחת אחריות על הצהרותיו ואנחנו כסגל בוחנים את הנושא מבחינת אפקטיביות ההצהרה, האם בוססה על תשתית הנחות סבירה. הניסיון של הסגל מלמד על כך שכאשר דירקטוריון נדרש לכלול הצהרה משמעותית כזו, הוא עושה זאת לאחר בחינה יסודית, המגובה בדיונים וניתוחים מעמיקים. לבסוף, שאל חבר מליאה האם נשקלה האפשרות לדרוש דוחות סולו כאשר מתקיימים סימני אזהרה. בהקשר זה הושב כי יש קושי לדרוש דוחות סולו רק כאשר מתקיימים סימני אזהרה, מאחר שהבחינה אם יש סימני אזהרה ואם לאו מתבצעת מידי רבעון על בסיס דוחות כספיים ומשתנה כל עת. על כן, חברה יכולה להיות מחויבת בפרסום בתקופות לא רציפות וזה יחייב למעשה תחזוק של מערכת דוחות סולו מקבילה בכל חברה.

הצעת התיקון תפורסם להערות ציבור ותובא לאישור המליאה לאחר קבלתן.

6. תיקון סעיף 1ב56 לחוק ניירות ערך - אחרי הערות ציבור.

רקע

הרשות, באמצעות מחלקת חקירות, מודיעין ובקרת מסחר, מנהלת תיקי חקירה כלכליים ומורכבים אשר רבים מהם כוללים לצד עבירות ניירות ערך גם עבירות לפי חוק איסור הלבנת הון, התש"ס-2000 (להלן: "חוק איסור הלבנת הון"). כלי משמעותי בפעולות החקירה והאכיפה של הפשיעה הכלכלית בכלל, ודיני ניירות ערך בפרט, הוא תפיסה וחילוט של רכוש הקשור לעבירה המוחזק בידי החשוד בביצוע העבירה. כלים מסוג זה מוקנים לרשויות החקירה במסגרת מספר חוקים, כגון חוק איסור הלבנת הון, פקודת הסמים המסוכנים ועוד. בתיקי ניירות ערך תפיסת הרכוש הקשור לעבירה ואפשרות חילוטו בסופו של ההליך הינה כלי אכיפתי חשוב לצורך הלחימה בפשיעה הכלכלית אשר אפקטיביות ההרתעה שלו טמונה בפגיעה הכלכלית המיידית בחשודים.

עם זאת, סמכות התפיסה המוקנית לחוקרי הרשות הינה מצומצמת ביחס להסדר הקיים למשל בחוק איסור הלבנת הון, בכך שהיא אינה מאפשרת סמכות תפיסת רכוש בשווי הרכוש הקשור לעבירה להבדיל מתפיסת הרכוש הקשור לעבירה עצמו בלבד. חוקרי הרשות אינם מוסמכים להשתמש בסמכויות התפיסה הקבועות בחוק איסור הלבנת הון, סמכויות לפיהן פועלת המשטרה, ואשר הינן רחבות יותר ומאפשרות גם תפיסת רכוש בשווי כספי העבירה

(סעיפים 21 עד 26 לחוק איסור הלבנת הון). סמכות לבקשת צו תפיסה זמני גם לגבי רכוש בשווי נדרשת במקרים בהם לא ניתן לאתר או לצבוע את כספי העבירה. כך למשל במקרים בהם כספי העבירה הועברו לחשבונות בחו"ל, לא ניתן יהיה לתפוס את רכושו של העבריין בארץ. כך גם במקרים בהם נעשה ערבוב של כספי העבירה עם כספים אחרים או אם נעשה שימוש בכספים ומשכך יש קושי לקבוע מהם הכספים שמקורם בעבירה. בשל הקושי האמור נוצר צורך לתקן את חוק ניירות ערך כך שתינתן סמכות להוצאת צו תפיסה זמני גם לגבי רכוש בשווי הרכוש הקשור לעבירה. באופן זה כלי החקירה הנתונים בידי המשטרה במסגרת חקירות עבירות הלבנת הון, יהיו גם בידי חוקרי הרשות במסגרת חקירת עבירות ניירות ערך.

הצעת התיקון פורסמה להערות הציבור בחודש ספטמבר 2017, לא התקבלו הערות ציבור בעניינה. לפיכך מוצע לאשר את התיקון לשם קידום הליכי החקיקה בעניינו.

דיון:

חבר מליאה ביקש הבהרה האם החילוט נדרש כהליך ביניים כדי שהנכסים יוותרו, ונענה בחיוב, וכי הדבר נעשה על פי צו בית משפט.

הוחלט פה אחד לאשר את התיקון המוצע, לצורך קידומו בהליכי חקיקה.