

ריכוז הערות הציבור שהתקבלו והתייחסות סגל הרשות אליהן

הסעיפים המוזכרים במסמך זה מתייחסים לטיטוט נוסח הכללים שפורסמה להערות הציבור ביום 4 בנובמבר 2019¹

מספר הסעיף ונושא	גורם מעיר	הערה	התייחסות הסגל
1.	איגוד הבנקים	<p>א. סעיף 4 מאפשר לגוף שאיננו קשור לחתם המעורב בהנפקה ראשונה לפרסם אנליזות בתמורה מהחברה המנפיקה, בקשר להנפקה הראשונה ובמשך תקופה של שנה לפחות ממועדה. מוצע להבהיר כי אם במהלך תקופת הסיקור חתם הקשור לגוף המסקר יהיה מעורב בהנפקה אחרת של אותו תאגיד הנסקר, לא יהיה בכך משום הפרה של הכללים או של חוק הייעוץ.</p> <p>ב. מוצע להבהיר כי עבודת אנליזה שנערכה לפי סעיף 4 בקשר להנפקה ראשונה לא תצטרך להיכלל בתשקיף (בשונה מעמדת סגל שפורסמה בעבר בענין אלעל).</p>	<p>ההערות התקבלו-</p> <p>א. ההערה מתייחסת לממשק בין שתי האפשרויות המוצעות בתיקון הכללים - האחת, אנליזה בתמורה ישירה בהנפקה ראשונה; והשניה, אנליזה על ידי חברה הקשורה לחתם של ההנפקה. מדובר בסיטואציה בה תאגיד מסקר תאגיד המנפיק לראשונה לציבור ומקבל ממנו את התמורה עבור האנליזה, כאשר בהנפקה זו החתם הקשור לתאגיד המסקר אינו מלווה את ההנפקה. השאלה היא האם החתם רשאי ללוות בתוך תקופת הסיקור (בין שנה לשלוש שנים) הנפקה אחרת של אותו תאגיד מסוקר.</p> <p>הוחלט לקבוע בכללים כי תאגיד מסקר הקשור לחתם רשאי לקבל תמורה ישירה עבור עבודת</p>

¹ בקישור <http://www.isa.gov.il/> גופים 20% מפורקים/Consultants_Marketers/233/2213/tovot/Documents/klalim2.pdf

<p>אנליזה על תאגיד המנפיק לראשונה לציבור, וכן חתם הקשור לתאגיד מסקר רשאי ללוות הנפקה של חברה במהלך תקופת ההתקשרות בינה לבין התאגיד המסקר הקשור אליו וזאת בכפוף לעמידתו של התאגיד המסקר בתנאים הקבועים לגבי עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק ניירות ערך לציבור בהנפקה ראשונה, וכן הכללים הקבועים לעניין קביעת נהלים להפרדה ומניעת השפעה בין פעילות החיתום לאנליזה, "תקופות שקטות" בהן לא תפורסם אנליזה וכללי גילוי ביחס לקשר בין התאגיד המסקר לחתם.</p> <p>ב. אין חובה לכלול אנליזה בתשקיף. בעניין זה חשוב להדגיש כי אנליזה שאינה כלולה בתשקיף, לא יכולה לכלול או להיות מבוססת על פרטים שהיה נדרש לכלול אותם בתשקיף, לרבות מידע רך.</p>				
<p>א. ההערה התקבלה – היתרונות בהגבלת האפשרות לפרסום אנליזות בתמורה ישירה לבעלי רשיון בלבד הם כי אנליזות ייעשו בידי גורמים מפוקחים, לא יינתן יתרון דווקא</p>	<p>א. מוצע להתיר קבלת תמורה עבור אנליזה רק לתאגיד בעל רישיון לפי חוק הייעוץ או לתאגיד מפוקח לפי טיוטת חוק הייעוץ הכללי.</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>		<p>.2</p>

<p>לחברות אנליזה שאינן בעלות רישיון, ולא יהיו פערי מידע בין לקוחות כשירים והציבור. חלופה זו דומה לדרישה הקיימת לגבי חברות דירוג.</p> <p>ב. ההערה מקובלת, אך תהיה מקודמת בתיקון חקיקה- סמכות הרשות לקבוע כללי אנליזה היא רק מקום בו קיימות נסיבות מיוחדות המצדיקות מתן אפשרות לעריכת אנליזה על אף האיסור לקבל טובת הנאה שלא מן הלקוח, וזאת תוך קביעת כללים לצמצום ניגודי העניינים. בהנפקה ראשונה קיימת הצדקה כאמור לאור כך שאין מחיר שוק לניירות הערך או מידע על החברה מבחינת עמידתה בהוראות חוק ני"ע. לפיכך, המצב החוקי כיום אינו מאפשר לקבל את ההצעה בשלב זה. עם זאת, הרשות פועלת לתיקון המצב המשפטי ומקדמת הצעה לתיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה-1995 העוסקת בייעוץ כללי, ובכלל זה - אנליזות, אשר מטרתה בין היתר, עידוד פרסום אנליזות בשוק.</p>	<p>ב. עידוד אנליזות בהנפקה ראשונית בלבד אינו פתרון מספק לעידוד שוק האנליזות בישראל, במיוחד לאור העובדה כי כמות הנפקות ההון הראשוניות (IPO) נמוך מאוד. לכן, מוצע להרחיב את האפשרות לתמורה במתן אנליזות גם למשך חיי החברה ומעבר להנפקות ראשוניות בלבד. לטענתם, ניתן לקבוע כללים כאמור לפי סעיף 17(ב)(6)(א) לחוק, שכן, בחיי חברה קיימים אירועים אשר אינם נופלים בחריגותם ובהשלכה המהותית שלהם על החברה מהנפקת הון ראשונית, לדוגמא: עסקאות מיזוג, עסקאות לרכישה מהותית בחברה המסוקרת (למשל רכישת נכסי שברון ע"י קבוצת דלק), שינוי מהותי בסביבה העסקית (למשל כניסת אמזון לשוק והשפעה על שוק הקמעונאות), שינוי בעלות שיש בו כדי לשנות את אופי פעילות החברה, כניסה למדדים (למשל נטו מלינדה לאחר הפצת המניות), "ספין אוף" של חברת בת (למשל דלק קידוחים שצפויה לבצע "ספין אוף" לנכסי הגז). כמו כן, חברות אלו אינן מצויות במדדים המרכזיים של הבורסה ועדיין אינן מוכרות למשקיעים. כך גם, בשל העובדה שמתקיים מסחר דל בניירות הערך של החברות, הרי שציטוטים, גם אם קיימים, נקבעים במרווחים משמעותיים מהשווי NAV של החברה או שעשויים לכלול עיוותים בקשר לשווי האמיתי של החברה.</p>		<p>.3</p>
---	---	--	-----------

<p>ההערות לא התקבלו - נוסח הכלל ברור ואינו טעון הבהרה נוספת. שלוש שנים זו התקופה המרבית בה ניתן לסקר חברה ממועד הנפקתה לראשונה, והנפקות נוספות במהלך תקופת ההתקשרות לא מאריכות את התקופה. הארכת התקופה ביחס לאנליזות ללקוחות כשירים תביא לכך שהסיקור יתרחק מההנפקה הראשונה ומהרציונל העומד בבסיס כללי האנליזה וההצדקות לקבלת תמורה בעבור הסיקור.</p>	<p>סעיף 4(א)(1) להצעה מתיר לחברות המצויות בשלב של טרום הנפקה ראשונה בבורסה לקבל שירותי אנליזה ולשלם תמורתם באופן ישיר, לתקופה שלא תעלה על שלוש שנים. נדרשת הבהרה האם במקרה בו מבצעת החברה המסוקרת הנפקה נוספת במהלך תקופת שלוש השנים מתחיל מניין שלוש השנים מחדש.</p>	<p>הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ</p>	<p>תנאים להתקשרות וקבלת תגמול בהנפקה ראשונה [סעיף 4(א)(1)]</p>	<p>.4</p>
<p>ההצדקות לקבלת תמורה בעבור הסיקור.</p>	<p>מוצע להקל ולאפשר התקשרות בהסכם להכנה ולפרסום של עבודות ניתוח בין התאגיד המסקר לתאגיד המסוקר בהפצה ללקוחות כשירים, לתקופה של חמש שנים חלף שלוש שנים.</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>		<p>.5</p>
<p>ההערה לא התקבלה- פתיחת האפשרות לקבלת תמורה ישירה הינה תקדימית, ואינה מקובלת בעולם. מטרתה קידום אנליזות לציבור הרחב וככזו אינה מתאימה לפעילות הבנקים. לצד מתן אפשרות לערוך אנליזה כאמור, על חברה מסקרת לעמוד בתנאים שמטרתם לצמצם את ניגודי העניינים הקיימים בנסיבות אלה. בתוכניות אחרות נעשו איזונים שונים על מנת לצמצם את ניגודי העניינים ואילו בתוכנית זו, בה ניגוד העניינים הוא הישיר ביותר לכל הפחות ניתן לאזנו באמצעות פרסום האנליזות לעינו הבוחנת של הציבור.</p>	<p>הדרישה להעלות כל עבודת ניתוח עלולה לעורר קושי שכן, לעיתים העבודות מיועדות ללקוחות כשירים בלבד ולא ניתן להעלותן לאתר האינטרנט.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>פרסום אנליזה במגנ"א ובאתר האינטרנט של תאגיד מסקר שהוא בעל רשיון [סעיף 4(א)(5)]</p>	<p>.6</p>

<p>ההערה התקבלה באופן חלקי - כאמור לעיל, פרסום האנליזות במגנא בתוכנית של פרסום אנליזה בתמורה ישירה מהחברה המסוקרת הינו תנאי חשוב ביצירת האיזונים בתכנית זו. לפיכך לא ניתן להקל בו. עם זאת, נקבע בכללים כי תאגיד מסקר הקשור לחתם, שהוא תאגיד מורשה, הפועל על פי המתווה לפרסום עבודת ניתוח על ידי תאגיד מסקר הקשור לחתם, לפי הכללים ואינו מקבל תמורה ישירה מהתאגיד הנסקר בעבור עבודת האנליזה, אינו חייב לפרסם אנליזות במגנא.</p>	<p>בקבוצת לידר שווקי הון פועלת חברת ברוקראז' ומחקר לצד חברת חיתום והפצה. שירותי האנליזה ניתנים ללקוחות הברוקראז', ללא תשלום מהחברות המסוקרות, במטרה לעודד את הלקוחות להשתמש בשירותי מסחר בניירות ערך. ברם, כאשר עבודות האנליזה יהפכו לפומביות באופן גורף (ולא רק למשך שנה מ-IPO), ויהיו גלויות לכלל הציבור, יאבד היתרון התחרותי-מקצועי של חברת הברוקראז' המפרסמת את עבודותיה, אל מול גופי ברוקראז' מתחרים. ככל שהאנליזה הופכת לפומבית באופן קבוע תישמט הקרקע תחת מודל זה ולא תהיה הצדקה לקיום מחלקת המחקר בחברת הברוקראז'. עוד צוין כי המודל של פרסום אנליזות של חברת ברוקראז' אינו מקובל בעולם.</p>	לידר		.7
<p>ההערה לא התקבלה - לצד מתן אפשרות לערוך אנליזה בתשלום ישיר מהחברה המסוקרת על חברה מסקרת לעמוד בתנאים שמטרתם לצמצם את ניגודי העניינים הקיימים בנסיבות אלה. התנאי לתשלום מראש בא להבטיח את מחויבותה של החברה המסוקרת להתקשרות, למנוע מצב בו החברה המסוקרת תבחר שלא להמשיך בסיקור אם האנליזה אינה משרתת את טובתה, ולהבטיח כי הציבור יוכל לבחון את אמינות האנליסט והיכולת להסתמך על האנליזות שיפרסם בעתיד באמצעות סיקור נוסף של החברה על ידו.</p>	<p>הטלת מגבלה של תשלום מראש עשויה להקשות על חלק מהתאגידים המנפיקים ואולי אף תהווה שיקול להימנע מהתקשרות עם תאגיד מסקר.</p>	בעילום שם	<p>תשלום התגמול לשנה מראש</p> <p>[סעיף 4(א)(3)(ב)]</p>	.8

<p>ההערה עולה בקנה אחד עם הנוסח שהוצע. תגמול אחיד אינו ברירת המחדל, אלא ניתן כאפשרות חלופית לקבוע קריטריונים אובייקטיביים.</p>	<p>קביעת תגמול אחיד אינה צריכה להיות ברירת המחדל אלא להיגזר מקריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר ההנפקה או בתוצאותיה בשים לב למאפיינים הייחודיים של כל חברה לרבות מורכבות החברה ותחומי פעילותה וכיו"ב.</p>	<p>בעילום שם</p>	<p>התגמול אחיד לכל התאגידים המנפיקים או שיקבע לפי קריטריונים אובייקטיביים</p> <p>[סעיף 4א(3)(ג)]</p>	<p>.9</p>
<p>הוחלט שלא לקבוע כלל כאמור, אך לא מהטעמים שפורטו בהערה - לכאורה ניתן היה לתקן את נוסח הכלל באופן שייתן מענה להערות מהציבור ואולם לאור קשיים נוספים שהכלל מעלה, הוחלט לכל הפחות בשלב זה, לוותר על הכלל, בהתחשב במכלול הכללים שנקבעו, וביניהם החובה ליתן גילוי על הקשר בין החברה המסקרת לחברה המסוקרת. עם זאת, יתכן כי בהמשך תבחן הרשות אם השתנו התנאים בשוק ויש מקום להוסיף כלל בעניין זה.</p>	<p>מגבלה זו עשויה להקשות על הקמת תאגידים מסקרים חדשים ומחייבת את התאגידים המסקרים הקיימים בהשקעת משאבים ותשומות כלכליות, משפטיות וחשבונאיות טרם כל התקשרות.</p>	<p>בעילום שם</p>	<p>התגמול מתאגיד מנפיק אחד לא יעלה על 5% מסך הכנסות</p>	<p>.10</p>
	<p>מוצע להעלות את סכום התגמול אשר ניתן לגבות מתאגידים מנפיקים אשר העבודות שהוכנו ביחס אליהם מופצות למשקיעים כשירים בלבד. לדעתם, יש לקבוע תגמול מקסימאלי, אבל גבוה מספיק, באופן שיאפשר מרחב תמרון נרחב לגופים המסקרים והמסוקרים בניהול המו"מ ביניהם. מוצע לקבוע סכום שיהיה הגבוה מבין השיעור הקבוע היום או סכום מקסימאלי שייקבע בתיאום עם האיגוד.</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>	<p>התאגיד המסקר בשנה הקודמת להתקשרות</p> <p>[לא מופיע בנוסח]</p>	<p>.11</p>
	<p>עלול להיווצר מצב שחברת חיתום תוביל הנפקה אחת בשנה וכתוצאה מכך התגמול מתאגיד מנפיק אחד עשוי להיות כל הכנסות הפעילות של החברה. מכיוון שהחברות בשוטף לא ישלמו עבור האנליזות לחתמים אלא התשלום יתבטא בעמלת ההפצה.</p>	<p>אקטיב חיתום בע"מ</p>		<p>.12</p>
				<p>.13</p>

	<p>לכן מוצע לאפשר קיום פעילות האנליזה בחתם (תוך אימוץ כללים אחרים- האנליסטים לא יהיו כפופים לצד השיווקי; לאמץ את החלטת מליאת רשות ניירות ערך מחודש ספטמבר 2009 בעניין הפרדה מבנית בהסדרי חוב בגופים מוסדיים בהתאמות הנדרשות; ושהתגמול לאנליסטים יהיה קבוע ולא תלוי ברווחי החתם).</p>			
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן הבא – מובהר כי לא היתה כוונה לאסור כל קשר בין האנליסטים למשקיעים, אלא הכוונה היתה שלא יועבר מידע מהותי למשקיע מסוים מתוך האנליזה לפני פרסומה. עם זאת, הוחלט שלא לכלול את הכלל בנוסח הכללים, נוכח איסור ההעדפה הקבוע כבר בסעיף 11 לחוק הייעוץ החל ממילא, לפיו אסור לאנליסט להעדיף את ענייניו של לקוח אחד על פני לקוח אחר.</p>	<p>ישנה תועלת רבה בשמירה על קשר רציף בין האנליסטים לבין משקיעים שהם לקוחות כשירים, שכן קשר כזה טומן בחובו הפרייה הדדית שיש בה כדי לתרום לקידום האנליזה. מעבר לזה המגבלה לפיה המידע יינתן זמן סביר טרם התקופה להגשת הזמנות תבטיח זאת.</p>	בעילום שם	<p>איסור לחלוק מידע עם משקיעים לפני פרסום עבודת אנליזה</p> <p>[נכלל בהצעה הראשונה. לא מופיע בנוסח הנוכחי]</p>	.14
<p>תאגיד מסקר שאינו בעל רשיון אינו רשאי לפרסם את עבודת האנליזה, וגם התאגיד המנפיק לא רשאי לפרסמה. הכוונה היתה לתחום את לוחות הזמנים למסירת האנליזה על ידי התאגיד המסקר למשקיעים, כך שמועד מסירת האנליזה יאפשר זמן לקרוא ולשקול את הניתוח שבעבודה לפני תום התקופה להגשת הזמנות, אך לא לפני פרסום טיוטת תשקיף.</p>	<p>מנוסח הסעיף לא ברור אם במקרה שגוף עורך עבודת אנליזה לכשירים בלבד יש בכך כדי לחייב את התאגיד המנפיק לפרסם את עבודת האנליזה.</p>	בעילום שם	<p>המועד לפרסום עבודת אנליזה [סעיף 4א(4)]</p>	.15

<p>ההערה לא התקבלה - הנוסח המוצע יאפשר לתאגיד המסקר לקבוע מהו זמן סביר בהתאם לנסיבות.</p>	<p>הסעיף קובע כי על התאגיד המסקר לפרסם את האנליזה "זמן סביר" לפני תום התקופה להגשת הזמנות- מוצע להגדיר מהו זמן סביר.</p>			
<p>ההערה לא התקבלה - מטרת הכלל היא להבטיח כי במהלך תקופת ההתקשרות יפרסם התאגיד המסקר מספר עבודות אנליזה על התאגיד המסקר ולא רק בסמיכות זמנים להנפקה. פרסום מספר עבודות אנליזה על ידי התאגיד המסקר משרת שתי מטרות, האחת היא שהחברה המסקרת לא תפסיק את הסיקור האנליטי אם היא לא מרוצה ממנו והשנייה היא שלמשקיעים תהיה אפשרות לבחון את אמינותו והצלחתו של האנליסט לאורך זמן. יודגש כי שיקול הדעת לגבי מועד פרסום האנליזה לאחר פרסום דוחות רבעוניים או דוח על אירוע מהותי, נותר בידי התאגיד המסקר.</p>	<p>לדעת המעירים, כל עוד עבודת הניתוח מופצת לכשירים ומוסדיים אין מניעה כי עבודות הניתוח יפורסמו בלוחות זמנים שייקבעו על פי שיקול דעתו של התאגיד המסקר.</p>	<p>בעילום שם</p>	<p>המועד לפרסום עבודת אנליזה [סעיף 4(א)(6) ביחד עם 3 סעיף (ג)(5)]</p>	<p>.16</p>
<p>ההערה לא התקבלה – כאמור לעיל, פתיחת האפשרות לקבלת תמורה ישירה הינה תקדימית, ואינה מקובלת בעולם, מטרתה קידום אנליזות לציבור הרחב וככזו אינה מתאימה לפעילות הבנקים. לצד פתיחת האפשרות לקבלת תמורה ישירה מהחברה המנפיקה יש לקבוע כללים אפקטיביים לצמצום ניגודי העניינים, נוכח העדר של חיץ כלשהו בין התאגיד המסקר לחברה</p>	<p>הסעיף קובע מגבלה לעניין קיומו של קשר עסקי אחר בין התאגיד המסקר לתאגיד המסקר. מוצע להסיר מגבלה זו, שכן משמעותה היא שתאגידים בנקאיים אינם רשאים לסקר בתשלום חברות שהנפיקו לראשונה לציבור אם הן מקבלות מהם שירותים בנקאיים.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>כללים לצמצום ניגודי עניינים – מגבלה בנוגע לקשר עסקי אחר עם התאגיד המסקר</p>	<p>.17</p>

<p>המסוקרת. לפיכך הכללים המוצעים בחלופה זו הינם נוקשים יותר, כך למשל נדרש כי התאגיד המסקר יהיה תאגיד מורשה והאנליזות יפורסמו במגנ"א. כיון שכל הציבור יהיה חשוף לעבודות אלה אין מקום להגביר את ניגודי העניינים בכך שיהיה לתאגיד המסקר או לתאגיד הקשור אליו קשרים עסקיים אחרים עם החברה המסוקרת והוא אינו מיועד לבנקים. עם זאת יצוין כי ההערה התקבלה בנוגע לחלופה של מתן אנליזות על ידי תאגיד הקשור לחתם.</p>			<p>[סעיף 4(ב)(1)]</p>	
<p>הוחלט לקבל את ההערה כמפורט לעיל.</p>	<p>בנוסח השני שפורסם ניתנו הקלות לתאגידים בנקאיים. על מנת לשמור על תחרות הוגנת, אין מקום לקבוע כי מגבלות אלה לא יחולו על תאגידים בנקאיים או לחילופין, לקבוע כי מגבלות אלה לא יחולו על כלל הגופים.</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>	<p>ההקלות שניתנו לתאגידים בנקאיים בנוסח השני שפורסם להערות הציבור</p>	<p>.18</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן הבא- במתווה של פרסום אנליזה על ידי תאגיד מסקר הקשור לחתם מוצע לצמצם מגבלה זו ולהתיר קיומו של קשר עסקי כאמור, בכפוף לקיומם של כל התנאים הבאים: א. לתאגיד הקשור לתאגיד המסקר קיים מודל עסקי נפרד מהאנליזות ובכלל זה גם מודל תגמול אשר אינו קשור לאנליזות. עבודות האנליזה ממומנות על ידי הלקוחות, בין באופן ישיר ובין אם במתן תשלום עבור</p>	<p>אין להחיל מגבלה זו על תאגיד הקשור לתאגיד מסקר המפיץ עבודותיו ללקוחות כשירים בלבד. החלת סעיף זה תמנע פעילות עסקית קיימת של תאגידים הקשורים לתאגיד המסקר שעיסוקם השוטף הוא במתן שירותים (למשל בתחום הבנקאות להשקעות, ייעוץ פיננסי וכו'). קביעת מגבלה כאמור עלולה להוביל להפסקת הסיקור. לפיכך, מוצע להתיר קשר עסקי כאמור בהתקיים תנאים מסוימים כגון:</p> <p>1. עבודת הניתוח מופצת ללקוחות כשירים בלבד 2. ניתן גילוי מלא על כך בהתאם להוראת גילוי באנליזה.</p>	<p>בעילום שם</p>	<p>כללים לצמצום ניגודי עניינים – מגבלה בנוגע לקשר עסקי אחר עם התאגיד המסקר</p> <p>[סעיף 4(ב)(1)]</p>	<p>.19</p>

<p>שירותים אחרים אותם מספק התאגיד המסקר ללקוחות. ב. התאגיד המסקר פועל לפי נהלים שקבע להפרדה בין התאגיד המסקר לבין החתם הקשור אליו ולמניעת השפעה על האנליזות. ג. עבודות הניתוח ינתנו ללקוחות כשירים בלבד. יובהר כי ככל שימצאו נסיבות אחרות המצביעות על השפעה של הקשר העסקי של התאגיד הקשור לתאגיד המסקר על האנליזות, תבחן השאלה האם התאגיד המסקר הפר את הוראות סעיף 17 לחוק.</p>	<p>3. הקשר העסקי בין התאגיד הקשור והחברה המסוקרת אינו קשור לעבודת הניתוח ומסקנותיה אינן מותנות בו 4. אין לתאגיד הקשור השפעה על תוכן עבודת הניתוח.</p>			
<p>ההערה התקבלה- המינוח בסעיף 4(ב3) ישונה מהחזקה ב"אמצעי שליטה" בתאגיד המנפיק להגבלה להיות "בעל עניין" בתאגיד המנפיק.</p>	<p>ההצעה אוסרת על התאגיד המסקר להחזיק באמצעי שליטה בתאגיד מנפיק. לפי הגדרת "החזקה" בחוק החברות, "החזקה" כוללת גם החזקה "ביחד עם אחרים" כך שהחזקה של תאגיד עם בעלי העניין בו או עם חברות קשורות שלו נחשבות כהחזקה משותפת. לדעת המעיר, הוראה זו עלולה לסכל את האפשרות לקבל תמורה בגין ביצוע עבודות אנליזה ביחס למספר רב מאוד של תאגידים מנפיקים וזאת בשל העובדה שמרבית החברות העוסקות באנליזה משתייכות לבתי השקעות הכוללים קבוצת חברות אשר לרוב מחזיקות מגוון של ניירות ערך בחשבונות הנוסטרו שלהן, הן לצרכי השקעה והן לצרכים תפעוליים. לאור המגבלה עלול להיווצר מצב בו החזקה בשיעור זניח על ידי אחת מחברות הקבוצה בבית</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>	<p>איסור על החזקה באמצעי שליטה בתאגיד מנפיק [סעיף 4(ב3)]</p>	<p>.20</p>

	<p>השקעות במניות של תאגיד מסוים תפסול את החברה העוסקת באנליזה מלסקר את אותו תאגיד בעבור תמורה. לכן, מוצע לשנות את המינוח בסעיף 4(ב3) מהחזקה ב"אמצעי שליטה" בתאגיד המנפיק להגבלה להיות "בעל עניין" בתאגיד המנפיק.</p>			
<p>ההערה לא מתקבלת – בקבלת טובת הנאה מתאגיד מסוקר קיים חשש משמעותי לניגוד עניינים. על מנת לאפשר זאת על אף החשש האמור, נדרש לייצר מנגנונים מפצים, כשהעיקרי שבהם הוא גילוי. לפיכך במצב זה יש להחיל חובות גילוי רחבות יותר מהדין החל במצב הדברים הרגיל. העובדה שמדובר באנליזות ללקוחות כשירים בלבד אינה משנה לעניין זה, שכן המחוקק כלל את תחולת מגבלת התמורה הקבועה בסעיף 17(א) לחוק הייעוץ על פעילות של מתן ייעוץ ללקוחות כשירים גם בידי מי שאינו בעל רישיון. יצוין כי במכתבו, הציע איגוד הברוקרים דוגמאות לגילוי חלופי, ואולם לעמדתנו הגילוי המוצע אינו מספק, בעיקר לאור העובדה כי הוא אינו מתייחס להיסטוריה של האנליזות שפורסמו על ידי אותו תאגיד מסקר.</p>	<p>הסעיף מחיל על תאגיד מסקר שאינו בעל רישיון את אותן חובות גילוי מרחיבות החלות על בעלי רישיון לפי ההוראות בנוגע לעבודות ניתוח. ההצעה עצמה כבר כוללת חובות גילוי מרחיבות וכללים לצמצום ניגודי עניינים. חובות אלה ידרשו משאבים רבים ועלויות לדכא את עידוד והגברת פעילות אנליזה בשוק המקומי. לכן, מוצע לא להחיל את סעיף 4(ג1) להצעה לתיקון על עבודות ניתוח ללקוחות כשירים. יצוין כי על פי עמדת הרשות, סקירות אנליזה המופצות על ידי גורם שאינו בעל רישיון אינן מחויבות בעמידה בהוראות האנליזה והתיקון לחוק מביא להחמרה על דרישות הדין הקיימות כיום. גם בדין בארה"ב ישנה הבחנה במקרים מסוימים בין עבודות אנליזה המופנות ללקוחות מוסדיים בלבד לבין אנליזות המופנות לציבור הרחב וחייבות בגילוי מלא.</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>	<p>החלת חובות גילוי של בעל רישיון על תאגיד מסקר שאינו בעל רישיון [סעיף 4(ג1)]</p>	<p>.21</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – בפרסום אנליזה במתן תגמול ישיר או אם החתם התחייב להעביר תמורה לתאגיד המסקר, על התאגיד המסקר</p>	<p>החברה העירה על הנוסח הראשון שפורסם להערות הציבור, בו נכללה דרישה לגילוי היקף התמורה, כי אין הכרח בגילוי כאמור והוא רק יכול לפגוע בהתקשרויות עם התאגיד המסקר. לעמדתם,</p>	<p>בעילום שם</p>		<p>.22</p>

<p>לפרסם את היקף התגמול. עם זאת, במתן אנליזה על ידי תאגיד מסקר הקשור לחתם, שאינו מקבל תגמול ישיר עבור האנליזה אלא בעקיפין, לנוכח הקשר המבני עם החתם, על התאגיד המסקר לגלות את הקשר עם החתם ואת העובדה כי הוא מעורב בהנפקה וכי הוא קיבל או יקבל עמלת הפצה או חיתום.</p>	<p>די בציון העובדה כי התגמול נקבע בהתבסס על קריטריונים שאינם תלויים במחיר או בתוצאות ההנפקה. לאחר שהערה התקבלה, העירה החברה על הנוסח השני שפורסם, כי אין צורך בקביעת חובת הגילוי בסעיף זה נוכח העובדה כי תאגיד מסקר הקשור לחתם אינו מקבל תמורה מהתאגיד המסוקר ואם החתם היה מעורב בהנפקה של התאגיד המסוקר וקיבל עמלת הפצה או חיתום בגינה הרי שממילא ייכלל גילוי על כך בעבודת הניתוח מכוח החלת הוראת גילוי באנליזה.</p>		<p>על התאגיד המסקר לגלות את התמורה ששולמה לו [סעיף 4(ג)(1)(א)]</p>	
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי - נוסח הכללים תוקן כך שנדרש לתת גילוי על תקופה מוגבלת של שלוש שנים. על הגילוי לכלול את הפרטים לגבי כל התאגידים עליהם פרסם התאגיד המסקר אנליזות מכוח הכללים ולא רק לגבי התאגיד המסוקר באנליזה הספציפית. גילוי כאמור יהווה כלי לבחינת האנליזות של האנליסט לאורך זמן.</p>	<p>מוצע כי בכל עבודת ניתוח תוצג היסטוריית הסיקור של אותו תאגיד מסוקר בלבד. כמו כן, מוצע לתחום את הגילוי לתקופה מוגדרת וסבירה.</p>	<p>עילום שם</p>	<p>גילוי על היסטוריית סיקור [סעיף 4(ג)(2)(ג)]</p>	<p>.23</p>
<p>ההערה התקבלה - ראו לעיל. לפי לשון הכללים המידע יינתן לגבי ניירות ערך שנסקרו החל מכניסת הכללים לתוקף.</p>	<p>נדרש להבהיר מה משך התקופה לגביה צריך לדווח על ניירות ערך אותם סקר התאגיד המסקר בעבר. כמו כן, האם המידע צריך להינתן רק לגבי ניירות ערך שנסקרו החל מכניסת ההוראה לתוקף או בכלל בעבר.</p>	<p>אנטרופי</p>		<p>.24</p>
<p>ההערה התקבלה - ראו שינוי בנוסח.</p>	<p>החלתן של חלק מהוראות סעיפים 3-4 על דרך של הפניה מעלה שאלות באשר לאופן יישומן בהקשר של תאגיד מסקר קשור לחתם. לכן, על מנת לפשט ולהבהיר את תחולת ההוראות השונות החלות</p>	<p>עילום שם</p>	<p>עבודת ניתוח על תאגיד מנפיק על ידי</p>	<p>.25</p>

	על תאגיד מסקר קשור לחתם מכח סעיף 5(ב)(2), מוצע לכלול במלואן את כל ההוראות הרלוונטיות מסעיפים 3 ו-4 וזאת לאחר שבוצעו בהן השינויים המחויבים.		תאגיד מסקר הקשור לחתם [סעיף 5]	
ההערה התקבלה- נוכח קיומה של הפרדה מבנית מפוקחת רגולטורית היוצרת "חומות סיניות" בין הבנק לבין חברת הבת העוסקת בחיתום ומתוך הנחה כי המשקיעים יוכלו לבחון בפעול את אמינות עבודת האנליזות לאורך זמן באמצעות הגילוי על היסטורית התחזיות ושווי ניירות הערך שסוקרו על ידי הבנק בעבר.	חלק מהתאגידים הבנקאיים מחזיקים בחברות חיתום. על כן, מוצע להחריג תאגיד בנקאי שהוא חברת אם של חתם, ולאפשר פרסום אנליזה נוכח ההפרדה הקיימת בין החתם והתאגיד הבנקאי לפי הוראת ניהול בנקאי תקין 322.	איגוד הבנקים, לאומי פרטנרס	הגדרת "חברה אחות" [סעיף 5(א)]	.26
ההערה התקבלה – הגדרת "חברת אחות" תתוקן כך שתכלול חברה שלאדם אחר יש שליטה בה ובחתם.	מוצע לתקן את ההגדרה של "חברה אחות" כך שחברה אחות תוגדר כאחת ממספר של חברות בנות של חברה שהיא בעלת השליטה של כל אחת מהחברות. כך, ההגדרה תעלה בקנה אחד עם הגדרת "תאגיד קשור" בחוק הייעוץ אשר גם בה מבחן הרלוונטי הוא מבחן השליטה ולא מבחן מספרי של שיעורי אחזקה. מבחן של שליטה יאפשר לתאגיד מסקר לסקר עבודות ניתוח ביחס לתאגיד מנפיק שהחתם בקבוצה מעורב בהנפקתו, גם במקרה בו התאגיד המסקר והחתם נשלטים על ידי חברה משותפת.	איגוד ברוקרים		.27
ההערה לא התקבלה- הגדרת חברת אחות תתוקן כאמור לעיל, כך שתעלה בקנה אחד עם הגדרת "תאגיד קשור" שבחוק הייעוץ.	מוצע להוריד את רף החזקות בהגדרת "חברה אחות" לשיעור של 25%, מכיוון שניגודי העניינים הפוטנציאליים מתקיימים גם בין חברות הקשורות בשיעורי החזקות נמוכים יותר מ-50%. לכן, ראוי	לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ		.28

	<p>כי מנגנוני הפרדה מבנית, ארגונית ומקצועית וכללי צמצום ניגודי העניינים, יחולו גם בין חברות הקשורות בקשרי בעלות של 25%.</p>			
<p>ההערה לא התקבלה - סעיף 20 אוסר על חברה העוסקת בייעוץ השקעות לעסוק בחיתום, בין אם מדובר בחברה בעלת רישיון ובין אם מדובר בחברה הפועלת בפטור מרישיון מול לקוחות כשירים. עמדה זו עולה בקנה אחד עם חוזר לתאגידים בעלי רישיון מנהל תיקים בדבר עמדת סגל הרשות ביחס לעיסוק נוסף של תאגיד בעל רישיון מנהל תיקים, מיום 10 באוקטובר 2016 לפיו עיסוק באמצעות חברת בת הנשלטת על ידי חברה בעלת רישיון מהווה חלק מפעילותה של חברת האם. לאור האמור, חברה העוסקת במתן אנליזות אינה רשאית לשלוט בחברת חיתום. עם זאת, אין מניעה חוקית כי חברה העוסקת בייעוץ השקעות תהיה חברה אחות של חתם ומשכך זה הפתרון שיושם בכללים.</p>	<p>ההפרדה בין "חברה אחות" לבין בעל השליטה בגוף החיתום אינה בהכרח נכונה ואף מלאכותית, שכן ממילא קיים ניגוד עניינים פוטנציאלי אינהרנטי במקרה שבו בעל שליטה בתאגיד המסקר הוא גם בעל השליטה בגוף החיתום ואין בעובדה שעבודת הניתוח תבוצע ב"חברה אחות" דווקא כדי לאיין חשש זה. מגבלה זו תגרום לסרבול מיותר, שכן לפחות חלק מהחברות העוסקות בתחום האנליזה כיום, תידרשנה להקים תאגידים ייעודיים ולשאת בעלויות שוטפות גבוהות הכוללות בין היתר, הקמת גוף מקצועי, מינוי נושאי משרה מתאימים (שאינם בהכרח אנליסטים – כגון מנכ"ל, אנשי כספים, יעוץ משפטי וכו') הסדרת סוגיות מיסוי וכיו"ב. לפיכך, מוצע להתיר אף לתאגיד השולט בגוף החיתום לשמש כתאגיד מסקר של חברה שהחתם יהא/היה מעורב בהנפקתה וזאת בכפוף למגבלות הקבועות בכללים.</p>	<p>אקטיב חיתום, מעיר בעילום שם</p>		.29
<p>ההערות התקבלו - הכללים אינם מתנים עריכת אנליזה בקיומו של הסכם בין תאגיד מסקר הקשור לחתם לחברה המנפיקה. עם זאת, על מנת להבטיח כי הליווי האנליטי לא יופסק בשל אי שביעות רצונה של החברה המנפיקה מעבודת האנליזה, על התאגיד המסקר מוטלת החובה לפרסם אנליזות על החברה</p>	<p>בנוסח הראשון סעיף 5ב' הפנה לסעיף 4 הקובע את התנאים לפרסום אנליזה בתמורה ישירה מתאגיד המונפק לראשונה. המעיר סובר כי ההפניה איננה רלוונטית במקרים של הנפקות חוזרות. ראשית, ככלל, הנפקות חוזרות אינן מבוצעות על בסיס התקשרות בהסכם. שנית, חיוב בהתקשרות בהסכם לתקופה של שנה לפחות יגביל הן את התאגיד המסקר והן את החברה המסקרת ובכך יחטא</p>	<p>מ. פירון ושות'</p>	<p>תנאים להתקשרות וקבלת תגמול מתאגיד מנפיק בעבור סיקור [סעיף 5(ב)]</p>	.30

המנפיקה במשך שנה ממועד ההנפקה בה היה מעורב החתם הקשור אליו.	למטרת התיקון להגביר את פעילות האנליזה שכן תאגידים ימנעו מלהתקשר בחוזים מעין אלה. שלישית, חלק מהוראות סעיף 4 מתייחסות להנפקה ראשונית בלבד. מוצע לצמצם את ההפניה לסעיף 4א(5) בלבד (הקובע את מועד פרסום האנליזה).				
	מוצע כי החובה להתקשר בהסכם וההוראות הנלוות לה, יחולו רק לגבי הנפקה ראשונה לציבור של התאגיד המנפיק. לאחר סיום ההסכם (12 חודשים לפחות מהנפקה ראשונה לציבור), ניתן להמשיך את הסיקור ללא הסכם, בכפוף להוראות בדבר צמצום ניגודי עניינים.	לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ		.31	
	יש להחריג פרסום עבודות אנליזה על ידי תאגיד בנקאי מדרישת ההתקשרות עם התאגיד המסקר לתקופה של שנה לפחות. לטענתם, הנחת הרשות כי התשלום עבור החיתום "כולל תשלום עבור האנליזה", אינה נכונה במקרה של תאגיד בנקאי שעמלות החיתום זניחות ושמקיים הפרדה מבנית הן בינו ובין חתם שבשליטתו והן בינו ובין מערך הייעוץ בהשקעות כנדרש לפי נב"ת 322.	איגוד הבנקים		.32	
לא קיימת התקשרות בין התאגיד המסקר והחברה המסוקרת בקשר עם הסיקור. כיון שהתאגיד המסקר אינו מקבל תמורה מהחברה המסוקרת לא נכון להחיל הוראה זו.	עילום שם		.33		

<p>ההערות התקבלו באופן חלקי –</p> <p>סעיף 20ד(א) לחוק הייעוץ קובע כי: ”חברה בעלת רשיון לא תעסוק בחיתום”. סעיף 3(א2) לחוק הייעוץ מחיל הוראה זו גם על מי שעוסק בייעוץ השקעות בפטור מרישיון, ללקוחות כשירים בלבד. לפיכך, אנליזה יכולה להינתן באמצעות חברה הקשורה לחתם בלבד ולא באמצעות חברת החיתום.</p>	<p>הקמת חברה אחות לחברת החיתום תיצור הפרדה מלאכותית בלבד, שכן יהיה אותו בעל שליטה בשתי החברות. בנוסף, הדרישה כי לא יכהן אדם כנושא משרה הן בחתם והן בתאגיד המסקר בו זמנית לא ריאלית. אין הגיון כלכלי להקים חברה בבעלות מלאה ללא היכולת לכוון את פעילותה ולפקח עליה. לא יהיה בנמצא גורם שיהיה לו אינטרס להקים חברה שכל מטרתה להכין אנליזות שיתמכו בפעילות החתם.</p>	<p>אקטיב חיתום בע"מ</p>	<p>הפרדה מבנית [לא מופיע בנוסח]</p>	<p>.34</p>
<p>עם זאת, לא נקבעו כללים מפורטים בנוגע להפרדה בין החברות, נקבע עקרון כללי לפיו על התאגיד המסקר לקבוע נהלים להפרדה אפקטיבית ויפעל לפיהם. מעבר לנהלים אלה, צמצום ניגודי העניינים יושג באמצעות כללים לעניין הגילוי, ובכלל זה גילוי על ההיסטוריה של שווי ניירות הערך שסוקרו על ידי התאגיד המסקר בעבר וכן כללים לעניין התגמול.</p>	<p>מוצע להבהיר כי אין בקיומה של זהות בגורם השולט בתאגיד המסקר ובחתם בכדי לגרוע מקיומה של הפרדה מבנית. בנוסף, גם זהות בין חברי הדירקטוריון של התאגיד המסקר ושל החתם אין בו שלעצמו בכדי לפגוע בהפרדה המבנית כאמור.</p>	<p>איגוד הבנקים, מ. פירון ושות'</p>		<p>.35</p>
<p>ההערות לא התקבלו – קשר בין האנליסטים לעובדי החיתום אינו אפשרי גם לאחר פרסום האנליזה הראשונה, וזאת כיון שהוא ימנע מהאנליסט לעמוד בכללים ביחס לעדכונים שהוא צריך לתת במהלך השנה</p>	<p>התיקון המוצע לכללים מבוסס בין היתר על הכללים שאומצו על ידי ה-FINRA. אך גופי הבנקאות להשקעות הקיימים בשוק הישראלי קטנים משמעותית בהשוואה לאלו הפעילים בארצות הברית ולכן לא יכולה להתקיים בארץ הפרדה מבנית אמתית. עיגון הכלל המוצע עלול להוביל להדרתם של הגופים העוסקים באנליזה מעיסוק בתחום.</p>	<p>בעילום שם</p>		<p>.36</p>
<p>ההערות לא התקבלו – קשר בין האנליסטים לעובדי החיתום אינו אפשרי גם לאחר פרסום האנליזה הראשונה, וזאת כיון שהוא ימנע מהאנליסט לעמוד בכללים ביחס לעדכונים שהוא צריך לתת במהלך השנה</p>	<p>מוצע להבהיר כי לאחר פרסום עבודת האנליזה לציבור על ידי התאגיד המסקר, אין מניעה כי החתם יעזור בה לצורך שירותי החיתום הניתנים לתאגיד המנפיק ובכלל זאת יקיים פגישות עם הצוות שערך את עבודת האנליזה.</p>	<p>מ. פירון ושות'</p>	<p>איסור על קיומו של קשר, בקשר לעבודת</p>	<p>.37</p>

<p>לגבי העבודה הראשונה. קשר בין אנליסט לחתם טרם הפצת האנליזה, לרבות סיוע בתמחור ניירות הערך או בבדיקת הנאותות ימנע את האנליסט מלפרסם אנליזה לגבי הנפקה זו.</p>	<p>מוצע לאפשר לאנליסטים בסמוך למועד ההנפקה לתת שירותי אנליזה ביחס לתאגיד המנפיק בגופי sell side. דבר זה יאפשר לחברת החיתום לתמחר נכון יותר את ההנפקה ויסייע בניהול תהליכי בדיקות הנאותות ככל שנדרש. מודל זה נהוג בבנקים להשקעות בארה"ב ובמקומות נוספים בעולם. מוצע שבתקופה השקטה, ייתן האנליסט לחברת החיתום שירותי אנליזה, ניתוח ותמחור הנפקה, לרבות: הכנת מודל תמחור, סיוע בהכנת נתונים למצגת התאגיד המנפיק, בחינת המידע הרלוונטי לצורך בדיקות הנאותות, בנוסף האנליסט יהיה רשאי להשתתף בישיבות העוסקות בהנפקה עם התאגיד המנפיק ונציגי חברת החיתום. לצד זאת, במקרים של השאלת אנליסט, תוארך "התקופה השקטה" עד ל-6 חודשים לאחר ההנפקה והחברה המסקרת תיתן גילוי ל"חציית הגדר" על ידי האנליסט, בעבודות ניתוח שתוצאנה עם חידוש הסיקור לאחר תום התקופה השקטה.</p>	<p>לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ</p>	<p>הניתוח, בין התאגיד המסקר והחתם [סעיף 5(ג)(1)]</p>	<p>.38</p>
	<p>המעירים סבורים כי ישנה תועלת רבה בכך שלחתם ולעובדיו תהא היכרות מעמיקה עם החברה, פעילותה, מאפייניה ותוצאותיה העסקיות וזאת באמצעות פגישות עם עובדי הגוף המסקר אשר יתרמו בראייתנו להפרייה הדדית שתהא בעלת ערך לכל הצדדים. מעבר לכך, אף ברמה הפרקטית, תוצאה אפשרית של פגישות כפולות מעבר לבזבז זמן וחוסר יעילות, עשויה לגרום לחוסר אחידות בהצגת התאגיד המנפיק לחתם ולאנליסטים המסקרים.</p>	<p>בעילום שם</p>		<p>.39</p>

<p>ההערה לא התקבלה על מנת לשמור על הפרדה מלאה ומניעת השפעה של החתם על האנליזה.</p>	<p>מוצע לאפשר לחתם הקשור לתאגיד המסקר להעיר לטיוטת עבודת הניתוח קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא לגבי עניינים אחרים (ובכלל זה בעניין המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה) וזאת בדומה לאמור בהוראת סעיף 3(ג)(6), שעניינה מתן אפשרות לחברה מסוקרת להעיר לטיוטת עבודת ניתוח בנוגע למידע עובדתי.</p>	<p>בעילום שם</p>		<p>.40</p>
<p>ההערות התקבלו באופן הבא – הרשות שוכנעה כי קביעת מגבלה מוחלטת לגבי קשר עסקי בין התאגיד המסקר הקשור לחתם ובין החתם אינה ישימה. כאמור לעיל, הוחלט לקבוע, בשלב זה כהוראת שעה, עקרון אחד רחב וכללי לפיו התאגיד המסקר יקבע נהלים להפרדה אפקטיבית ויפעל לפיהם. מצופה כי בנהלים שתקבע כל חברה תהיה, בין היתר, התייחסות לשאלת הקשר העסקי וגבולותיו כך שלא ייצר ניגודי עניינים לעניין פרסום אנליזות כאמור.</p>	<p>ככל והתאגיד המסקר והחתם נשלטים על ידי אותו בעל שליטה, ייתכן ויהיו קיימים ביניהם או ביניהם לבעל השליטה הסכמים שונים (לדוגמא: תשלום דמי ניהול, הסכמי שכירות והסכמי הלוואות). לכן, מוצע להבהיר בסעיף כי האיסור בסעיף יהיה בכל הקשור לעבודת האנליזה בלבד ואינו כולל תשלום אחר, תוך שמירה על אי ניגוד עניינים.</p>	<p>מ. פירון ושות'</p>	<p>איסור על העברת תשלום או קשר עסקי בין התאגיד המסקר הקשור לחתם ובין החתם</p>	<p>.41</p>
	<p>לחלק גדול מחברי הבורסה יש מחלקות מחקר אשר מפרסמות עבודות אנליזה. חברי הבורסה הללו מקיימים באופן שוטף שיתופי פעולה עסקיים עם החתמים בקבוצה בעיקר בכל הקשור לריכוז הנפקה וסיוע בפעילות הפצה. בשל האיסור בסעיף 5(ג)(4) כל חבר בורסה המקיים קשר עסקי עם החתם, בעניינים שאינם קשורים בעבודת המחקר, לא יוכל לסקר תאגיד מנפיק אשר החתם בקבוצה מעורב בהנפקתו. לכן, מוצע לאפשר קשרים עסקיים במהלך העסקים הרגיל בין חברת החיתום לתאגיד המסקר ובלבד שהקשר העסקי אינו מהותי או כזה שאינו יוצר ניגוד עניינים בקשר עם עבודת האנליזה. ניתן אף להציע שיידרש קיום מנגנון שיבטיח נאותות הקשר העסקי האמור (לדוגמא- קיום עסקאות בתנאי</p>	<p>איגוד הברוקרים</p>	<p>[לא מופיע בנוסח]</p>	<p>.42</p>

	<p>שוק). באשר להגדרת קשר כקשר שאינו מהותי, עמדת האיגוד היא כי ניתן לראות קשר עסקי ככזה אם ההכנסות השנתיות ממנו לא יעלו על 10% מההכנסות השנתיות של חבר הבורסה. הבחנה זו מקובלת במגזר הפיננסי על מנת להבטיח אי תלות, כדוגמת המבחנים לאי תלות נאמן של מנהל קרן. בנוסף לכך, לטענתם, לא יהיה נכון לראות בקשר של נשיאה משותפת בעלויות במסגרת הסכמי העמסות בין חברות בת/אחות תחת חברת החזקות בשליטה משותפת, כקשר עסקי מהותי. האיגוד מציע להגדיר הסכמי העמסה דרך דוגמאות כמו: עלויות שכר דירה, תקשורת ומחשוב, שירותי כספים וחשבות, יעוץ משפטי פנימי, יועצים ונותני שירותי חיצוניים (רו"ח, עו"ד, יעוץ מס וכד'), יחסי ציבור ופרסום, אתר אינטרנט ועלויות מטה אחרות.</p>			
	<p>מוצע להתיר מערכת יחסים עסקית בין החתם והתאגיד המסקר הכוללת חלוקה בתקורות והזמנת עבודות אנליזה לשימוש פנימי של החתם.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>		<p>.43</p>
	<p>ישנם גופים בשוק הפועלים באמצעות חברות "אחיות" המרכזות פעילות ברוקראז' ופעילות חיתום והפצה. מבנה זה יוצר "קשר עסקי" אינהרנטי בין שתי החברות, הכולל, בין היתר, עלויות משותפות לחברות הקבוצה. כגון: שכר דירה, תקשורת ומחשוב, שירותי כספים וחשבות, ייעוץ משפטי פנימי, יועצים ונותני שירותים חיצוניים, יחסי ציבור ופרסום, אתר אינטרנט ועלויות מטה אחרות. הנשיאה המשותפת בעלויות כרוכה גם בהעברות</p>	<p>לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ</p>		<p>.44</p>

	<p>כספיות בין החברות. בנוסף, נושאי משרה בכירים בקבוצה עשויים לשמש כנושאי משרה בשתי החברות ולקבל לגביהן החלטות ניהוליות ו/או לתת שירותים לשתיהן באופן שעלול להיחשב כ"קשר עסקי" על פי טיוטת התקנות. הפרדה לפי טיוטת התקנות תהיה מלאכותית ותיצור עלויות מיותרות לקבוצה. על כן, מוצע, במקום לאסור על העברת תשלום או על "קשר עסקי אחר" בין התאגיד המסקר הקשור לחתם ובין החתם, לאסור על העברת תשלום בין התאגיד המסקר הקשור לחתם ובין החתם עבור "עבודת ניתוח או בקשר לשירותי ניתוח הניתנים על ידי התאגיד המסקר".</p>			
<p>ההערה התקבלה – נקבעה תקופה שקטה של חודש לאחר ההנפקה.</p>	<p>ההצעה כוללת איסור על תאגיד מסקר הקשור לחתם לפרסם עבודת ניתוח על התאגיד במשך שלושה חודשים לאחר ההנפקה ("התקופה השקטה"). לעמדת המעירים יש לקצר את התקופה מפני שלא קיים חשש לניגוד עניינים במשך הזמן האמור.</p>	<p>ברק קפיטל חיתום בע"מ</p>	<p>תקופה שקטה [סעיף 5(ג)(2)] [הערה בקשר לנוסח</p>	<p>.45</p>
<p>ההערה התקבלה – אנו מבהירים כי במצב בו כוונת החברה להנפיק הנפקה חוזרת קיבלה פומבי וידועה לציבור, חזקה כי הדבר היה גם בידיעתו של החתם הקשור לתאגיד המסקר ולפיכך לא יהיה רשאי לשמש כחתם בהנפקה שמתרחשת בתקופה השקטה לאחר פרסום אנליזה על ידי תאגיד מסקר הקשור אליו. כאשר מועד ההנפקה אינו פומבי והתאגיד המסקר או החתם הקשור אליו אינם יודעים על כוונת המנפיק</p>	<p>מבקשים להבהיר כי ההוראה אינה חלה במצב בו פרסם תאגיד מסקר הקשור לחתם עבודת אנליזה ובתקופה השקטה שלאחר מכן החליט התאגיד המנפיק לצאת בהנפקה, וזאת כאשר הדבר לא היה בידיעת החתם אליו קשור התאגיד המסקר. מוצע כי במקרה שפורסמה עבודת אנליזה במהלך התקופה השקטה, ואולם החתם לא ידע על כוונת התאגיד או שלא היה במועד פרסום העבודה כל כוונה של התאגיד לצאת בהנפקה, לאחר שכבר התקשר עם התאגיד המנפיק, יהיה רשאי החתם להשתתף בהנפקה, ולא ימצא כמפר.</p>	<p>מ. פירון ושות', בעילום שם</p>	<p>הראשון]</p>	<p>.46</p>

<p>לצאת בהנפקה במהלך התקופה השקטה, רשאי חתם הקשור לתאגיד המסקר לשמש כחתם בהנפקה של התאגיד המסוקר גם במהלך התקופה השקטה שלאחר פרסום האנליזה.</p>				
<p>ההערה התקבלה- התקופה השקטה תחל 14 ימים לפני מועד ההנפקה החוזרת, למעט במקרים בהם נודע לתאגיד המסקר הקשור לחתם או לחתם על כוונת החברה להנפיק הנפקה חוזרת בתוך תקופה זו. במקרה כאמור, התקופה השקטה תחל ממועד הידיעה.</p>	<p>המגבלה בעייתית ליישום, זאת כיוון שבהנפקות בשוק המשני, לעיתים קרובות, החתם או המפיץ מצטרפים לפעילות פחות מ-14 יום לפני ההנפקה.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>		<p>.47</p>
<p>ההערה לא התקבלה- המידע על אודות זהות החתם שמלווה את ההנפקה הוא פומבי ולכן אין הבדל במקרה זה בין תאגיד בנקאי לתאגיד אחר.</p>	<p>מוצע לחדד כי ה"תקופה השקטה" הנדרשת מתאגיד הקשור לחתם לא תחול לגבי תאגיד בנקאי המחזיק בחתם, זאת נוכח חובת ההפרדה המבנית בין החתם והתאגיד הבנקאי על פי הוראת ניהול בנקאי תקין 322. החלת התקופה השקטה על התאגידיים הבנקאיים, לצד האמירה שעמלות חיתום/הפצה שמקבל חתם הקשור לבנק מהוות טובת הנאה אסורה, יביאו לכך שתהיה מניעה רחבת היקף על פרסום אנליזות בקשר להנפקה ע"י הגופים המרכזיים ביותר המבצעים עבודות אנליזה וייעוץ השקעות במשק.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>		<p>.48</p>
<p>ההערה התקבלה באופן חלקי- לעמדתנו, וכפי שעלה בשיחות רבות עם חתמים, התקופה השקטה היא המגבלה האפקטיבית לצמצום ניגודי עניינים. עם זאת, כאמור לעיל (סעיף 45 לטבלה), מוצע לקצרה.</p>	<p>מוצע לשקול מחדש את ה"תקופה השקטה" הנדרשת מתאגיד הקשור לחתם. כאשר מדובר בחברה אחות של החתם, קיום התקופה השקטה מביא לכך שלא יפורסמו עבודות אנליזה המנתחות את ההנפקה גופה. נראה שזו לא התוצאה שבאו הכללים להשיג, בייחוד נוכח העובדה שבהנפקה בדרך כלל משתתפת</p>			

	קבוצה של חתמים/מפיצים ואז חלק גדול משוק ההון יהיה מנוע מפרסום אנליזות בקשר אליה.			
ההערה לא התקבלה – לעמדת הרשות, תקופה שקטה של 14 יום משקפת איזון בין הרצון לעודד את שוק האנליזות לבין חובתנו שלא לאפשר שימוש באנליזה ככלי להשפיע על המחיר בהנפקה. כחיזוק לכך ניתן לראות כי גורמים אחרים בשוק טענו דווקא שיש לקצר את התקופה השקטה.	מוצע להאריך את התקופה השקטה לפני ההנפקה ל-6 שבועות במקרה של הנפקת מניות או ניירות ערך המירים למניות או אגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה, שכן תהליך הנפקת מניות הינו בדרך כלל תהליך הנמשך מספר שבועות.	לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ		.49
ההערה לא התקבלה – האפשרות ליצור הבחנה בין אנליזות על מניות לבין אנליזות על אג"ח נשקלה ולעמדת הרשות התועלת ביצירת אבחנות דקות עולה על העלות (כך גם ביחס ליצירת כללים שונים ללקוחות כשירים לעומת יתר הלקוחות). עדיף לייצר, בשלב זה, סט כללים פשוטים וברורים להבנה ויישום.	מוצע לקצר את התקופה השקטה במקרה של הנפקת אגרות חוב המדורגות בדירוג השקעה. בניגוד להשפעה הפוטנציאלית של עבודת אנליזה על שווי החברה המנפיקה, יכולת ההשפעה של עבודת אנליזה על תשואת אגרות חוב סחירות היא מינורית בשל הדירוג ואופי שוק אגרות החוב הסחירות בבורסה בתל אביב.			.50
ההערה לא התקבלה - הכללים אינם יוצרים מצב חדש לעניין החובה ביישויות נפרדות. על החברה לפעול באופן מהיר להסדרת העניין.	יישום מלא של הכללים עשוי להיות כרוך בהתאמה מבנית וארגונית (הכוללת בין היתר, הקמת ישויות נפרדות, מינוי נושאי משרה, הסדרת היבטי מיסוי וכיו"ב) שאינה בהכרח ניתנת לביצוע באופן מיידי. על מנת לאפשר זמן הערכות מספק, מוצע לקבוע כי הכללים ייכנסו לתוקף במלואם בתוך 3 חודשים ממועד פרסומם ברשומות.	בעילום שם	סעיף 6 בנוסח השני - תוקף הוראות	.51

הערות כלליות			
<p>יובהר כי עמדת סגל הרשות היא כי יש לראות בעמלת החיתום או הפצה כתגמול בעקיפין לעבודות אנליזה אך לא עבור ייעוץ השקעות שבבנק. עמדה זו מבוססת בעיקר על הפרקטיקה הקיימת היום, לפיה חתמים מספקים אנליזות כחלק משירותי החיתום.</p>	<p>בסעיף 2 לדברי ההסבר מצוין כי " התגמול שמקבל החתם עבור החיתום או ההפצה מהחברה המסוקרת כולל למעשה גם תשלום בעקיפין עבור האנליזה" וכתוצאה מכך ישנו איסור על פרסום אנליזה על ידי חתם הקשור להנפקה או על ידי חברה קשורה אליו. המעיר סובר כי מסקנה זו מרחיקת לכת, שכן ההשלכות שלה הינן שאם התמורה עבור שירותי החיתום היא גם עבור האנליזה ומנוגדת לסעיף 17 לחוק הייעוץ הרי שמשמע, שלא רק הפצת אנליזה אסורה אלא גם מתן ייעוץ ביחס לניירות הערך של המנפיק על ידי מערך הייעוץ בהשקעות של התאגיד הבנקאי, הקשור לחתם, אסורה. בהנפקות משתתפת בדרך כלל קבוצה של חתמים/ מפיצים ותוצאת הפרשנות תהיה שחלק גדול ממערכי הייעוץ בשוק יהיו מנועים מייעוץ השקעות ומפרסום אנליזות בקשר אליה. מוצע להבהיר כי בכל הנוגע לתאגידי בנקאיים, המקיימים הפרדה ו"חומות סיניות" בין פעילות החיתום ויתר פעולותיהם ובין פעילות הייעוץ בהשקעות ויתר פעולותיהם בהתאם להוראת ניהול בנקאי תקין 322, תשלום עמלת חיתום וייעוץ להנפקה או הפצה, לא ייחשב מתן טובת הנאה הנוגדת את סעיף 17 לחוק הייעוץ.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>הערה לדברי ההסבר</p> <p>העמדה כי תשלום עמלת החיתום או ההפצה היא גם תשלום בעקיפין עבור האנליזה</p> <p style="text-align: center;">.52</p>

<p>הוחלט לקבל את ההערה במובן זה שאף הרשות רואה חשיבות בהמשך פעילות האנליזה של גופי הברוקראז'. ואולם פעילות עסקית של ברוקראז', כאשר היא נעשית בקבוצת החתם, אינה מנטרלת לחלוטין את הקשר עמו ואת החשש כי התגמול עבור החיתום מהווה תגמול בעקיפין עבור האנליזה. לפיכך הכללים חלים גם על חברות הברוקראז' הקשורות לחתם. עם זאת, מוצע לקבל חלק מההערות של חברות הברוקראז' כך שפעילותן לא תפגע, לדוגמה הסרת החובה לפרסם את האנליזות במגנא ככל שלא מדובר באנליזה ביחס להנפקה לראשונה ומתקבלת תמורה ישירה בגינה מהתאגיד הנסקר במתווה הקבוע לעניין זה בכללים.</p>	<p>ההצעה לא מבחינה בין אנליזה המפורסמת על ידי חברות חיתום, שמטרתן היא קידום ההנפקות, ובין אנליזה התומכת בפעילות ברוקראז'. אנליזות הנעשות על ידי גופים בהם מתקיימת פעילות ברוקראז' ומחקר גם אם הם קשורים לחתם, נעשות על מנת לשרת את הלקוח ומאופיינת בהיעדר ניגוד עניינים. הטלת מגבלות על הוצאת עבודות אנליזה על ידי חברות ברוקראז' הקשורות לחברות חיתום, עשויות לגרום לסגירת מחלקות ברוקראז' ואנליזה הקיימות בגופי sell side. יש לאפשר המשך פעילות אנליזה ב"בנקים להשקעות" הכוללים פעילות ברוקראז' גם אם הן קשורות לגופי חיתום (ניתן לקבוע מבחן כמותי לפעילות ברוקראז', כגון מחזורי מסחר, היקף הכנסות, מספר לקוחות מוסדיים/ פרטיים וכיו"ב), לצד קביעת מגבלות שיסירו את החשש לניגוד עניינים.</p>	<p>לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ</p>	<p>עריכת הבחנה בין אנליזה שנערכת על ידי גופי ברוקראז' לבין חברות חיתום</p>	<p>.53</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי- הובהר בנוסח כי התקופה השקטה חלה מקום בו נודע לתאגיד המסקר כי החתם הקשור אליו מלווה את ההנפקה, אך החתם אינו צריך לעדכן את התאגיד המסקר לגבי חברות אותם הוא מלווה בהנפקה.</p>	<p>לעמדת החברה, אין לראות בתגמול לחתם שהינו חברה קשורה לתאגיד מסקר, תשלום בעקיפין המהווה טובת הנאה אסורה עבור עבודת אנליזה שמספק התאגיד המסקר, במקרים שמתקיימים הפרמטרים הבאים:</p> <p>(א) התאגיד המסקר הינו "תאגיד מורשה";</p> <p>(ב) בין התאגיד המסקר לחתם מתקיימת הפרדה אורגנית ומקצועית;</p>	<p>אקסלנס, איגוד הברוקרים</p>		<p>.54</p>

	<p>(ג) לא מתקיים קשר עסקי בין עבודת החתם לעבודת התאגיד המסקר המותנה בעסקאות או בתשלום המשולם לחתם ;</p> <p>(ד) לא מתקיימות ישיבות משותפות ביחד עם החברה המסוקרת.</p> <p>בנוסף לכך, עמדת הרשות תוביל לכך שהחתם יצטרך לעדכן את התאגיד המסקר לגבי כל חברה עימה הוא התקשר בהסכם לחשוף את התאגיד המסקר למידע מהותי וסודי בעיקר לגבי הנפקות חוזרות. במקרה כזה, לא תוכל להתקיים הפרדה מבנית או חומות סיניות והדבר יצור מעבר מידע, שחלקו עלול להוות מידע פנים או לכל הפחות מידע המקים פוטנציאל לפעילות הכרוכה בהטרמה.</p>			
<p>ההערה התקבלה באופן חלקי- תאגיד מסקר הנותן סקירה במסגרת של "דוחות חודק" ולמטרה זו בלבד לא יהיה חייב לפרסם עבודת ניתוח מעדכנת לאחר פרסום דוחות רבעוניים של החברה המנפיקה.</p>	<p>ראוי לייצר הבחנה במספר כללים בין הנפקה ראשונה של מניה לבין הנפקה ראשונה של אג"ח.</p>	<p>אנטרופי</p>	<p>התאמת נוסח הכללים להנפקה ראשונה של אג"ח/חוב</p>	<p>.55</p>
<p>התיקון הנדון הינו תיקון כללים ולא תיקון חוק. הערה זו תבחן במסגרת ההצעה לתיקון חוק הייעוץ, בנוגע לייעוץ כללי.</p>	<p>מוצע לתקן את החוק כך שיאפשר התקשרות בין חברות מסקרות לחברות מסוקרות, תוך יישום ההסדרים בדבר צמצום ניגוד עניינים. תיקון החוק יאפשר לכל החברות הנסחרות בבורסה או המבקשות להירשם למסחר בבורסה לקבל שירותי סיקור ויעודד גופים נוספים להציע שירותי סיקור.</p>	<p>הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ</p>	<p>תיקון חוק הייעוץ</p>	<p>.56</p>

<p>סגל הרשות מפנה לסעיף 4(א)5) בו נקבעה חובה לבעל רישיון לפרסם את האנליזה במגנ"א.</p>	<p>לאור העובדה שאנליסט בעל רישיון ייעוץ יהיה רשאי להפיץ לציבור הרחב את עבודת האנליזה, מוצע להוסיף התייחסות לאופן הפצת האנליזה במגנ"א ובמאיה.</p>	<p>הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ</p>	<p>דרכי הפצת האנליזות</p>	<p>.57</p>
<p>ההערה לא התקבלה – נראה כי מדובר במגבלה מחמירה מדי וניתן להסתפק בכלל מחמיר פחות המחייב גילוי על החזקה בפועל של ניירות ערך של התאגיד המנפיק על ידי התאגיד המסקר, החתם או עובדים ונושאי משרה בחתם. יצוין כי חובת גילוי כאמור נקבעה בכללים המוצעים באמצעות החלת הוראת גילוי באנליזה. וכן, ככל שמדובר בבעל רישיון חלות על בעל הרישיון מגבלות השקעה הקבועות בחוק הייעוץ ממילא.</p>	<p>מוצע להוסיף כלל לפיו תאגיד מסקר הקשור לחתם לא יהיה רשאי לפרסם עבודת ניתוח אם הוא או החתם או עובדים ונושאי משרה בחתם מחזיקים בניירות ערך של התאגיד המנפיק.</p>	<p>לידר שוקי הון ופיננסיים בע"מ</p>	<p>כללים נוספים לצמצום ניגודי עניינים</p>	<p>.58</p>
<p>ההערה לא מתקבלת- איסור זה נובע מהוראות חוק הייעוץ (סעיף 20ד ביחד עם סעיף 3(א)2) לחוק הייעוץ, ומשכך אין צורך לציין זאת בכללים.</p>	<p>מוצע להוסיף קביעה מפורשת כי חתמים לא יורשו לפרסם עבודות מחקר בעצמם.</p>	<p>לאומי פרטנרס</p>	<p>פרסום אנליזה על ידי חתם</p>	<p>.59</p>
<p>ההערה אינה רלוונטית לתיקון כללי אנליזה אלא לתיקון הנעשה במקביל לחוק הייעוץ הכללי ותיבחן במסגרת התיקון האמור.</p>	<p>האיסור על הכללת פרט מטעה קובע אחריות מוחלטת. זהו סטנדרט מחמיר וגבוה החל על מי שחותם על תשקיף ועל תאגידים מדווחים ביחס לדיווחיהם. בניגוד לחתימה על תשקיף, בעריכת אנליזות אין אפשרות לעורך לוודא את העובדות שביסוד האנליזה והוא נסמך על דיווחים לציבור של התאגיד הנסקר. יתרה מזו, האיסור על עשיית שימוש במידע פנים מונע מן האנליסט להסתמך</p>	<p>לאומי פרטנרס</p>	<p>הכללת פרט מטעה באנליזה</p>	<p>.60</p>

	<p>על מידע שאיננו מידע ציבורי ומסגרת הזמנים בה נערכות עבודות מחקר איננה מאפשרת ביצוע בדיקת נאותות כפי שמקובל לבצע בתשקיפים. הטלת האחריות לפרט מטעה על האנליסטים שהם גורם חיצוני לתאגיד הנסקר מטילה עליהם חובה שהם אינם יכולים לעמוד בה ואף עשויה לחסל את תחום האנליזה.</p>			
<p>ההערה לא מתקבלת – כאמור, חוק הייעוץ אוסר עריכת אנליזות על ידי חתמים ולא ניתן להתגבר על איסור זה בכללים.</p>	<p>מוצע לקבוע מסלול נוסף לעריכת אנליזות על ידי חתם שיופצו ללקוחות כשירים בלבד. החתם יידרש לעמוד בכללים לצמצום ניגודי עניינים פוטנציאליים, בדרישות הגילוי הקבועות בסעיף 4 להצעה לתיקון הכללים בשינויים המחייבים ובדרישות וחובות נוספות.</p>	<p>ברק קפיטל חיתום בע"מ</p>	<p>עריכת אנליזות על ידי חתם שיופצו ללקוחות כשירים</p>	<p>.61</p>