

רשות ניירות ערך

פרוטוקול ישיבת רשות מס' 8-2009 שהתקיימה ביום 15.11.2009 במשרדי הרשות בירושלים

בהשתתפות: חברי מליאה: זוהר גושן, ז. גושן
אתי איינהורן, דבורה חן, אורלי ירקוני, יהלי כהנוב, שי פלפל.

חברי סגל: שרון אופיר-שטרית, שריה אורגד, אריאלה איסנר, שוני אלבק, אלעזר אמיר-הימל, משה ברקת, שיראל גוטמן-עמירה, דורית גילת, גיתית גור-גרשגורן, הילה זונדר, איציק זקן, מוטי ימין, זיו כהן, דודו לביא, רונן מדר, ליאת מיידלר, מירית פוגאטש, אורי קציר, שרה קנדלר, דניאל רימון, גיל שדה, אוסנת שדה-אופיר, שירה שחם, אוריה שילוני.

סדר יום

1. תשקיפים חוזרים.
2. תקנות ניירות ערך (פרסום מודעות בעיתונים)(תיקון), התש"ע-2009.
3. הודאה למנהלי הקרנות בדבר גילוי פשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה.
4. עריכת ביקורת לפי סעיף 156 לחוק ניירות ערך התשכ"ח – 1968 - עדכון הסמכת מבקרים שאינם עובדי הרשות.
5. חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 14) התש"ע – 2009.
6. לוח ישיבות מליאת הרשות לשנת 2010.
7. שונות.

הדין

ז. גושן: שלום חברים, ברוכים הבאים. בואו נפתח את הישיבה. תשקיפים חוזרים - אני מניח שאין התנגדות.

2. תקנות ניירות ערך (פרסום מודעות בעיתונים) (תיקון), התש"ע-2009.

ז. גושן:

מי מציג? בבקשה אוריה, בהצלחה.

א. שילוני:

לפני שה פרסמנו תקנות ניירות ערך שבהן החלפנו את דרישות פרסום המודעות בעיתונים שחלו עד אז, שהיו עתירות מידע, בדרישות לפרסום מודעות תמציתיות שבעיקרן היפנו לפרסום במאגר. היום אנחנו מביאים שלב שני במהלך הזה, ובו שני עניינים, אחד אנחנו מבקשים לבטל החלטת מליאה קודמת שהתייחסה למנהלי הקרנות, שבעקבות אותה החלטה מנהלי הקרנות נדרשים לפרסם בעיתון את כריכות התשקיפים שהם מגישים במלואן. אנחנו רוצים להחליף את הדרישה הזאת ולבטל את ההחלטה הזו ולהסתפק בפרסום במגנא, תוך הפניה מתוך העיתון לאותו פרסום. בנוסף אנחנו רוצים שהנושא של מנהלי הקרנות ייכנס לנוקף יחד עם מועד הקביעה של כל הרפורמה בנושא התשקיפים, שאנחנו ממתנינים לפרסומה ברשומות בימים אלה, שזה אומר מאי הקרוב. העניין השני הוא לגבי התאגידים המדווחים - באותו תיקון תקנות שהזכרתי אנחנו קבענו איזו שהיא דרישת תצורה של גודל ופונט מסוים, שלפיו המודעות צריכות להתפרסם בעיתון, גילינו שהגודל והדרישות הן חמורות מידי, ואנחנו רוצים גם להקל בהיבט הזה ולדרוש פונט קטן יותר ופורמט מצומצם יותר של המודעה בעיתון. זה הכל.

ז. גושן:

אוקי אושר, תודה.

ש. פלפל:

שאלה, במגנא מופיע כל התשקיף?

ז. גושן:

הכל, ודאי.

3. הוראה למנהלי הקרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינו מדורגות בדירוג השקעה.

ז. גושן:

הוראה למנהלי הקרנות, דורית, בבקשה.

ד. גילת:

בסוף 2007 היתה רפורמה בעניינים שונים במסגרת הסדרה של קרנות הנאמנות, ועם הרבה דגש על אופן העברת מידע לציבור. בין השאר נדרשו מנהלי קרנות לשים בשם של כל קרן פרופיל חשיפה, שני תווים שהם מייצגים את השיעור המרבי של החשיפה שיכולה להיות בקרן למט"ח ולמניות. במהלך העבודה על התיקון הזה, שקלנו באחד השלבים שהפרופיל הזה יכלול גם חשיפה לאגרות חוב, וירדנו מזה, כי חשבנו שאגרות חוב יש ביניהן במילא

שונות גדולה וזה לא מידע מספיק חשוב. התקרב המשבר וראינו שהתופעה של קרנות נאמנת שיכולות להיות קרנות עם חשיפה נמוכה למניות, קרנות לכאורה סולידיות, שיכולה להיות בהם חשיפה גבוהה לאגרות חוב בסיכון גבוה, אגרות חוב עם דרוג נמוך, נמוך מדירוג השקעה או לא מדורגות בכלל, היא בעייתית, והיא כאילו מכשילה הרבה משקיעים שלא ערים לעניין הזה. קרנות אלה יכלו להיות בהפסדים בגלל חשיפה גבוהה לאגרות חוב בסיכון גבוה. אז יזמנו, כעמדת סגל, חובה לדווח דיווח עיתי על חשיפה בפועל אם היתה בנקודת זמן כלשהי חשיפה גבוהה לאגרות חוב בסיכון גבוה נדרש לתת על זה דוח. הסרגל שהשתמשנו בו כדי למדוד מה זה חשיפה גבוהה לאגרות חוב כאלה, היה שיעור החשיפה למניות. הציבור שהוא יותר אוהב סיכון או יותר שונא סיכון, ההתייחסות שלו לחשיפה למניות תהיה די דומה לנכונות שלו להיות חשוף לאגרות חוב מסוכנות, ולכן אמרנו כי כל מי שהחשיפה שלו בפועל, אפילו בנקודת זמן אחת מסוימת, לאגרות חוב בסיכון גבוה היתה יותר גבוהה מאשר החשיפה המרבית שהוא יכול להיות בה למניות, לפי פרופיל החשיפה שלו, שייתן על זה דוח, אבל זה דוח בדיעבד. לאחרונה הגענו למסקנה שזה לא מספיק, ונדרשת התחייבות של מנהל הקרן או ציון מסוים מראש באיזה שיעור חשיפה הוא עשוי להיות לאגרות חוב כאלה. אני אומרת "אגרות חוב בסיכון גבוה" כי זה מונח קצר, ונוח לי להשתמש בו בחדר הזה, אבל אנחנו מתכוונים לאגרות חוב שהן או לא מדורגות בכלל, שאגרות חוב כאלה לא צריכות להיות בהכרח בסיכון גבוה, או מדורגות בדירוג נמוך מדירוג השקעה. גם בעניין הזה מצאנו לנכון שהסרגל, שנקודת הייחוס, תהיה פרופיל החשיפה למניות, היינו מנהל קרן יצטרך להחליט אם הוא יכול להיות בחשיפה לאגרות חוב בסיכון גבוה, יותר גבוהה מהחשיפה שלו למניות, אז הוא יצטרך לשים איזה שהוא תו אחד שמצביע על זה. בחרנו בסימן קריאה כתו שמסמל סיכון. זאת אומרת שלא יהיה בשם הקרן איזה שהוא אפיון של שיעור החשיפה, כמו דרגת החשיפה למניות, אלא רק יותר גבוה מהחשיפה למניות או לא יכול להיות יותר גבוה מהחשיפה למניות. אנחנו מציעים שהרשות תוציא הוראה ולא להסתפק בעמדת סגל, כי אנו חושבים שמוגזם לעשות מהלך כזה באמצעות עמדת סגל לגבי מה חשוב למשקיע סביר, ואנחנו מציעים שהרשות, מכוח הסמכות שלה להוציא הוראות למנהלי קרנות, תוציא הוראה כזאת. ההוראה הזאת כבר הופצה כטיוטה להערות ציבור, מהלי הקרנות כמובן לא אהבו את זה, אבל ההערות לא פסלו את זה לחלוטין. הם אמרו שהם בהחלט יכולים לקבל את העניין הזה בקרנות שהן בעיקר של אגרות חוב ממשלתיות, בקרנות שהם באמת סולידיות על פניהן. בקרנות כאלה הם יכולים לקבל שהם יתחייבו לא להשקיע באגרות חוב בסיכון גבוה בשיעור יותר גבוה מהחשיפה שלהם למניות. הקושי שלהם היה עם שני דברים: לגבי אחד הלכנו לקראתם וקיבלנו, זה היה שהם ביקשו אפשרות להתאים את עצמם במקרה שאגרת חוב שמוחזקת בקרן, הדירוג שלה יורד, שהם לא יצטרכו מיד תוך יומיים לזרוק אגרת כזאת לשוק, כמו

שצריך לעשות בכל מקרה של חריגה ממדיניות ההשקעות, כי בעצם זה יכול להבא אותם לחריגה ממדיניות השקעות, הם ביקשו תקופה של שבועיים והסכמנו ל-10 ימי מסחר בתנאי שהם ידווחו על זה. מה שאנחנו לא מסכימים, ואני רוצה להציג את זה כאן - סגל הרשות רואה את ההוראה הזאת כהוראה של גילוי בלבד, אנחנו מבקשים שהציבור ידע מראש כשהוא רואה את שם הקרן מה שיעור החשיפה האפשרי לאג"ח בסיכון גבוה. זו בשום אופן לא הוראה שפניה לדחוק או להפעיל איזה שהוא לחץ על מנהלי קתות לקבל על עצמם התחייבות להגביל את שיעור החשיפה לאגרות חוב כאלה. אבל הם תופסים את זה בצורה אחרת, כך נאמר לנו מפי איגוד מנהלי הקרנות, הם אומרים מנהלי הקרנות לא רוצים את זה, הם לא רוצים סימן קריאה, זה יקשה עליהם לשווק את הקרנות, הם יעשו כל מה שאפשר ויטו לקבל על עצמם התחייבויות מגבילות, כדי שהם לא יצטרכו לשים סימן קריאה בשם הקרן. ואז, הם אומרים, יוצא מצב כזה: אם זו באמת קרן אג"ח ממשלתית או קרן אג"ח קצרות מאוד, אז לא תהיה להם בעיה לקבל על עצמם התחייבות כזאת אבל אם זאת קרן אג"ח קונצרני, שבאופן טבעי עד כה נהגה להשקיע במגוון גדול של אגרות חוב, נגיד כל אגרות חוב שנכללות במדדי אגרות חוב מסוימים, אז אם אנחנו נקבל על עצמנו התחייבות לא להשקיע בכלל באגרות חוב לא מדורגות, אנחנו בעצם שוללים מהציבור מגוון שהיה מתבקש שיהיה בקרן שלנו, ולכן אנחנו מבקשים שתאפשרו לנו למשל בקרן אג"ח קונצרני עם חשיפה אפס למניות, שנוכל להשקיע בכל זאת אחוזים בודדים, בשיעור שתחליטו עליו, לאגרות חוב בסיכון גבוה, בלי שנצטרך לשים סימן קריאה בשם הקרן. אנחנו לא מקבלים את הטענה הזאת, ולא נוטים לקבל את הבקשה הזו, כי ההוראה היא הוראה של גילוי. אם אנחנו נקבל אותה אנחנו בעצם מקבלים את העמדה שעדיף, שכדאי לציבור שישקיעו לו קצת באגרות חוב בסיכון גבוה אבל לא יגידו לו, כי אם יגידו לו הוא נורא ייבהל והוא לא ייכנס לקרן, אבל בעצם זה טוב בשבילו. עמדה כזאת אנחנו לא יכולים לקבל, אם גילוי אז גילוי, ואם לא טוב לו אז לא טוב לו, ואם טוב לו, טוב לו, וכל מה שאנחנו מבקשים שיהיה לזה איזה סימן מאפיין, אבל - להחלטתכם.

בבקשה.

ז. גושן:

אני לא מבינה, אם אנחנו חושבים שאגרות חוב עם דירוג נמוך או בלי דירוג הם משהו מסוכן, למה אנחנו לא גוזרים עליהם אותה גזירה כמו מניות ומט"ח? אם בקרן צריך לציין מה המקסימום שמנהל הקרן מתחייב שיהיו לו למט"ח ולמניות, למה לא לאגרות חוב בסיכון גבוה? כי הציבור חושב שמניות מסוכנות אז לכרוך אותו ולשים אותו מתחת לזה? ואם אמרו שיהיו 40 אחוז מניות ויש 39 אחוז אג"ח שלא סחיר או אג"ח בדירוג נמוך, זה טוב בעינינו?

א. ירקוני:

אם אנחנו לא חושבים שזה לא מסוכן בוא נניח לנושא, ואם אנחנו חושבים שזה מסוכן, אז זה מסוכן מספיק בשביל לגזור לגבי זה כשלעצמו ולא ללכת בעקבות המניות, אני לא מבינה את ההליכה הזאת בעקבות המניות.

ד. גילת: על פי ההוראה הזאת מנהל הקרן יצטרך לתת לזה ביטוי, כי הוא יצטרך לשים סימן קריאה אם הוא יכול להיות בשיעור יותר גבוה לאגרות חוב מאשר למניות. מה שכן, זה לא יעשה את הדירוג כמו פרופיל החשיפה שיש לו שדרגות, זה רק יגיד יותר גבוה או פחות גבוה.

א. ירקוני: את זה הבנתי. אני לא חושבת שזאת הדרך הנכונה להתמודד עם העניין, אני אומרת שאם אנחנו חושבים שזה מסוכן בואו נכניס את זה לאינפורמציה לא רק שנותנים על הקרן, אלא שמתחייבים לגביה, בואו נגיד שזה עוד פרמטר או עוד מימד בהרכב של הקרן.

ש. פלפל: אבל הם מתחייבים לגביה. להיפך, הגזירה שכאן הם מציעים היא יותר קשה, כי היא אומרת הרי לא אכפת לי, אני אומר לשיטתך וזו גם גישה ואנחנו צריכים לשקול אותה, את אומרת בוא נגדיר מניות נגדיר אג"ח בסיכון גבוה ואג"ח "HIGH TRADE", אוקי. כרגע או אולי כהוראת ביניים אמרנו לא, נגיד אג"ח בדירוג גבוה וכל אג"ח בסיכון שמנו אותו במניות, שזה הרבה יותר קשה, זה הרבה יותר מחמיר.

א. ירקוני: לא, לא שמנו את זה במניות.

ש. פלפל: ודאי, מבחינת החשיפה. אם קרן אומרת אני אהיה עד 40 אחוז במניות, אוקי? עכשיו, אם חלק מהאג"חים, זאת אומרת 60 אחוז באג"ח, אם איקס אחוז זה הפך לאג"ח בסיכון גבוה הוא נכנס לספירה בתוך המניות.

ד. גילת: לא, לא.

א. ירקוני: זה לא מה שהבנתי, זה לא נכנס לספירה.

ד. גילת: זה לא נכנס לסל אחד.

א. ירקוני: מה הטריד כאן את האנשים? הטרד כאן את האנשים שהחזיקו קרנות שאמרו אג"ח מאוד גבוה והמניות מאוד נמוכות, אנשים קיבלו את הרושם שזו קרן בסיכון נמוך, אבל מתחת התחבאו אג"ח בסיכון גבוה שהעלו מאוד משמעותית את הסיכון של הקרן בלי שאף אחד ידע. זה לא שמתחילים לספור

את האג"ח בסיכון גבוה, תתקני אותי אם אני טועה, על חשבון תקציב המניות, לא. עכשיו אני אומרת אם זה מסוכן אז זה מסוכן, ואם זה, אז בואו נגיד את זה.

ד. גילת: אז הם יגידו את זה.

א. ירקוני: עכשיו יש אנשים שיעדיפו אג"ח לא מדורג ויש כאלה שיעדיפו מניות, בואו ניתן להם את האינפורמציה שהם יחליטו.

ד. גילת: אז בעצם זה יהיה להם, אבל בלי המדרגות שיש בפרופיל החשיפה.

א. ירקוני: אני מבינה, אני רק לא מבינה למה, זה כל מה שאני אומרת.

ד. גילת: משני טעמים: אחד, זה שלהגדיל את פרופיל החשיפה ולקבוע שהוא יכלול עוד תו אחד שמתייחס לאג"ח בסיכון, את זה אנחנו כבר לא יכולים לעשות אפילו בהוראת רשות, ככה אנחנו חושבים, אז זה כבר טעון תיקון חקיקה וזה כבר הליך יותר מסובך, כי אם לפני שנתיים עשינו ככה בחקיקה, אז אנחנו לא יכולים עכשיו בהוראה עוד להרחיב את זה, ככה אנחנו רואים את זה. ועניין נוסף זה כדי לא לסבך את הפרופיל הזה, כי הפרופיל הזה הוא כבר הוטמע.

א. ירקוני: תראו, הרי התפקיד שלנו הוא בין השאר גם לחנך את הציבור, אם אנחנו חושבים שגם זה פרמטר חשוב, אז בואו נעשה את המהלכים כדי להטמיע גם אותו. עכשיו הבנתי למה לא, אתם חושבים שצריך חקיקה וחקיקה זה תהליך ארוך.

ד. לביא: זה רק חלק מזה.

א. ירקוני: אז בואו נעשה אולי את זה כשלב ביניים ונלך, אם זה מה שאנחנו חושבים, ונלך לכיוון המסודר של החקיקה.

ד. לביא: אז כדי להבין מאיפה באה ההוראה הזאת צריכים ללכת טיפה אחורה, ולהבין מה הרציונאל שעמד מאחורי קביעת פרופיל החשיפה במתכונתו המקורית AS IS, כי אז היינו במצב של חיקוק חקיקה ובעצם לא היו לנו מגבלות לעניין הזה. הרעיון היה לנסות לזקק את אותם מרכיבים שמבחינת הפשטות שלהם והמיקוד שלהם, הם יקלו על הציבור הרחב לקלוט מה המאפיינים הדומיננטיים שבהשקעה שלו, מעבר למידע היותר נרחב שמופיע במסגרת מדיניות ההשקעות ובמסגרת התשקיף, לכן אנחנו גם לא נכנסו לניואנסים למשל של הבחנה בין מניות יתר למניות תל-אביב 25, בין אג"ח חיס במח"מ

קצר או אג"ח" חיס במח"מ ארוך, כי המדע הזה ממילא גלום או במדיניות ההשקעות של הקרן, או מקום שבו למנהל הקרן יש עניין לעשות כן, אז הוא עושה את זה גם במסגרת השם של הקרן, וכמובן גם הסיווג של הקרן. צריך לזכור שבעצם פרופל החשיפה הוא לא עומד בפני עצמו, אלא הוא חלק ממערכת שלמה של חובות גילוי שנקבעו במסגרת אותו מהלך חקיקה שדורית התייחסה אליו. בהקשר הזה, המהלך הזה שבעצם קדם למשבר, הבהיר לנו שיש איזה שהוא חוסר באיזה שהוא פריט של מידע, שהוא לא ניתן למדידה באמצעות החשיפה למניות והחשיפה למט"ח, אותו פריט מבחינתנו הוא פריט שהמטרה העיקרית שלו היא בעצם לצבוע את הקרן כקרן שיש בה עוד איזה שהוא אלמנט שראוי לשים לב אליו, או שאותו אלמנט לא קיים. זאת אומרת בשונה משני הפרמטרים האחרים שקיימים היום בפרופיל החשיפה שבהם יש מדרג מסוים, כאן חשבנו שמן הראוי לתת למידע הזה ביטוי דיכוטומי, קיים או לא קיים. מקום שבו סברנו שיש היגיון מתן ביטוי למידע הזה, הוא מקום שבו אותו משקיע שבמסגרת הטעמים שלו הוא מחליט לבחור בהשקעה, מדובר פה במידע שסוטה או משנה את ההשקעה במהותה בצורה כזאת שמחייב גילוי מיוחד, ובניתוח של העניין הזה אנחנו הסקנו שבעצם המקרה השכיח של בחירת השקעות, או סיווג של השקעות על הסרגל של ממסוכן לסולידי, בדרך כלל ממילא נובע מההגדרה של שיעור החשיפה של הקרנות למניות, ואותם מקרים שהטרידו אותנו היו המקרים שבהם פרופיל החשיפה לא נתן ביטוי בעצם לעובדה שיש בקרן נכסים מסוכנים, אותם מקרים שדורית התייחסה אליהם כמקרים שבהם ההשקעות של הקרן הם השקעות בפרופיל חשיפה למניות אפס. היתרון של המנגנון שמוצע פה, הוא שיש פה בעצם איזה שהוא אלמנט של כלים שלובים, כי מקום שבו מדובר בקרן שמצטיירת, כפועל יוצא מפרופיל החשיפה שלה ככזו שהיא בעלת סיכון גבוה, קרנות בעלות פרופיל החשיפה ארבע, חמש ומעלה, אז ממילא לא נדרש גילוי בצורת הצבת אותו סימן קריאה, כי משקיע שמחליט להשקיע בקרן מנייתית, אז אם יש שם השקעות באגרות חוב בסיכון גבוה יותר או פחות, זה פחות קריטי כי את ההחלטה שלו הוא כבר עשה בעצם הבחירה של קרן שפרופיל החשיפה שלה למניות הוא גבוה. חובות הגילוי הם חובות גילוי מוגברות בדיוק באותן קרנות שבהם פרופיל החשיפה הוא דווקא נמוך, אפס או אחד, וגם אז רק באותם שיעורים שבהם היקף ההשקעה באותם אגרות חוב בסיכון, הוא חורג ממה שאותו משקיע שבחר בקרן מוכן לקבל על עצמו כאשר הוא ביצע את אותה בחירה.

אני רוצה להתחבר לאורלי.

ד. חן:

סליחה, אני מרגישה שמה שאנחנו עושים כאן זה חצי היריון, ממש ככה. הרי כולנו נסכים שאם הכריזו על קרן שיש בה 30 אחוז מניות, ויש קרן אחת שיש בה גם 30 אחוז אג"ח, 29 אחוז אג"ח לא מדורג, ובקרן האחרת יש אפס אג"ח

א. ירקוני:

לא מדורג, הרי כולנו מסכימים, בכוונה דוגמה נורא פרימיטיבית, שיש הבדל בסיכון של שתי הקרנות האלה, אבל הציבור לא ידע, לשיטתכם הציבור לא ידע.

ז. גושן: אבל באותה מידה אם יש 30 אחוז הכל ביתר ו-30 אחוז הכל במעו"ף זה גם אותו דבר?

א. ירקוני: כל זמן שאמרתם לנו אוקי, יש המון תתי פרמטרים של סיכונים שלא הבאנו אותם לידיעת הציבור, אמרנו טוב אנחנו מסכימים איתכם, אבל כאן יש פרמטר שאתם כן לוקחים אותו איזה שהיא כברת דרך, אבל לא "ALL THE WAY". זאת אומרת גם אתם חושבים שזה פרמטר שצריך להתייחס אליו, אבל ככה.

ד. חן: אני רוצה רגע להתחבר לאורלי.

ז. גושן: רק עוד משפט אחד. אני רק רוצה שנזכור, אנחנו לא מחליפים את מדיניות ההשקעה, לא מחליפים את הצורך בגילוי מלא, אנחנו רק מנסים לעשות מין..

א. ירקוני: סימן.

ז. גושן: סימן בהבזק, לא, לא רק לסימן קריאה עכשיו, בכלל כל הרעיון של פרופיל השקעה, זה שבשתי אותיות או באות ומספר בפעם אחת אתה ממקם מישהו באיזה שהוא עולם. ברגע שבחרת שאתה רוצה באמצעות כל כך מעט סימנים לסווג, בהגדרה, הסיווג שלך לא מדויק. עכשיו את בעצם אומרת, בוא תוסיף לא רק שני סימנים תעשה שלושה סימנים.

א. ירקוני: אתם אומרים.

ז. גושן: לא, שנייה, אתה אומר תעשה שלושה סימנים, אם אתה כבר רוצה לעשות את הסימן השלישי תעשה אותו גם עם מדרג של שש ספרות, ואז הוא יכניס לתוך התמונה את המורכבות שנגזרת מזה שיש שמה עוד שש קבוצות, תכפילי שש ועוד שש זה כבר מגדיל לך את הווריאציה של הדברים האפשריים בכמות מאוד מאוד רצינית, אוקי?

ד. לביא: רק השלמת מידע אחת, הפרופיל לא קובע את שיעור ההשקעה אלא תקרה.

ז. גושן:

דודו שנייה. כאן באים ואומרים, אוקי אנחנו לא רוצים להגיע למצב שאנחנו ניקח את התמונה הפשוטה, שאגב אני חייב לומר זה פרויקט שנעשה בקדנציה הקודמת, וזכה להצלחה אדירה בשוק, אנחנו לא רוצים לקלקל את המודל הזה, הוא עובד, לקח המון זמן להטמיע אותו, השוק מבין אותו, השוק מעכל אותו, השוק עובד על פיו, אנחנו רק רוצים לעשות שחור לבן, כן לא, כדי לעשות סיגנל על משהו. נכון שהסיגנל הזה כמו יתר האותיות שיש לפניו הוא לא מדויק, והוא גם לא יהיה מדויק הוא יהיה בערך, כי כל המודל הזה מבוסס על בערך ברגע שבחרנו מעט סימנים, זהו.

ד. חן:

אני מבקשת להתחבר לאורלי, העובדה שעבדו על איזה שהוא מודל בקדנציה הקודמת, היא היתה נכונה למציאות שלפני ארבע שנים, שבמציאות שלפני שלוש וארבע שנים ושנתיים, בגדול, ברמת המקור, חשבנו, ככה זה אצל כולנו בראש, המסוכן זה מניות, ואג"ח היה נראה בתפיסה הכללית כהשקעה סולידית. אז באה המציאות של השנה האחרונה ואיך אומרים? "ודחפה" לנו בפרצוף בצורה מאוד קריטית שאג"ח הוא האבא של המסוכנים הרבה יותר ממניות. אז מה לעשות? אנחנו חייבים להשתנות, אז מה אנחנו אומרים? אני מעריכה מאוד את העובדה שאתם אומרים, אנחנו חיים היום בעידן חדש, אז אולי זה טוב בתור צעד ביניים, אבל העובדה שעבדו על איזה שהוא מודל שהתחיל לפני ארבע שנים והשוק יקנה אותו, זה לא אומר שאנחנו צריכים לסגור את העיניים ולהתעלם מהעובדה שנכון לחודש נובמבר 2009, אני חושבת שאין פה איש בשולחן שלא מבין שהיום הסיפור של האג"ח, הסיפור של המניות כבר נראה חצי סולידי לעומת האג"ח שמתהוללים בו, וכל מי שקרא עיתונים בחודש וחצי האחרון...

ז. גושן: דבורה לא צריך להיסחר, כן?

ד. חן: אני לא יודעת.

ז. גושן: עדיין התנודתיות במדד גם בתוך המשבר של האג"ח הוא יותר קטנה, מהתנודתיות של המניות.

ד. חן: זהר, אני באופן אישי חוששת מהמצב של קשיים בחברה גדולה אשר נמצאת בניסיון להגיע להסדר ואינני יודעת מה ואם תהיה למצב כזה תגובת שרשרת.

ד. לביא: דווקא ההסדר הזה קובע שדין מניה כדין אג"ח שאינו מדורג או שאינו בדירוג השקעה, מן הטעם שאנחנו בעצם קובעים את ה-BENCHMARK בדיוק באותה נקודה, מקום שבו מנהל קרן קובע את שיעור החשיפה למניות ברמה מסוימת, זאת אומרת הוא אומר שיעור החשיפה שלי למניות לא יעלה על

שיעור מסוים. דרך אגב לשאלתך, יכולות להיות שתי קרנות שיש להם אותו פרופיל חשיפה למניות, ששני מנתלי הקרנות קבעו את תקרת החשיפה האפשרית למניות ברמה מסוימת, אבל בקרן אחת מנהל הקרן ממצה את אותו שיעור ומשקיע בשיעור של 50 אחוז למשל במניות, ובקרן אחרת הוא לא ממצה את השיעור הזה ומושקע באותה נקודת זמן רק בשיעור של עשרה אחוזים. אותו דין גם חל כאן, זאת אומרת מקום שבו פרופיל החשיפה משקף איזה שהיא תקרה מסוימת של 50 אחוז למניות, זאת אומרת הוא בא ואומר למשקיע, אתה רוצה חשיפה לנכסים בסיכון בשיעור מרבי של 50 אחוז, זה המוצר עבורך. ההוראה הזאת או המנגנון שמוצע כאן קובע שדין אגרת חוב שאינה בדירוג השקעה, לעניין חובות הגילוי או לעניין המיצוב של הקרן, הוא אותו דין.

א. איינהורן: אני גם רוצה להצטרף לאורלי ולדבורה. גם אני רואה את הפרמטר הנוסף של האג'ח כמרחיב את פרופיל החשיפה, ואני חושבת שאולי כצעד ביניים ההוראה הזאת מספיקה, אבל זה צריך להיעשות בצורה מסודרת תיקון של התקנות. אבל מעבר לזה בהמשך לדברים של אורלי.

ז. גושן: תיקון של החוק.

א. איינהורן: זה לא בתקנות הסיווג?

ז. גושן: תקנות? אוקי.

א. איינהורן: ועוד בהקשר למה שאורלי אמרה. זה ברור שמהם משתמשים באינדיקטורים בדידים, אז מאבדים מידע. בסדר, המידע לא חייב להיות מושלם, והאינדיקטור גם יכול להיות לא סתם בדיד, אלא אפילו בינארי. אני חושבת שהבעיה של אורלי זה לא שהוא בינארי אלא שהוא בינארי שתלוי באינדיקטור של המניות, הוא צריך להיות בינארי בלתי תלוי, ואז הוא ייתן מידע רב יותר. אפשר לקבוע איזה שהוא סף של שיעור חשיפה לאגרות חוב מסוכנות, כמו נניח עשרה אחוז, עשרים אחוז, ולקבוע מעל זה מסוכן מתחת זה לא מסוכן, כי אחרת נוצר עיוות, נוצר מצב שקרן יכולה להיות מתויגת כמסוכנת, עם אותו סימן קריאה, וקרן אחרת לא מתויגת כמסוכנת ודווקא הקרן האחרת משקיעה הרבה יותר באגרות חוב מסוכנות.

ד. לביא: וזאת בדיוק הכוונה, כי הנחת העבודה שלנו כאן היא שאם אתה משקיע בקרן מנייתי, העובדה שלצד ההשקעות שלה במניות יש גם השקעות באגרות חוב בסיכון גבוה, או באגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה היא משנית. אם אתה משקיע בקרן ששיעור החשיפה של המניות הוא נמוך, אז גם שיעור של השקעה בשיעורים מאוד מאוד נמוכים באגרות חוב מהסוג הזה הוא מטריד.

והמקרים שבהם נתקלנו במציאות, שבהם השקעה באגרות חוב מהסוג הזה גרמה להטיות או למצבם מטעים ביחס לביצועים של הקרן, היו בדיוק באותם מקרים שבהם הקרן אופיינה בהשקעה בעיקר בנכסים סולידיים. היא תיבלה את ההשקעה שלה בשיעורים של חמישה, שישה אחוז באגרות חוב בסיכון גבוה, בתקופה שהשוק עלה זה אפשר לה להציג תשואה בולטת, דרך אגב תשואה בולטת שלא חייבת להיות בסדרי גודל של עשרות אחוזים, גם לקטגוריה שהתשואה הנורמטיבית בתקופה מסוימת אמורה להיות שלושה אחוז והקרן בזכות חמישה, שישה אחוז באג"ח בסיכון מצליחה להשיג עוד איזה שהוא אקסטרה של אחוז וחצי שניים, זה כשלעצמו דבר שאנחנו חושבים שהוא ראוי לגילוי, והתוצר של הדבר הזה יהיו קרנות סולידיות עם פרופיל אפס אפס שהן יהיו נטולות סימן קריאה, שהמשקיע ידע שהסולידי הזה הוא סולידי באמת, והיו קרנות אחרות עם הסימן קריאה. המטרה של סימן הקריאה זה לבדל במסגרת כל קטגוריה את הקרן ביחס לדומות לה, זאת אומרת הסימן קריאה בשונה מתמדרג האחר שקיים בעניין פרופיל החשיפה למניות, הוא נועד לבצע איזה שהיא תת קטגוריזציה בין קרנות שמסווגות באותו פרופיל חשיפה, ולא בהכרח לתת איזה שהוא ערך אבסולוטי של חשיפה לאגרות חוב שאינם בדירוג השקעה. ולכן גם כדאי לפשט את המדד ולא להוסיף עוד רכיב שלישי, כי אחד החששות שלנו היה שברגע שאנחנו עוברים למשהו שהוא תלת ספרתי אז יתחיל כבר בלבול, מה אומרת הספרה הראשונה והשנייה, ואיך היא עומדת ביחס לשלישית. כאן אנחנו מדברים באיזה שהוא אלמנט שאפילו מבחינה פרקטית הוא אלמנט מובדל, מובחן, יש סימן קריאה אין סימן קריאה, פרופיל החשיפה למניות והחשיפה למט"ח כבר כולם רגילים ורגילים לעבוד איתו. אני מציע שאולי ניתן לדברים לעבוד, ואם נראה בחלוף שנה שנדרשים תיקונים, כשם שאנחנו עושים במרבית המקרים, ודאי בעניינים שאנחנו מסדירים באמצעות הוראות, שזה איזה שהוא כלי ביניים, נשקול תיקונים ועדכונים של המודל בהתאם.

ז. גושן:

אם להציג את מה שדודו אמר בצורה קצת שונה, המודל הקיים, כל המשמעות שלו זה שהוא עושה איזה שהוא סדר, הוא מסדר את הקבוצות של הקרנות לפי איזה שהוא סדר של רמת סיכון. כן מדויק לא מדויק בואו נתעלם מזה עכשיו כי זה המודל שלו, זה מה שהוא עושה, הוא שם אותם בקבוצות, פחות מסוכנת, יותר מסוכנת, עד לרמה הכי גבוה של הסיכון. בעצם מה שעושה הסימן קריאה הוא עושה דבר מאוד פשוט, ביחס לקרנות שיש חשש נקרא לזה כך, שההתנהגות שלהם הופכת את החוסר דיוק של הסיווג שלהם כקרן בטוחה, הוא אומר לך תיזהר, זה כל מה שהוא עושה, הוא עושה התראה. הוא לא מתכוון להשפיע על המדרוג של מה שכבר עשינו. כי מה שאת אומרת זה נכון, וגם מה שדבורה ואורלי אומרות זה נכון, אם היינו מכניסים את הקטגוריה הזאת יכול להיות שהינו משנים בכלל את כל המיקום של הקרנות בתוך הטווח, כי יכול להיות שההשקעה באג"ח לא מדורגות או

בדירוג שהוא לא דירוג השקעה הה בהיקף כזה שהיה מסיט את הקרן מקבוצה אחת לקבוצה שנייה. אנחנו לא מתערבים בדירוג, הדירוג נשאר כפי שהיה רק נותן לבן אדם התראה: דע לך, קרן שנמצאת נגיד בשכבה הכי בטוחה יש סימן קריאה כי יכול להיות שבשמה יש חוסר דיוק, כי הם עושים פעולות שהמשמעות שלהם הגדלת הסיכון. זה כל מה שאנחנו עושים בשלב הזה, אנחנו לא עושים מעבר לזה שום ניסיון באמת לסווג את הקרן במקום שהיא צריכה להיות בו.

א. איינהורן: אני מבינה שהאינדיקאטור החדש הזה הוא מועיל בעיקר לקרנות שהחשיפה שלהם למניות היא מאוד נמוכה. עדיין, גם בקרנות כאלה אני חושבת שאינדיקאטור בינארי בלתי תלוי במניות ייתן יותר מידע. כי תאר לך שתי קרנות שונות ששתיהן לא חשופות למניות, והאחת משקיעה הרבה באג"ח מסוכן והשנייה משקיעה רק קצת באג"ח מסוכן, הן מקבלות את אותו תיוג.

ז. גושן: לא.

א. איינהורן: אבל אם היה סף שהוא בלתי תלוי במניות, הם היו מקבלות תיוג אחר.

ז. גושן: לא, אם אנחנו נקבע סף, המשמעות היא שבלי דרישת גילוי לגבי ההתנהגות הזו, אנחנו כאילו נותנים להם איזה שחא טווח שאנחנו אומרים לגבי זה אתה לא צריך לגלות, אתה יכול להיכנס לשמה בדלת חופשית, כי זה הסף שקבענו לצורך הסימן קריאה, ואת זה אנחנו לא רוצים לעשות, לא רוצים לתת פטר מגילוי שיש לך מדיניות השקעה נניח שלושה או ארבעה אחוז באג"ח מסוכנות, לא רוצים לתת את הפטור הזה. אבל מה אנחנו כן עושים? אנחנו אומרים אתה קבעת פרופיל של חשיפה, נניח למניות שלושה אחוז, חמישה אחוז, לא חשוב כמה זה, אתה קבעת, זה הפרופיל שהביא אותך להיות ממוקם בתחתית של הרשימה מבחינת רמת סיכון אתה בין הבטוחים, אם תעבור את זה, את מה שאתה קבעת, אתה כבר גורם לנו לתת לנו סיגנל לציבור: דע לך, רמת החשיפה ששמו אותו במשבצת הזו היא לא בהכרח משקפת, זה כל מה שאנחנו עושים, לא עושים מעבר לזה. כי כל מספר שנבחר בין אפס למאה, חמישה אחוז, עשרה אחוז לא חשוב, את כאילו נותנת פטור על הכמות הזו, ואנחנו לא רוצים לעשות את זה.

א. איינהורן: במובן מסוים זה נותן סוג אחר של מידע השאלה איזה מידע יותר טוב.

ז. גושן: נכון, אז כבר נוסיף את האות.

ד. לביא: דרך אגב זה מידע שקיים אבל הוא קיים בתשקיף. סימן הקריאה בעצם בא ואומר שים לב בקרן הזאת לך תקרא את התשקיף כדי להבין בדיוק מה

מדיניות ההשקעות אומרת, כי לא מדובר פה בהסתרה מוחלטת של מידע, כי בדוגמה שלך אותה קרן שהיא כביכול סולידית אבל רשאית להשקיע באגרות חוב מהסוג הזה, יהיה חייב להיות לה ביטוי במסגרת הטקסט המלא של מדיניות ההשקעות שלה.

ש. פלפל: ראשית אני רוצה להגיד את זה, החומר שהתקבל לפני כשבועיים היה טוב מאוד וזה טוב שזה נשלח באמת מבעוד זמן, ואני אפילו הפנתי כמה שאלות וקיבלתי תשובות - תמשיכו הלאה. עדיין יש לי אי בהירות מסוימת, האם, סתם אני אתן דוגמה, פרופיל המניות מותר עד 20 אחוז. אם לא שמנו את סימן הקריאה תיאורטית מותר 18 אחוז מניות 18 אחוז "היי ריסק" ו-60 אחוז, נכסים אחרים או אם מאיזה שהוא שלב הדרוג של אג"ח נפל הוא צריך להיות על חשבון המניות?

ד. גילת: לא, אין ערבוב ביניהם בכלל.

ש. פלפל: זאת אומרת אם החזקתי, לצורך הדיון החזקתי 18 אחוז מניות ופתאום חמישה אחוז עבר ל-"היי ריסק", אני עדיין לא צריך למכור לא כלום?

ד. לביא: פרופיל החשיפה אומר מה התקרה המותרת. זאת אומרת בין אם אתה משקיע אפס אחוז במניות בדוגמה שלך או 19 אחוז, הפרופיל עדיין הוא יהיה אותו..

ש. פלפל: לא, השאלה שלי היא מתי אתה מוכרח למכור, זאת אומרת אם היתה חשיפה למניות, ואתה ניצלת כמעט את כולה ולא היה לך שום ניצול לאג"ח, ל-"היי ריסק", ואג"ח מסוים נפל כך שהחיבור עובר.

ד. גילת: אין קטע של חיבור.

ש. פלפל: אין חיבור?

ד. גילת: לא, אם הפרופיל שלך אומר שאתה יכול עד 30 אחוז במניות, אז לא חשוב אם היית ב-28 או בשתיים וחצי, אם היית ב-28 אחוז גם לאג"ח בסיכון גבוה, ועוד איזה אג"ח נהייתה לך אג"ח בסיכון גבוה, אז יכול להיות שתצטרך למכור.

ש. פלפל: אז יכול להיות אוקי. זה דבר אחד בסדר, אני מודה שאני חשבתי שזה מצורף לזה של המניות בייחוד לצורכי מכירה, כי כאן אנחנו מגיעים למספרים לא

נעימים, זאת אומרת אם מישהו התיר לו 20 אחוז ועוד 20 אחוז, אז אנחנו כבר מקבלים 40 אחוז.

ש. אופיר: תגיע ללפחות כפול, זאת אומרת אתה יודע מה מידת הסיכון שאתה עשוי להגיע אליה.

ש. פלפל: כן אבל כפול זה הרבה. כשאתה נוסע במהירות מופרזת או קצת זה לא כפול. זאת שאלה א'. ב' ואני כן רוצה להגיד משהו לגבי ההערות של המשתמשים בייחוד לאחוזים קטנים. אני יודע שבהרבה מאוד מקרים קיימים בכללים של ה-SEC וגם מס הכנסה דבר שנקרא "דה מינימיס", כלומר שולי, הייתי אומר בשפה התלמודית זה אכן תקרא לזה ספק ספיקא או בטל בשישים.

ז. גושן: זוטי דברים.

ש. פלפל: כן, זאת אומרת יכול להיות שאנחנו לא, גם מישהו בא ואמר אוקי אני אין לי חשיפה למניות בכלל, אז תיאורטית קרה לו אג"ח אחד שיכול להיות בגלל אינדקס או מה הוא צריך למכור את זה לא מיידית, אני חושב שאפשר לתת איזה שהוא, "SAFE HARBOR" איזה נמל שאומר, אתה יודע מה עד אחוז וחצי או עד שניים עזוב לא נריב איתך על הדבר הזה.

ד. לביא: אז אנחנו מתמודדים עם זה באמצעי אחר, אנחנו נותנים שהות מספקת של עשרה ימי מסחר להקטין את ההחזקות, כי אחת הבעיות, וזה בא לידי ביטוי גם בהשקעות מאוד סולידיות, כי אם אנחנו נבוא ונקבע איזה שהיא נורמה שאחוז וחצי הוא בגדר זוטות, יש מכשירים כמו קרנות כספיות למשל, קרן כספית זה מפשיר שנתפס כסולידים באופן קיצוני. חשיפה של אחוז וחצי למניות של קרן כספית יכולה לגרום, או דרך אגב גם לאגרת חוב בסיכון גבוה של אחוז וחצי, יכולה לגרום במצב טפח מסוים לאובדן תשואה של אחוז וחצי, עכשיו אובדן תשואה של אחוז וחצי בנכס שנתפס כסופר סולידים, אולי בראייה כללית הוא נתפס כזוטי זוטות, אבל לאותו משקיע שמשקיע באותו נכס מין הטעם שהוא לא מוכן לשאת את אותו הפסד של אחוז וחצי, זה יכול להיות מהותי. כאן אנחנו דרך אגב מאפשרים למנהלי הקרנות לעשות את זה, זאת אומרת אם מנהל הקרן רוצה לאפשר לעצמו דרגות חופש, לא של אחוז וחצי של עשרה אחוז, כל מה שהוא צריך לעשות זה לבוא לאותו למשקיע באמצעות פרופיל החשיפה שהוא קובע, שנכסי הסיכון שנמצאים בקרן יכולים להגיע כדי עשרה אחוז. הוא לא חייב למצות את זה. זאת אומרת בקביעת פרופיל חשיפה אחד למניות, זה לא אומר שבהכרח הוא חייב להשקיע עשרה אחוז מהנכסים במניות, הוא יכול דך זה להשיג את הפטור להשקיע עד עשרה אחוז במניות, ועד עשרה אחוז באגרות חוב בסיכון. דרך אגב אנחנו

ניסינו לבחון את כל החלופות - להוראה במתכונתה הנוכחית קדמה חשיבה במספר מישורים, בין היתר גם שקלנו להוסיף או לקבוע שדין חשיפה לאג"ח שאינם בדירוג השקעה כדין חשיפה למניות, ושקלנו גם לערום או לצבור לשני הדברים, כשם שאנחנו עושים למשל עם אגרות חוב להמרה שמייצרות חשיפה למניות, או השקעה בסחורות שלעניין המודל הזה גם כן נחשבות ככאלה שיוצרות חשיפה. וכאן ההתנגדות של מנהלי הקרנות היתה מאוד גדולה, בעיקר על הרקע שלשיטתם מבחינת המודעות או הטעמים של הציבור עדיין גם בעולם של אחרי המשבר בשוק ההון, יש הבחנה מאוד ברורה בין חשיפה למניות לחשיפה לאגרות חוב, והם רוצים לשמר את העיקרון שקרן מסוימת היא קרן שמתמחה באגרות חוב ואינה מיועדת להשקיע במניות, וקביעה מהסוג הזה היתה יוצרת בלבול כי היא היתה מחייבת מנהלי קרנות אג"חיות לייצר מצג שכאילו הם מייצרות חשיפה למניות, דבר שלא מתקיים.

ש. פלפל: לא נלך לרב על זה, אבל אני מצטרף להערות הקודמות וגם כתבתי את זה, שאני רואה את זה בתור צעד מהיר, שאחרת כל תיקון כזה יכול לקחת שנתיים או שלוש, תיקון גדול. אבל יש לשקול בהחלט בשלב הבא, לבדוק את האפשרות ולזה צריך ממש קטגוריה שלמה.

ז. גושן: בלגן גדול.

ש. פלפל: להיפך, סדר.

ז. גושן: סדר זה דבר יחסי, טוב.

ד. לביא: דרך אגב אנחנו בודקים את עצמנו כל הזמן, זאת אומרת אם אנחנו נקבל משוב לאחר תקפת ההפנמה וההטמעה של המודל הזה, שפספסנו משהו, שחסר משהו שצריך לשפר אותו, אנחנו נביא את זה חזרה לפה.

ד. חן: הקושי הוא שאת המשוב אתה מקבל מהשחקנים המרכזיים, אני לא אוהבת את הקלישאה הזאת אבל הגברת כן מחדרה היא לא תתקשר אליך ולא תשלח לך.

ש. פלפל: אבל הגברת כהן מחדרה כשהיא תסתכל על א.7. סימן קריאה...

ד. חן: היא לא תבין כלום.

ז. גושן: טוב, התקבל, תודה.

4. עריכת ביקורת לפי סעיף 66 לחוק ניירות ערך התשכ"ח - 1968 - עדכון הסמכת מבקרים שאינם עובדי הרשות.

- ז. גושן: זה טכני אני חושב נכון?
- ג. שדה: מחלקת תאגידיים עורכת ביקורות שבאמצעות מיקור חוץ לפי סעיף 56.ו. על מנת לבצע את הביקורת נדרשת הסמכה של יחידים ומעת לעת אנחנו מסמכים את היחידים.
- ז. גושן: אין הערות, טוב, תודה רבה.
- א. איינהורן: רק אולי באופן כללי לגבי ההסמכה, אני חושבת שדיברנו על זה בעבר, ההסמכה כיום היא לא מוגבלת בזמן נכון?
- ג. שדה: זה נכון שהיא לא מוגבלת בזמן, אבל במחלקת תאגידיים אף אחד לא יכול לעשות שמוש בהסמכה כי בעצם היושב ראש מסמיך קונקרטי, אחרי שהמליאה מסמיכה אז בעת יציאה לביקורת פרטנית רק אז יש תוקף להסמכה, בכך שהיושב ראש מסמיך את אותם אנשים לבצע ביקורת באותה חברה ייחודית. אז כך שהשלב הראשון הוא ההסמכה של המליאה, אבל אף אחד לא יכול, אף אחד לא מסתובב בעצם עם אותה הסמכה שיש לו שימוש לעסוק בו בשוק כיון שההסמכה של היו"ר היא קונקרטי, אז אין עם זה בעיה מבחינת כך שאין הגבלת זמן.

5. חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 14) התש"ע - 2009.

- ז. גושן: לנושא המרכזי שלנו להיום. תיקון לחוק השקעות משותפות ונאמנות, זה פרויקט גדול מאד שאנחנו עובדים עליו כבר ממרץ 2008, עבודה מאוד מאומצת של המון גורמים פה בתוך הרשות. דודו בבקשה.
- ד. לביא: כמו שזהר אמר, המתווה לתיקון שמוח בפניכם מסכם עבודה מאומצת של סגל מחלקת השקעות והסגל של יחידת מכשירים פיננסיים, הוא גובש תוך אינטראקציה עם השוק והבורסה והוא מתמקד בשני נושאים עיקריים: הסדרת פעילותן של תעודות הסל והעברתן ממשטר של דיווח לפי חוק ניירות ערך, למשטר של הסדרה ופיקוח תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות, והנחת תשתית משפטית להסדרה של קרן סל, שזה מוצר מדד חדש שהוא גרסה מקומית ל-ETF שנסחר בחו"ל. ברקע המהלך עומדת ההתפתחות המואצת בארץ ובעולם של מכשירי השקעה פאסיבית, שעוקבים בעיקר אחרי מדדי ניירות ערך, סחורות ומטבעות, אשר בשל המצב המשפטי הקיים הונפקו

לציבור בישראל במהלך העשור האחרון כתעודות התחייבות הכפופות לכללי הגילוי של חוק ניירות ערך, ללא גוף שיפקח על פעילותן מעבר לתחום הגילוי, פיקוח שחשיבותו בה במיוחד נוכח הצמיחה של התחום, והמרכיב ההתחייבותי שגלום במכשיר. מצב זה הוביל לפער, מה שאנחנו קוראים ארביטראז' רגולטורי לא רצוי בין מוצרים תחליפיים, בעיקר תעודות סל וקרנות נאמנות, שהשפיע בין היתר על התמחור של המוצרים האלה והתחרות ביניהם, וגם להעתקה של השקעת של הציבור בהיקפים משמעותיים ממוצרים שבמסגרת מפקחת, למוצרים שבמסגרת שאינה מפקחת. מטרת התקון היא בעצם לבטל את אותו פער רגולטורי ולהעביר את הפעילות האמורה למסגרת מוסדרת ומפקחת, על כן אנחנו מציעים שתחולת החוק תהיה על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך, ומטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם שאינה מפקח על פי דין אחר, תוך יישום גישה שרואה בחוק השקעות משותפות, חוק שמסדיר את כלל ההשקעות המשותפות בניירות ערך ללא תלות בצורת ההתאגדות שלהם. לפי הדין החדש בעצם כל סוגי ההסדרים יוכלו להיות מנוהלים באמצעות אותו גוף, כפוף לכך שהוא יעמוד בדרישות היציבות שייקבעו במסגרת תקנות לפי החוק. כך פעילותם של תעודות הסל ומנפיקי תעודות הסל תוסדר באמצעות חוק השקעות משותפות בנאמנות, ותהיה נתונה לפיקוח הרשות. תעודת סל תוגדר באופן דומה ומקביל לקרן נאמנות, ומנפיקי תעודות הסל יוגדרו בהקבלה למנהלי הקרנות כמנהלי תעודות סל. תעודות הסל יהפכו מתעודות התחייבות ומנייר ערך למכשיר שדומה במהותו המשפטית והתפעולית לקרן נאמנות, קרי חשבון שהזכות, זכות הקניין על הנכסים שבו שייכת באופן בלעדי למשקיעים. כמו כן תעודת הסל כמו הקרן תיווסד בהסכם בין מנהל תעודת הסל לבין הנאמן, ותהיה מורכבת מיחידות שמקנות זכות שווה בנכסי תעודות הסל, ובנוסף ובשונה מקרן נאמנות תעודת הסל תכלול גם התחייבות של מנהל התעודה על השלמת הפער, במידה שיווצר בין הסכום שלו זכאי מחזיק תעודת הסל בעת הפדיון, אותו סכום שנגזר מהשינוי במחירו של נכס המעקב, לבין שווי נכסי תעודת הסל בפועל. כמו כן ובשונה מקרנות הנאמנות יוכל מנהל תעודת הסל, למשוך כספים מההסדר אם שווי הנכסים גבוה משווי ההתחייבויות בהתאם למנגנון שייקבע בחוק. הנורמות שחלות היום על מנהלי הקרנות והנאמנים לקרנות לרבות חובת הרישוי, יוחלו במלואן על מנהלי תעודות הסל והנאמנים להם בשנויים המתחייבים מהאופי השונה של המוצרים, וכך למשל ייקבעו תנאי משירות דומים לשמש לאלה שקיימים ביחס למנהל קרן ונאמן, הכללים וחובות שחלים על עובדי מנהל הקרן, הממשל התאגידי שחל על מנהלי הקרנות, המגבלות על נתחי שוק, האפשרות להציע יחדות על פי תשקיף במשך שנה שלמה, האפשרות לפרסם את המוצרים, המגבלות על הנכסים שמותר להחזיק והשיעורים שמרביים שלהם וכיוצא בזה. קרן הסל שההצעה כוללת תשתית להסדרה שלה, היא מכשיר פיננסי חדש שמשלב מאפיינים של קרן נאמנות ותעודת סל, והוא מבוסס בין

היתר על המודל האמריקאי של ה-ETF, תוך ההטמעות שמתחייבות מהמאפיינים הייחודיים.

י. כהנוב: רגע, רגע פה תלך יותר לאט, כשאתה עושה את ההבחנה בין שני אלה תעשה את זה יותר לאט.

ד. לביא: אוקי. אתה רוצה שאני אחدد את ההבחנה בין תעודת סל לקרן הסל?

י. כהנוב: כן בדיוק, כי קראתי את הטבלה הזאת ולא ...

ש. פלפל: ויש לי עוד בקשה, א' הטבלה טובה מאד כי לפני זה אני איבדתי אתכם לגמרי, אבל אני עדיין לא מבין למה צריך את שני הכלים?

ד. לביא: אני אסביר.

י. כהנוב: וגם תגיד למה צריך את הדבר החדש הזה, אם זה כל כך דומה לתעודת הסל, אז מה למה אנחנו צריכים את המכשיר הזה? לא הצלחתי להבין, אני מודה.

ד. לביא: קודם כל אנחנו יוצרים תשתית וסדרתית שתאפשר את הקיום של שני המכשירים זה לצד זה, בסופו של דבר אם יהיה מכשיר כזה, מה תהיה מידת ההצלחה שלו? את זה השוק יקבע. אחת הסיבות העיקריות שבגינה אנחנו מציעים ליצור את התשתית ההסדרתית למכשיר הזה, כי זה מכשיר שדומה לו קיים בעולם ה-ETF. בעולם קיימים גם exchange-traded fund ETF שזה בעצם מוצר השקעה פסיבית, מחקה מדד שמבוסס על קרן הנאמנות, ולצידו ה-ETN או אותם מוצרים שבמאפיינים שלהם הם מוצרי התחייבויות. ה-ETF בעולם זוכים להצלחה גדולה מה-ETN, בארץ, כנראה מסיבות היסטוריות של תשתית רגולטורית, המוצרים הקיימים בארץ הם תעודות הסל שהם מוצר שמבוסס התחייבויות. בסופו של דבר אנחנו מסדירים כאן תחום בהסדרה שמשנה בצורה מאוד מהותית את כללי המשחק, בעקבות ההסדרה הזאת בעצם לא מן הנמנע גם שהמודל העסקי, שבהתאם למודל הזה פועלים היום חלק מהפעילים, יצטרך להשתנות. בזה שאנחנו שמים על המדף לצדה של תעודת הסל גם את קרן הסל, אז בעצם אנחנו מאפשרים לאותם גופים שמנהלים היום תעודות סל וחפצים כפועל יוצא משינוי כללי המשחק להציע לציבור מכשיר דומה כקרן סל, לעשות את זה, אנחנו גם מאפשרים להם להשתלב.

י. כהנוב: אבל מה ההבדל הגדול בין שתיהן?

ד. לביא: ההבדל הגדול הוא שתעודת הסל היא מוצר מתחייב, זאת אומרת אני בא ואומר לך אני מתחייב לתת לך את מדד תל-אביב 25, קרן הסל היא בעצם לא באה ואומרת אני מתחייבת, אלא מנהל הקרן אומר אני אנהל את נכסי הקרן באופן שמיועד להביא לכך שהתשואה של הקרן תהיה דומה לתשואה של מדד תל-אביב 25. לכאורה כאשר אנחנו שמים את שני המוצרים האלה זה לצידו של זה, אז נראה שכאילו מדובר פה במוצר אחד שהוא מוצר נחות ביחס למוצר האחר, שהרי להתחייב זה יותר טוב מאשר להתאמץ.

י. כהנוב: מצד שני הוא יכול לעשות דברים אחרים.

ד. לביא: אבל מצד שני אחד הדברים שמאפיינים את קרן הסל ודאי במתכונת הזאת, זה שאנחנו מאפשרים למשקיע בקרן ליהנות מהכנסות, מרווחים, ממקורות שלא קיימים.

י. כהנוב: ליהנות או לסבול.

ד. לביא: ליהנות או לסבול כמובן. יש פה אלמנט של סיכון סיכוי ובסופו של דבר כמו שקים דרך אגב בכל מקום בעולם, זאת אומרת יש את הסיכון של ה-tracking error אותו סיכון שאומר שבמבחן התוצאה קרן הסל לא תצליח לחקות את המדד. ולכן אנחנו יצרנו תשתית מקיפה שהמטרה שלה היא בסופו של דבר לצמצם את ההסתברות ל-tracking error וגם לייצר מספיק מקורות הכנסה למחזיקים בקרן הסל, שיאפשרו לה אולי אפילו, למרות שזאת לא פונקצית המטרה שלה, להכות את המדד. אותם מקורות הכנסה יכולים לבוא לידי ביטוי כפועל יוצא מכל מיני לקונות או הבדלים באופן חישוב המדדים, זה יכול לבוא לידי ביטוי מהכנסות שנובעות למשל מהשאלה של תיק ניירות ערך, שבקרן הסל הם הכנסה של המחזיקים ובתעודת הסל הם לא, וזה יכול לבוא גם כפועל יוצא מפעילות של מנהל הקרן, שאולי אני תיכף אני אחזור ואסקור את זה, פעילות מנהל הקרן במהלך המסחר, שבהנחה שבתוחלת לאורך זמן היא אמורה להיות רוחית בשונה ממה שקיים בתעודת הסל, הצדדים הקשורים למנפיק תעודת הסל שעושים שוק לוקחים את הרווחים אליהם. לפי המודל הזה אותה עשיית שוק מקום שהיא תיעשה על ידי מנהל הקרן, היא תהיה בעצם חלק מההכנסות של בעלי היחידות, מקום שהיא תעשה על ידי צד שלישי אז ההכנסות מאותה עשיית שוק תהיה מנת חלקו של אותו צד שלישי. אבל הנקודה החשובה, היא בעצם נקודה שאומרת אנחנו לא באים לבטל את תעודות הסל או להחליף את תעודות הסל, אלא אנחנו באים בעצם להציע מוצר נוסף. אם יתברר בסופו של דבר שתעודות הסל הן מוצר שהציבור מעדיף, אז הציבור ישקיע בתעודות סל, סביר להניח שחלק ישקיעו בזה וחלק ישקיעו בזה.

ד. חן: רגע, אבל אתם ממחר בבוקר הרגולציה על תעודות הסל תהיה כמו על כל ניירות הערך, בסופו של יום.

ד. לביא: הרגולציה על תעודות הסל תהיה כמו על קרנות הנאמנות. עכשיו ככול שאנחנו יכולים להסיק מההתנהלות של מנהלי הקרנות.

ד. חן: מה שלא קורה היום.

ד. לביא: מה שלא קורה היום.

ד. חן: מה שלא קיים היום.

ד. לביא: נכון, עכשיו אנחנו כבר רואים במהלך החודשים האחרונים תופעה שהולכת וגוברת, של מנהלי קרנות שמצעים לציבור מספר מאוד מאוד גדול, כבר עכשיו יש למעלה מ-50 קרנות מחקות על המדף, ואנחנו קיבלנו במהלך השבועות האחרונים עשרות תשקיפים של קרנות מחקות חדשות, שאת חלקן לפחות מנהלי הקרנות מיועדים להסב, כאשר התשתית הרגולטורית תאפשר את זה, לקרנות סל. אז בסופו של דבר השוק מצביע ברגליים, יש היום סדר גודל של 40 מיליארד שקל שמנוהלים בתחום תעודות הסל, זה סדר גודל של שלישי מהסכום שמנוהל בתחום קרנות הנאמנות. גם במספרי המכשירים יש כ-400 תעודות סל לעומת 1100 קרנות נאמנות, זאת ההתפלגות של טעמי הציבור בנקודת המוצא, כשחלק לא מבוטל מהכניסה של הכספים בחודשים האחרונים, זה לקרנות הנאמנות המחקות, אותן קרנות נאמנות פתוחות שבשונה מקרנות הסל הן לא רשומות למסחר בבורסה, וגם שם אנחנו רואים גוסיים לא קטנים של קרוב לשני מיליארד שקל בפרקי זמן מאוד מאוד קצרים.

ז. גושן: דודו רק שנייה, אני רוצה לשאלה שלך יהלי, אם תסתכל על הטווח אז יש קרנות נאמנות, קרנות מחקות, קרנות סל ותעודות סל. השאלה של מידת הצורך בשני המכשירים או נקרא לזה התחליפיות ביניהם, בסופו של דבר תושפע בצורה מאוד משמעותית, צריך להציף את זה כדי שתראו את זה, כשאנחנו מדברים על תעודות התחייבות כשיש התחייבות, אז זה שאלה של יציבות/כשמישהו אומר אני אעשה best effort אין שאלה של יציבות, כי הוא אומר אני אעשה כמיטב יכולתי אם אני לא הצלחתי אני לא הצלחתי, כשמישהו אומר אני מתחייב והוא לא עומד בהתחייבות, אז זה שאלה של יציבות מה קורה כשהוא לא עומד בהתחייבות שלו. התיקון הזה שאנחנו עכשיו עושים, שאנחנו מעבירים את תעודות הסל לעולם של קרנות נאמנות,

כי נכון להיום הם נסחרות כמו אגרות חוב - אגרת חוב שמתחייבת לך על מדד. אנחנו מעבירים אותם לעולם של קרנות נאמנות, חלק מהתיקון יחייב אותנו לקבוע בתקנות איזה שהוא סף, איזה שהן דרישות שיהיו בטוחה, נקרא לזה להתחייבות, יהיה אלמנט של יציבות כמה כסף אתה תצטרך בהון עצמי, איזה אלמנטים אחרים, לפי מה נמדוד אותו, מה שיעור החשיפה, בעיות תפעוליות, בעיות של שוק, לא חשוב. עכשיו שלא יהיה ספק, המספר שאתה תקבע שם ישפיע דרמטית כל כמה יישארו בתעשייה הזאת, וכמה ילכו לתעשייה החליפית של קרנות וסל ששם אין את השאלה של היציבות. זה נמצא ברקע הדברים וצריך להציף את זה, ואנחנו צריכים להבין את זה. הפופולאריות של תעודות הסל נובעת מזה שאין היום רגולציה אפקטיבית על בעיית היציבות שלהם, אז במובן הזה הם נהנות מקלות של חדירה לשוק, כשהתחרות שלהם מול הקרנות היא במובן מסוים לא שוויונית. עכשיו ברגע שאנחנו נעשה אלמנטים של יציבות, ואנחנו מפעילים פה שורה ארוכה של מומחים שיעזרו לנו לעצב את הדרישות של היציבות, ברגע שנכניס את הדרישות האלה, זה יקבע כמה יאלצו לנטוש את התעשייה הזו כי הם כבר לא נהנים מהפער הזה של הרגולציה, כי הם לא יציבים מספיק.

א. ירקוני: או שהם ייקחו דמי ניהול יותר גבוהים.

ז. גושן: זה כבר עניין שלהם.

א. ירקוני: לשלם על ההון שהם צריכים להחזיר.

ז. גושן: בדיוק, אז זו נקודה אחת שצריך לשים לב אליה, אוקי? חלק מהעניין זה השאלה של היציבות מול השאלה של ה- best effort. נקודה שנייה שצריך לשים לב אליה, גם תעודת הסל וגם קרן הסל שאנחנו עכשיו פותחים ייסחרו בבורסה, ובמובן הזה הם עוקפות את הדרישה של ועדת בכר, שכשאתה עובר דרך הבנקים אתה משלם עמלת הפצה. אז עכשיו יש לנו ארביטראז' אחר שאנחנו צריכים להתמודד איתו, יש לנו את תעודת הסל, את קרן הסל שאנחנו נקים, שהן נסחרות בשוק ואתה משלם עמלת קנייה מכירה על הפעולה, ויש לנו את עולם הקרנות המחקות והקרנות הרגילות שנמצא תחת הרגולציה של ועדת בכר, שהם משלמים עמלת הפצה לבנקים. מכיוון שאנחנו יודעים שיעוץ הוא זה שמכתיב את ההפצה, יוצא שהיעוץ הוא בעייתך, כי עמלת קנייה ומכירה זה בשיעור מסוים וזה נזקף להנהלה הראשית של הבנק, ואילו עמלות הפצה שהם בשיעור גבוה יותר נזקפים לזכות הסניף שמשווק את אותם קרנות, זה מלמד אותך על התמריץ שיהיה ליועץ מה למכור. במפגש האחרון בפורום רגולאטורים אני העליתי את העניין הזה, בבקשה שאנחנו נפתח עכשיו במהלך של לעשות בחינה מחדשת של כל המודל של עמלת ההפצה, כדי

להשוות את השטח על פני כל המוצרים כדי שלא יהיה עכשיו פער. עכשיו הפער הוא בגללנו, אבל מחר יהיה פער לא בגללנו אלא יהיה פער בגלל ועדת בבר ולנסות להסיר גם את הפער הזה. אז חשוב שנראה גם את האלמנטים האלה בתמונה.

ד. לביא: ורק לסיכום, חשוב לציין שהעיצוב של קרן הסל כמוצר הוא פועל יוצא עבודה משותפת לוועדה שהיו חברים בה אנשים מסגל הרשות, ומסגל הבורסה, ועדה שמונתה על ידי זהר וסס ברונפלד יושב ראש הבורסה, ובעצם המודל שהתגבש הוא מודל שהוא פועל יוצא של עבודת הוועדה. התשתית ההסדרתית נועדה לאפשר בנקודת ההתחלה, ניידות בין סוגי ההסדרים. חלק מהניידות היא ניידות לפרק זמן מוגבל שתחומה בזמן, אותה ניידות תאפשר למנפיקי תעודות סל שיחפצו בכך, להסב את תעודות הסל שלהם לקרנות סל. גם קרנות סל שלא יוכלו לעמוד, הדרישות הכמותיות שייקבעו שתכליתן להבטיח מסחר תקן ביחידות שלהם יוסב בעצם לקרנות מחקות שהם קרנות שהמאפיינים שלהם מבחינה כלכלית זהים, למעט העובדה שהם לא נסחרות בבורסה.

א. ירקוני: יותר שאלה מאשר הערה, אני מבינה את ההיגיון למה בתעודות סל המנהל נהנה מהעודפים, מכיוון שהלקוח לא יכול לסבול מ-"DOWN SIDE", אז אתם כאילו אומרים הוא גם לא יינה מ-"UP SIDE", השאלה אם זה לא פתח, וזה שאלה לא זה, אם זה לא פתח למניפולציות לא טובות כדי ליהנות מה-"UP SIDE" הזה של מנהל תעודת הסל? האם אין כאן מקום ל-ABUSE של הסיכוי הזה?

ז. גושן: זה המצב נכון להיום עם תעשייה של 40 מיליארד, וכל מה שאנחנו רואים, זה נכון הם עושים השאלות והם מרוויחים, הם עושים התכסות לא בנכסי בסיס.

א. ירקוני: זאת אומרת השאלה אם הם לא לוקחים סיכונים בשביל הסיכוי הזה? אוקי?

ז. גושן: ואת זה אנחנו נביא, את זה אנחנו נביא בחשבון בפרמטרים של היציבות.

א. ירקוני: אוקי.

ז. גושן: זה שמה אמור לקבל ביטוי, מכיוון שהוא יודע שהוא נחשף, אם יש לו החשיפה של הוא הון עצמי נניח מיליון שקל, והוא יכול בתעלולים שאת אומרת להרוויח עשרה, עשרים מיליון שקל, ואז לא קרה כלום הפסדתי את המיליון שקל, אז את צודקת, אבל אם יהיה לו מכה מאוד מהותית ב-"DOWN SIDE" במקרה שהוא לא עומד בהתחייבות שלו, אז כל הרצון או

התמריץ ללכת למקומות האלה ילך ויפחת. אבל נכון לעכשיו אנחנו לא רואים את הדבר הזה.

א. ירקוני: כן, כי מה אנחנו יודעים, החיים לימדו אותנו? שכשיש סיכוי יש סיכון מהצד השני, אוקי? וזה מה שמפחיד, שפתאום תהיה פזילה יותר מידי רצינית לצד של הסיכונים, כי יש כאן סיכוי להרוויח, זה מה שמטריד אותי.

ז. גושן: וזה נכון, וזה יקבל ביטוי בשאלה של היציבות.

ד. לביא: ארגז הכלים שלנו הוא הרבה יותר מוגבל היום, כאשר התחום הזה נמצא בסביבה של בעיקר גילוי, כאשר זה יהיה בתחום מפקח אז יהיו לנו כלים יותר.

א. איינהורן: אפשר להגיד שהרגולציה תשנה בעצם את התמהיל סיכון תשואה של תעודות סל.

ז. גושן: נכון.

א. איינהורן: זה יקטין את הסיכון, אבל יקטין גם את התשואה, כי יהיה יותר עמלות.

ז. גושן: נכון, בהחלט.

ד. חן: מנקודת ראותי הרגולציה פה היא מחויבת המציאות. אני לא יכולה להגיד הראש היהודי כי אתם אומרים שזה התחיל בחוץ לארץ, שתמיד מוצאים כל מיני פטנטים, לפחות לנסות איזה שהוא פרק זמן לא להיות תחת עולה של הרגולציה. אבל לאור סכומי הכסף האסטרונומיים שאתם אומרים שמשתתפים במשחק הזה, אז אני חושבת שהרגולציה פה זה א, ב'. החלק השני של מה שאמרת, הפערים בעמלות, זה לא דבר שיש להקל בו ראש, אבל זה בכלל הבעייתיות ברפורמה של ועדת בכר שיצרה פה איזה שהוא חוסר שיווי משקל. אבל קודם כל אם אנחנו יודעים שיש מישהו שמפקח על העניין הזה, ואין פה איזה שהם דברים שהם מעשים במחשכים ואף אחד אפילו לא יודע מה ומו עד הקטסטרופה הבאה, שנקווה שלא נתפוס אותה, אז זה היה מחויב המציאות לדעתי.

ז. גושן: אי רק רוצה להוסיף שאיזיק זקן מנהל היחידה של מכשירים פיננסיים, שהוא שותף בכיר בתוך הפרויקט הזה, זה לא שממרץ 2008 עד עכשיו פשוט רק עבדנו על הדבר הזה, אלא במהלך כל התקופה הזו אם שמתם לב הגיעו אליכם שוב ושוב הוראות שנוגעות לתעודות, זאת אומרת אנחנו צמצמו את

החשיפה לסיכונים עוד לפני הפרויקט הזה שהוא פרויקט של חקיקה, בשורה ארוכה של הוראות שאתם אישרתם כאן במליאה, והלכנו וצמצמנו את החשיפה, כי זו באמת חשיפה משמעותי והצעד העיקרי שלה, הסופי שלה, עוד לפני החוק הזה, זה המהלך שבו תעודות הסל הסכימו, וזה מהלך שעשינו יחד איתם בהסכמה, שהנכסים שנמצאים בתוך תעודת הסל יהיו נכסים של המחזיקים בתעודות, שזה שינוי דרמטי מבחינת החשיפה והסיכונים של מחזיקי התעודות. זאת אומרת צמצמנו בצורה מאוד משמעותית את בעיית היציבות בהוראה המסוימת הזו, ותא הוראה שנעשית בהסכמה ואנחנו הולכים לשם. אז השורה הארוכה של צעדים עכשיו זה השיא שכבר יביא את כל המעטפת, אבל ממרץ 2008 עד עכשיו כאן במליאה אישרתם שורה ארוכה, אני מזכיר לכם, שורה ארוכה של הוראות והנחיות, שהתפקיד שלהם היה להתקרב לעבר המודל הזה שאנחנו ראינו לאן אנחנו הולכים איתו.

יש לי עוד שאלה טכנית, באיזה שהוא מקום וזה סימנתי לי לשאול, כי זה הגיע רק אתמול או שלשום, סליחה שבוע שעבר. חלק מתחת הסל עוקבות באמצעות חוזים עתידיים, בעיקר על commodities וכאלו, אבל אין שום סיבה, שם ה-"counter party" הוא חזק, אם שיקגו לא תשלם אז יש לנו עוד הרבה צרות אחרות, אבל מה האפשרות נגיד ל total return swap זאת אומרת חלק מהעבודות זה back to back מול גולדמן או אחר גוף שלא קיים, ואז בעצם יצרנו חשיפה פנומנאלית לגוף.

ש. פלפל:

אתה נוגע בנקודה מצוינת, כי אחד הדברים שמבחינים היום את בתחום קרנות האמנות מתחום תעודות הסל בפן הזה, זה שקרנות נאמנות יכולות להתכסות דרך אגב, הקרנות מחקות בחלק מהמקרים באמת עושות את זה לאו דווקא באמצעות נכסי בסיס, אלא גם באמצעות פעילות בנגזרים, אבל תמיד ההתכסות היא באמצעות נכסים שנסחרים בבורסה שבהם המסלקה ערבה לקים העסקה ושווי הנכס מגולה במסחר בתעודות סל בחלק לא מבוטל מהמקרים, במיוחד כאשר מדובר בהשקעות בחו"ל, אבל גם כדי להבטיח ודאות יחסית ורציפות בדפוסי ההתכסות, זה קשור גם בפעילות בנגזרים "over the counter" ובהתקשרויות בסוגי נכסים כפי שהזכרת. אנחנו נצטרך בסופו של דבר במתווה שייקבע, לאזן בין ההכרח התפעולי שהמטרה שלו באמת לאפשר לאותו מנפיק להתכסות באופן רציף, ולהיות ברמת ודאות גבוהה יחסית ביחס לאפשרות שלו לשלם ביום פקודה למחזיק את גובה ההתחייבות שלו, לבין אותם סיכונים אשראי. אני משער שמודל היציבות שייקבע בסופו של דבר ייתן מענה בין היתר גם לחובות היציבות שיידרשו משחקנים שונים כפעל יוצא של דפוסי ההתכסות שלהם. דפוסי התכסות מהסוג שאתה הזכרת כתע ללא ספק יוצרים חשיפה נוספת של

ד. לביא:

סכון אשראי שלא קיימת מקום שבו מדובר בפעילות בנגזרים שנסחרים בבורסה.

ז. גושן:

אגב זאת בעיה שאנחנו התמודדנו איתה בנושא של מכשירים מובנים, וגם שם כבר נכון לעכשיו עוד בלי שיש לנו תקנות בהסכמה עם התעשייה, שינינו את כל מבנה החשפה שלהם בדיוק בהתקשרויות האלה, החל מפיזור וקביעת מדדי איכות שעל פיהם הם יוכלו לבצע את ההתכסות. הבעיה מוכרת ויצטרך לקבל מענה גם בהקשר הזה.

א. זקן:

רק הערה אחת. למעשה המנפיקים אינם עושים שימוש ב-TRS. TRS הינו מוצר פיננסי ששמו המלא, total return swap. אופן ההתכסות כיום גם בתעודות הסל וגם במוצרי הסטרקצרים הוא באמצעות notes. ההבדל הוא שבנוטס החברה משקיעה את כל הכסף למשל בגולדמן-סאקס. ב-TRS המדובר בהסכם של "סופ" שהוא רק על הדלתא, החושף לסיכון אשראי בהיקף מצומצם יותר. התעשייה היום הולכת לכיוון TRS. בגלל המשבר יש לתעשייה בישראל היום יותר כח מיקוח. אם בעבר היו מבקשים את זה לא היו מסתכלים עליהם, היום מבקשים מוכנים לבחון זאת איתם. לאחרונה אחד מהמנכ"לים של חברות תעודות הסל בדק נושא זה. יש אפשרות מעשית לבצע השקעות מסוג TRS בתעודות סל. המשמעות מבחינה יציבותית מבחינת סיכון, זה שבמקום שכל הכסף של המשקיעים יהיה מושקע ב"NOTE" (במיליארד שקל למשל), החשיפה תהיה בערך השינוי היומי בלבד, כאשר שאר הכסף ישב בחשבון עו"ש בנק זר. במקרה של קריסה של הבנק צפוי להתקבל גיבוי של הממשלה. בנוטס זה לא מזומן בבנק, תהפוך את זה במקום NOTE שלם ל-TRS כמו שאמרת, ומזומן של הפקדה בבנק. ואז למעשה אתה כמו כל מפקיד אחר בבנק עם אותו מיליארד שקל, ואתה עושה "MARK TO MARKET" על בסיס יומי, וזה ישפר לאין ערוך את הסיכונים, וזה דבר שהיום בוחנים את זה בתחום.

ש. פלפל:

כי ברשימה אגב שראינו, רשימת עקרונות, יש שם בדיוק כאלו שהולכים לאינדקס..

הערות נוספות?

ז. גושן:

אבל אני חוזר לשאלה, שוב שלושת הכלים החדשים, אני עדיין לא מבין למה צריך שלושה? זאת אומרת למה לא לפשט ולעשות שניים עם אחד קצת יותר רחב אבל.

ש. פלפל:

ז. גושן: אם לא היה לך את הפער בין המודל של עמלת קנייה, מכירה, ומודל עמלת הפצה, אז הקרן המחקקה היתה נעלמת היא היתה מתכנסת לתוך קרן הסל. אבל נכון לעכשיו הקזום שלהם נובע מזה שיש עמלת הפצה, ואתה רוצה להציע מוסר שמדלג על עמלת ההפצה.

י. כהנוב: בתקווה שזה מה שיקרה.

ש. פלפל: תשימו לב שאנחנו כאן, שהרשות פתאום מטפלת בכלים שנובעים מעיוותים שלא אנחנו גרמנו להם.

ד. חן: זה תמיד ככה בחיים, יש מי שמקלקל ויש מי שצריך לנסות.

ש. פלפל: בבנקים אומרים ההיפך אבל לא משנה. לא, אבל זה אגב נכון לכל קרן, מה שנקרא "CLOSED END FUND" האם אנחנו בכלל בהזדמנות הזאת שווה לעשות סדר במושג הזה להגדיר את וזה בעצם?

א. זקן: אני אתייחס לזה. קודם כל מה שיש פה זה מה שיש בעולם, למעשה היום יש תעודת סל ואת זה אנחנו משאירים זה ה ETF. בחו"ל זה מונפק על ידי בנקים, כאן זה לא הונפק על ידי בנקים בגלל בכר, אבל יש את זה וזה יהיה פה. קרן מחקה וקרן סל שזה לצורך העניין ETF ו open end investment company שני אלה קיימים בעולם. א נשים בצד את העיוותים מה שיש לצורך העניין בעולם זה מה שיהיה פה אחרי הרפורמה. אם כל אחד מהשלושה שאתה תוריד זה למעשה אתה מוריד משהו שיש בעולם, עכשיו אם אנחנו רוצים לפתוח את עצמנו לעולם מבחינת אפשרויות לייצר את התשתית הרגולטורית כרגולטורים, אז אם נוותר על קרן סל אין לנו ETF מה שיש בעולם, תעודת סל אנחנו מוזעים לבעייתיות שיש בלהוריד אותם, מה עוד שגם יש ETN בעולם, וקרן מחקה בהחלט יש מקום לקרן שאינה נסחרת שעוקבת אחרי מדד, ויש את זה בעולם בהיקפים אדירים. ולכן כששאלנו את עצמנו למה צריך או אם צריך וכו', קודם כל הסתכלנו בעולם ראינו ששלושתם קיימים בצורה מכובדת, וכאן לא מצאנו סיבה להוריד אותם.

ש. פלפל: הם שוב קיימות, הם קיימות מסיבות רגולטוריות זה דבר אחד, וה-ETN מעשית הוא קיים על הנייר, אבל ה-ETF הרג את ה-ETN.

ז. גושן: טוב, תודה רבה.

7. שונות.

ז. גושן: שני דברים: לצערי שר האוצר לא אישר את הארכת מינויו של מאיר סוקולר למליאה, ורציתי לבקש את אישורכם למנות במקומו את אתי איינהורן לוועדת מכרזים, ולוועדת כספים, אם אין התנגדות. זה דבר אחד.

ד. חן: כמה קדנציות הוא היה?

ז. גושן: לא יודע.

א. איסנר: הוא היה שלוש קדנציות.

ש. אלבק: היה שתיים בכובע הקודם שלו.

ז. גושן: אנחנו נעשה לו מסיבת פרידה. הדבר השני זה היום בשעה שתיים וחצי ועדת שרים לענייני חקיקה, אישרה את הצעת החוק בעניין בית משפט כלכלי, אז עברנו עוד צעד משמעותי, ואנחנו מתקדמים הלאה לעבר הקריאה הראשונה וועדת חוקה חוק ומשפט. חברים תודה רבה לכם.

הישיבה ננעלה

זוהר גושן, יו"ר

רשמה: אריאלה איסנר