



רשות ניירות ערך

פרוטוקול משיבת רשות מספר 10-2018 שהתקיימה ביום א'

23.12.2018 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: ענת גואטה (יו"ר), אורי גרינברגר, תמים סעד, מיקי קהן, ברוך לוברט, האני חאג' יחיא, שלומית ברנע פרגו, ניצן שילון.

עובדי רשות: עודד שפירר, אמיר וסרמן, אופיר איל, רון עמיחי, חגי בן ארזה, אמיר בן מויאל, דורית קדוש, איציק שורקי, עידו טוויג, נתן הרשקוביץ, אסף ארז, גיא דביר, הדר הורן, רוני בקמן, אורית שרייבר, עדי לוי, רעות הרצליך, אמיר הלמר.

על סדר היום

1. תיקון רמות המינוף המותרות בתקנות זירות סוחר - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
2. תשקיפי רכש ייעודי ומדיניות השקעות - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
3. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007, בעניין הקלות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - אישור המליאה;

הדיון

1. תיקון רמות המינוף המותרות בתקנות זירות סוחר - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור

רקע

במסגרת תקנות ניירות ערך (זירת סוחר לחשבונו העצמי), התשע"ה - 2014, נקבעו רמות המינוף המרביות בהן ניתן לסחור בזירות הסוחר. רמת המינוף המרבית היא 1 ל-100 והיא תקפה לגבי מכשירים פיננסיים שערכם נגזר משערי חליפין של צמדי מטבעות, שהוגדרו בתקנות כמכשירים פיננסיים ברמת סיכון נמוכה. ביחס למכשירים פיננסיים ברמת סיכון בינונית, שערכם נגזר ממדדים מסוימים ואגרות חוב שמאפייניהם פורטו בתקנות, נקבעה רמת מינוף מרבית של 1 ל-40. כמו כן, הוגדרה בתקנות קטגוריה שיורית בה נכללים מכשירים פיננסיים שלא נכללו בקטגוריות הקודמות, כדוגמת מכשירים פיננסיים שערכם נגזר ממניות בודדות ומדדים, המסווגים כמכשירים פיננסיים ברמת סיכון גבוהה ושרמת המינוף המרבית בהם עומדת על 1 ל-20.

מלכתחילה, ביקשה הרשות במסגרת הליך החקיקה בשנת 2014, כי ועדת הכספים תאשר רמות מינוף נמוכות יותר מאלה שאושרו בסופו של דבר. כך, בין היתר, הוצע לקבוע לגבי עסקאות ברמת סיכון נמוכה כי רמת המינוף המרבית תעמוד על 1:25. נציגי זירות הסוחר התנגדו לרמות המינוף שהוצעו על ידי הרשות ונסמכו על כך שמדינות באיחוד האירופאי אינן מגבילות את מינוף המכשירים בזירות הסוחר כלל. נציגי זירות הסוחר הביעו חשש מנחיתות תחרותית ביחס לזירות הפועלות מחוץ לישראל שתוביל בסופו של דבר לזליגת לקוחות מישראל לזירות הפועלות מחוץ לישראל. בסופו של דבר נקבע ההסדר המפורט לעיל, במסגרתו נקבעו רמות מינוף הגבוהות משמעותית מרמות המינוף שהציעה הרשות.

מאז ועד היום חלו מספר תמורות משמעותיות בנושא, בראשן הגבלת רמות המינוף באירופה. באוגוסט 2018, נכנסה לתוקף החלטת רשות ניירות הערך האירופאית (ESMA) בנושא המינוף. ההחלטה התקבלה על ידי ESMA מכוח סמכות שהוענקה לה ברגולציה האירופאית המאפשרת לה להתערב בהצעה של מכשירים פיננסיים. בהחלטה נקבעו מספר מגבלות שיחולו על מסחר מול לקוחות קמעונאיים במכשירים פיננסיים מסוג חוזה הפרשים (Contract for difference), בראשן מגבלה על רמות המינוף. בהחלטה, קבעה ESMA רמות מינוף המשתנות בהתאם לנכס הבסיס של המכשיר הפיננסי. רמת המינוף המרבית נקבעה ביחס למכשירים פיננסיים הנגזרים מצמדי המטבעות העיקריים (Majors) והיא עומדת על 3.33% מהערך הנקוב

של עסקה. כלומר, מינוף של 1:30. לעניין מכשירים פיננסיים שערכם נגזר מנכסים אחרים, נקבעו מדרגות מינוף נמוכות יותר.

לאור האמור, רמות המינוף המרביות המותרות בישראל גבוהות משמעותית מרמות המינוף הקבועות במרבית המדינות המובילות בעולם. לפיכך מוצע לתקן את תקנה 4 בפרק ג' בתקנות ולקבוע רמות מינוף נמוכות יותר. רמות המינוף המוצעות הן: 1 ל-30 למכשירים פיננסיים המוגדרים כמכשירים ברמת סיכון נמוכה, 1 ל-20 למכשירים פיננסיים המוגדרים ברמת סיכון בינונית, ורמת מינוף של 1 ל-5 למכשירים פיננסיים שהוגדרו ברמת סיכון גבוהה. צוין כי הכוונה היא לקדם את התיקון בעדיפות גבוהה ולפיכך החלו שיחות על הנושא עם החברות המפוקחות.

דין

בתשובה לשאלת חבר הרשות מדוע דווקא האסדרה באיחוד האירופי היא האסדרה אליה אנו מעוניינים להשתוות ומדוע איננו מבקשים לקיים הבחנה בין מטבעות מיג'ור לבין שאר המטבעות לעניין המינוף כפי שנעשה באירופה ובארצות הברית, נאמר כי הטענה המרכזית של הזירות הייתה כי השוק האירופאי הוא זה שיהווה איום תחרותי לחברות המפוקחות, לאור היותו שוק פורקס מרכזי. בנוסף, חלק מהחברות המפוקחות על ידי הרשות משתייכות לגופים בינלאומיים שמרכזם באירופה, או פועלים באמצעות ספקי נזילות אירופאים ולכן השוואה למצב באירופה עשויה להקל על אימוץ התיקון. לעניין השאלה השנייה, צוין כי בחוק ניתנה לרשות סמכות לקבוע מהם המכשירים הפיננסיים בהם ניתן לסחור בזירות. במסגרת סמכות זו, נקבעו קריטריונים למטבעות שניתן לעשות בהם שימוש כנכס בסיס. כיום, רשימת המטבעות שעומדים בקריטריונים כוללת 20 מטבעות, כך שסגל הרשות לא רואה צורך לתיקון בנושא זה.

לשאלת חבר הרשות לגבי טענת התחרותיות של הזירות לאחר התיקון, אם וכאשר יאושר, הושב כי מניסיון שנצבר, לקוחות בישראל פונים לרוב לגופים הפועלים במדינות מובילות, בהן קיימת רגולציה פיננסית מפותחת וברת השוואה לזו שבישראל. לאחר השינוי, רמות המינוף בישראל יהיו באותו סדר גודל של רמות המינוף במדינות אלה ולכן בהיבט זה לא יהיה לגופים זרים יתרון תחרותי. יוצאת הדופן היא אוסטרליה, בה אין מגבלת מינוף, אך קיימות אינדיקציות כי גם בה יקבעו בתקופה הקרובה מגבלות דומות.

לשאלת חבר הרשות האם הנתון הנוגע לשיעור הלקוחות מפסידים ידוע לציבור, הושב כי בתקנות נקבע שהדוח העוסק בכך לא יהיה פומבי וניתן דיווח לרשות בלבד על-ידי הזירות לגבי שיעור הלקוחות המפסידים. חברת הרשות שאלה מדוע לא נכללה בהצעה לתיקון התקנות, בקשה לפרסום הנתון בפומבי. בתשובה נאמר כי הכוונה הייתה להתמקד בנושא הקטנת רמות המינוף הקבועות בתקנות.

לבקשת חברי המליאה, סוכם כי ייכלל במסגרת התיקון המוצע גם תיקון שיעסוק בפומביות שיעור הלקוחות המפסידים.

לשאלת חבר הרשות האם תיקון יביא לשינוי משמעותי ביחס למצב הקיים היום, נענה כי אכן מדובר בשינוי שעשוי לפגוע בכמות הלקוחות ועשוי לאתגר את החברות.

בהמשך לדיון תפורסם להערות הציבור הצעת תיקון תקנות זירות סוחר, ותיוסוף אליה הצעה לגילוי נתון שיעור הלקוחות המפסידים של הזירה.

2. תשקיפי רכש ייעודי ומדיניות השקעות - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור

רקע

על שולחן הרשות הונחו בעת האחרונה טיוטות תשקיף על-ידי שותפיות, חסרות פעילות עסקית או נכסים, המבקשות להנפיק ניירות ערך לא סחירים לציבור מבלי לקבוע במועד ההנפקה שימוש ייעודי לכספי ההנפקה. הדיון בעניין זה, וההצעה לפעול לתיקון חקיקה במסגרתו תתווסף הסמכה בחוק ניירות ערך לקביעת תנאים לביצוע הנפקות כאמור, הם בהמשך לדיון במליאה הקודמת. הוסבר כי בשל מגבלות הקבועות בתקנון הבורסה על רישום למסחר של יחידות השתתפות של שותפיות מוגבלות וכן דרישה לוותק פעילות של 12 חודשים עובר למועד ההנפקה – ניירות הערך לא צפויים להירשם למסחר בבורסה, ועל כן ניתן לצפות להיעדר נכונות של משקיעים מוסדיים להשתתף בהנפקות אלו. השותפיות פונות בעיקר לציבור משקיעי ריטייל, המוגבלים ביכולתם לאמוד את הסיכונים הכרוכים בהשקעות מסוג זה, ומשכך גובר הצורך בקביעת תנאים שיאפשרו הגנה על ציבור משקיעים זה. כן צוין כי תשקיפים אלו דומים במהותם לתשקיפי Blank Check בארה"ב ול"חברות הבועה" שפעלו בעבר בישראל, כאשר גם בארה"ב וגם באירופה לא נאסרו הנפקות אלו אך הן הוגבלו בצורה משמעותית. בישיבת המליאה הקודמת נדונו הצעות שונות לגבי כללים אפשריים מבלי שהתקבלה החלטה לגביהם, אך הוסכם כי יש לפעול בתחום. לאחר דיונים נוספים מוצע לפעול לתיקון חקיקה שמטרתו להקנות לרשות סמכות לקבוע תחת אלו כללים תתאפשר הנפקה לציבור וגיוס באמצעות תשקיפים מסוג זה.

דיון

חבר מליאה שאל האם ההסמכה הכללית האמורה תאפשר לרשות למנוע לחלוטין הנפקה באמצעות תשקיפים מסוג זה. במענה הובהר כי אין כוונה למנוע לחלוטין תשקיפים אלו, אלא לייצר תנאים באמצעותם נוכל לתת להם היתר מבלי לחשוש מגיוס Blank Check לא סחיר

שבמסגרתו לא ידוע מי הגורמים המגייסים ולאילו מטרה ישמשו כספי ההנפקה. כן הובהר כי האפשרות לקבוע תנאים בנוגע להנפקות אלו נראית נכונה יותר מאשר לאסור אותן לחלוטין. לאחר תיקון החקיקה, ניתן יהיה לפעול על-מנת לקבוע את התנאים עצמם. לדוגמא, תנאים הנוגעים לאופן החזקת הכספים והחזר הכספים אם לא מתבצעת השקעה. כללים אלו יהיו גמישים באופן יחסי ויותאמו לתופעות ולמאפיינים שתזוהו הרשות במהלך הדרך. מדובר באסדרה דומה מאוד לזו שנקבעה בארה"ב.

חבר מליאה שאל האם הסמכה מסוג זה מצריכה שינוי במקביל של תקנון הבורסה, על-מנת שלא להטות את החברות להנפקה באמצעות תשקיפי מדיניות על פני הנפקה של תאגידי רכש ייעודי בבורסה. במענה הובהר כי בשל דרישת וותק הפעילות בתקנון בורסה, קשה לחברות לבצע הנפקות מסוג זה בבורסה כיום. אפשר יהיה לבחון בעתיד מהם התנאים המתאימים להנפקה בבורסה ומהם התנאים המתאימים להנפקה מחוץ לבורסה. כן צוין כי הגופים המדוברים מעוניינים לרוב להתאגד כשותפויות על-מנת למנוע דילול שלהם, ותקנון הבורסה מאפשר הנפקה באופן זה לשני ענפים בלבד.

חבר מליאה שאל האם תיקון החקיקה יאפשר למנוע גיוסים באמצעות תשקיפי מדף, אם הדבר יידרש. כמו כן ביקש לדעת האם במסגרת הכללים שיקבעו יינתן מענה לנושא משיכת דמי ניהול לפני ביצוע ההשקעה, לדרישת השתתפות בהשקעה על-ידי היזם ולמגבלות על אחזקותיו. במענה הובהר כי תיקון החקיקה המוצע ינוסח באופן רחב יחסית כך שיעניק לרשות סמכות לקבוע כללים להנפקות האמורות, ובמסגרתו יפורטו גם מספר דוגמאות לכללים אפשריים. איסור על גיוס מדף, קביעת תנאים לעניין משיכת דמי הניהול ומגבלות על אחזקות היזם הם אכן דוגמאות לכללים אפשריים. יחד עם זאת, הודגש כי קביעת הכללים לגופם תעשה רק בשלב מאוחר יותר ולאחר קבלת ההסמכה האמורה. הכללים המוצעים יובאו לדיון ואישור המליאה בהמשך.

חבר מליאה שאל מהי ההצדקה לתיקון חקיקה במתווה המוצע. במענה הוסבר כי ההצעה גובשה בהתחשב בסיכונים המשמעותיים לציבור המשקיעים הכרוכים בהנפקות מסוג זה, וכן בהתחשב בכך שזו אסדרה הדומה במהותה לזו שנקטה גם במדינות אחרות בעולם. למרות שמדובר בחריגה מדוקטרינת הגילוי הנאות הקלאסית, לפיה הרשות מתמקדת בעיקר בהיבט הגילוי, במקרה הנוכחי יש הצדקה להתערבות במישורים נוספים.

חברי המליאה עודכנו בדבר נוסח התיקון המוצע והוא יפורסם להערות ציבור. לאחר קבלת הערות הציבור וביצוע שינויים בנוסח התיקון, ככל שידרשו, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של הצעת התיקון.

3. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007, בעניין הקלות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - אישור המליאה

רקע

במליאת יוני 2018 אישרה מליאת הרשות לקדם הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007, (להלן - "תקנות אופן הצעה לציבור") בעניין הצעה לא אחידה והצעה אחידה עם מחיר מרבי.

לאחר אישור המליאה, בין היתר לאור הערות שהתקבלו, קיים סגל הרשות בחינה נוספת ביחס לתיקון האמור, ובעקבותיה מוצע לערוך שינוי בתיקון האמור, וזאת ביחס למגבלה הכמותית על הצעה לא אחידה, כפי שיפורט להלן. נוכח שינוי זה, מבקש סגל הרשות לאשר את הנוסח המעודכן של הצעת התיקון.

כלל היסוד בדבר אופן הצעת ניירות ערך לציבור מעוגן בסעיף 17ג(א) לחוק ניירות ערך, הקובע כי הצעת ניירות ערך תיעשה בתנאים ובדרך השווים לכל, אך מקנה לשר האוצר סמכות לקבוע תנאים ונסיבות בהן יהיה מותר לבצע הצעה לא אחידה. התקנות שבנדון קובעות את התנאים בהן יתאפשר לבצע הצעה לא אחידה, שתאפשר שיקול דעת בבחירת הרוכשים ובכמות שתירכש על ידי כל אחד מהם (הצעה בדרך של בניית ספר "book building"). כיום, לא נעשה שימוש בדרך זו, בעיקר בשל דרישות החוק הנלוות לדרך זו. בהצעת התיקון שאושרה על ידי המליאה, הוצע לבטל את חובת קבלת ההחתיבות החיתומית המהווה ככל הנראה מכשול בפני השימוש בשיטה זו, תוך קביעת מגבלות כמותיות לסך ניירות הערך שיוקצו בהצעה לא אחידה, כנגזרת של היקף ההנפקה.

במסגרת דיונים שקיים סגל הרשות, התגבשה ההכרה בכך שפתיחת האפשרות להצעה לא אחידה בשיעורים ניכרים עשויה לפגוע בצורה משמעותית בשחקנים הקטנים בשוק הראשוני – בעיקר מנהלי הקרנות הקטנים. מכיוון שבהיבט טובת השוק ישנה עדיפות לפיזור ניירות הערך חלף ריכוזם בין הגופים המוסדיים הגדולים, נראה כי זו פגיעה שיש להימנע ממנה.

משכך, מציע סגל הרשות כי חלף המגבלות הכמותיות האמורות לעיל, יוגבל חלק ההצעה הלא אחידה ל-40% משווי ההנפקה, ללא קשר לגודלה, למעט בעת הנפקה ראשונה לציבור בבורסה בחו"ל ובבורסה בישראל, באותה העת. הסיבה לכך נעוצה בכך שמגבלות על כמות ההצעה הלא אחידה אינן אפקטיביות כאשר הבורסה בחו"ל בה מתבצעת ההנפקה המקבילה מאפשרת הצעה מסוג זה. המגבלות שיוטלו יובילו להנפקת חלק גדול יותר של ניירות הערך בחו"ל, תוך מתן אפשרות ל"העברתן" לישראל ועקיפת המגבלה. נוסף על כך, בכדי למנוע את עקיפת

המגבלה באמצעות הנפקה של כמות זניחה של ניירות ערך בבורסה בחו"ל, ניתן יהיה להטיל מגבלות באמצעות שימוש בסעיף 35כט(א) לחוק, שמסמיך את הרשות לפטור מציע מהוראות גילוי בתשקיף, ומאפשר להתנות פטור זה בתנאים.

דין

לשאלת חבר המליאה הוסבר שמגבלת 40% נקבעה כדי לשמר את מרבית ההנפקה בידי הציבור, תוך עידוד השתתפות של מעט גופים מוסדיים גדולים, שללא הקצאה מראש לא ישתתפו בהנפקה. לשאלה נוספת של חבר המליאה האם שיעור זה מתיישב עם המצב בעולם, הוסבר ההבדל בין שיטת ההצעה האחידה המקובלת בישראל ובין שיטת ההצעה הלא אחידה המקובלת בעולם, הנעשית בדרך של בניית ספר (בוק בילדינג). בשנת 2007, במסגרת הרפורמה בחיתום ובשיטת ההצעה לציבור, הוחלט לאפשר חריג של הצעה לא אחידה גם בישראל, אך לא נעשה בה שימוש רב מאז. במשך הזמן הוסרו מגבלות על הצעה לא אחידה, וכיום המגבלה העיקרית היא חובת החיתום שאינה קיימת בהצעה האחידה. הכוונה היא להידמות יותר לעולם, אולם מנגד החשש הוא כי השוק הישראלי ריכוזי וקטן יותר, ואימוץ מלא של שיטת ההצעה הלא אחידה, ללא מגבלות, יוביל להדרת שחקנים קטנים משוק ההנפקות. לכן ההצעה היא לאמץ שיעור של 40% שיאפשר מצד אחד כניסה של שניים-שלושה משקיעי עוגן גדולים להנפקה, שישתלם להם להשקיע מאמצים רבים בבחינת ההנפקה ותמחור שלה. כיום הדבר אינו כדאי לעיתים כי הם עלולים לקבל רק שבריר מההנפקה. מצד שני שיעור של \$40 יאפשר לשאר המשקיעים לרכוש חלק משמעותי מההנפקה. התוצאה אינה דומה לשיטת ההצעה הלא אחידה המקובלת בחו"ל, שם ניתן למכור את כל הכמות למשקיעים בבוק בילדינג, אך כך נמנע החשש הרלבנטי יותר לשוק המקומי.

חבר מליאה שאל אם אין מקום להבחין בין הנפקות גדולות והנפקות קטנות. בתשובה נאמר כי ניתן כמובן לעשות וריאציות ושכלולים למנגנון, אך כעת מדובר בהוראת שעה ל-3 שנים כך שנכון יותר להתחיל במנגנון פשוט.

החלטה: הוחלט לקדם את התיקון בנוסחו המעודכן.