



רשות ניירות ערך

פרוטוקול משיבת רשות מספר 3-2018 שהתקיימה ביום ג'

24.4.2018 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), תמים סעד, ברוך לוברט, מיקי קהן, שלומית ברנע פרגו, פנינה גיא, האני חאג' יחיא, ניצן שילון.

עובדי רשות: עודד שפירר, אופיר איל, שרה קנדלר, גיתית גור גרשגורן, חגי בן ארזה, אמיר הלמר, אילן ציוני, איציק שורקי, שרון אופיר שטרית, איציק זקן, לימור אופז רצון, עדי לוי שיינדינגר, דורית גילת, רון עמיחי, יעל תנחומא, אסף ארז, עידו טוויג, דודו לביא.

על סדר היום

1. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000 והתוספת החמישית לחוק ניירות ערך בעניין הפקדת ניירות ערך חסומים בידי נאמן - עדכון המליאה לאחר פרסום להערות הציבור;
2. שינוי אופן החתימה של מסמכים בחוק ניירות ערך - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
3. תיקון ההוראה למנהלי קרנות נאמנות וחברות בעלות רישיון לניהול תיקי השקעות בדבר מסירת מידע לרשות לזיהוי פעילות המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 - לאישור המליאה לאחר הערות הציבור;
4. הצעה להתקנת כללים להסדרת קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח של הנפקה ראשונית - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור.

הדיון

1. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000 והתוספת החמישית לחוק ניירות ערך בעניין הפקדת ניירות ערך חסומים בידי נאמן - עדכון המליאה לאחר פרסום להערות הציבור.

רקע

במליאת הרשות מיום 31 בדצמבר 2017 הוחלט לפרסם להערות הציבור הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק) והתוספת החמישית לחוק ניירות ערך, בעניין הפקדת ניירות ערך חסומים בידי נאמן. במליאה הנוכחית מובאת ההצעה לאישור לצורך התקדמות בהליך החקיקה לאחר ביצוע מספר תיקונים שנבעו בעקבות הערות ציבור שהתקבלו.

סעיף 15ג לחוק ניירות ערך מחיל מגבלות מסוימות על מכירת ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה, וזאת ביחס לניירות ערך אשר הוקצו בפטור מתשקיף (הקצאות פרטיות). מגבלות אלו קבועות בתקנה 5 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), וכוללות איסור מוחלט על מכירת ניירות הערך האמורים בבורסה למשך תקופה של 6 חודשים ("תקופת החסימה המוחלטת"), ולאחריה חלות מגבלות על הכמות שניתן למכור בבורסה למשך תקופה נוספת של 6 רבעונים עוקבים (להלן: "תקופת הטפטוף", וביחד - "כללי החסימה" ו-"תקופות החסימה", בהתאמה). מטרתם של כללי החסימה היא בראש ובראשונה למנוע הצעת ניירות ערך לציבור במסלול עוקף תשקיף, קרי ביצוע הצעה פרטית בפטור מתשקיף ובסמוך לאחר מכן מכירת ניירות הערך שהוקצו להם במסגרת המסחר בבורסה. לצד זאת, נועדו כללי החסימה להגן על ציבור המשקיעים, מפני החשש לשימוש במידע פנים סמוך לאחר ההצעה הפרטית, בידי הניצע אשר היה באינטראקציה ישירה עם החברה ונושאי המשרה בה במסגרת הליכי ההצעה הפרטית. לבסוף נועדו כללים אלה למנוע את החשש למכירה מיידית בבורסה של ניירות הערך שהוקצו בהצעה הפרטית, באופן המציף את השוק ב"סחורה" ומוביל לירידה בשער הנייר.

לפי סעיף 15ג לחוק, כללי החסימה אינם פרסונליים אלא חלים על נייר הערך עצמו לאורך כל תקופות החסימה, וזאת גם אם נייר הערך "החליף ידדים" במהלך תקופות אלו. המשמעות היא שכללי החסימה חלים גם על מי שרכש את ניירות הערך מהניצע בהצעה הפרטית במסגרת עסקה מחוץ לבורסה. נכון להיום, לא מעוגנים בהוראות החוק או התקנות מנגנונים למניעת מכירה של ניירות ערך חסומים בבורסה במהלך תקופות החסימה, ולא קיימים אמצעים

המאפשרים לרשות ניירות ערך או לבורסה לבצע ניטור של ניירות ערך חסומים. אי לכך, נוצר קושי ממשי לעקוב אחרי יישום כללי החסימה. הערות בעניין זה ניתנו במסגרת שתי החלטות של מותב האכיפה המנהלית. על רקע זה, ועל מנת להגשים את תכליות כללי החסימה, פרסם סגל הרשות בחודש ינואר 2017 עמדת סגל משפטית 14-199 לפיה ראוי כי תאגיד מדווח המציע ניירות ערך במסגרת הצעה פרטית, ימנה נאמן שבידיו יופקדו ניירות הערך למשך כל תקופת החסימה, בהתאם לעקרונות אשר הותוו בעמדת הסגל. במסגרת תיקון התקנות הוצע לעגן בחקיקה את עיקרי עמדת הסגל.

על-פי התיקון, ניירות ערך המוקצים בהצעה פרטית יופקדו על-ידי התאגיד המנפיק אצל נאמן למשך כל תקופת החסימה, וזאת בתנאים אשר יבטיחו במידה מספקת את קיום כללי החסימה. הוצע לקבוע כי הסדר הנאמנות ימשיך לחול גם לאחר מכירת ניירות הערך החסומים בתקופת החסימה עד לסיומה, ללא קשר לזהות רוכש ניירות הערך החסומים. מוצע כי הסדר הנאמנות יחול גם ביחס לניירות ערך הנובעים ממימוש או המרה של ניירות ערך חסומים.

בהיבט כשירות הנאמן לצורכי ההסדר, הוצע לקבוע כי ניתן למנות כנאמן, כל אחד מאלו: חברה לנאמנות שבנק או חבר בורסה הוא החברה האם שלה או החברה האחות שלה; עורך דין או חברה לנאמנות של עורכי דין; רואה חשבון או חברה לנאמנות של רואה חשבון; חברה אשר אושרה על ידי יושב ראש הרשות לשמש כנאמן לפי סעיף 9 לחוק השקעות משותפות בנאמנות או חברה אשר אושרה על ידי פקיד השומה לשמש כנאמן על פי סעיף 3(א)(1) לכללי מס הכנסה (הקלות מס בהקצאת מניות לעובדים), תשס"ג – 2003; נאמן הרשום במרשם הנאמנים לפי סעיף 1ג35 לחוק. (אפשרות זו אינה אפשרית בשלב זה. ניתן יהיה להתקשר עם נאמן כאמור לצורך ההסדר המוצע במסמך זה, לאחר שהליך חקיקת תקנות ניירות ערך (נאמנים למחזיקים בתעודות התחייבות), התשע"ח-2018 יסתיים והן יכנסו לתוקף).

לאור הערות הציבור מוצע להרחיב את הרשימה של הכשירים לשמש כנאמנים ולכלול בה גם חברי בורסה, המשמשים במקרים רבים כרכזי הנפקה בהנפקות ניירות ערך לציבור. באופן דומה, מוצע על ידי סגל הרשות להוסיף לרשימה גם חברת רישומים. כיוון שהסדר הנאמנות נועד רק לשם קיום הוראות החסימה, לא ייראו בנאמן להסדר זה כ"בעל עניין" בהתאם לסעיף 1 לחוק ניירות ערך.

עוד מוצע לקבוע כי החברה לא תחויב להפקיד בנאמנות ניירות ערך שהוקצו בהצעה פרטית לניצע שהוא משקיע מוסדי, ובכלל זה קרן השקעות משותפות בנאמנות, קופת גמל, חברת ביטוח או תאגיד בנקאי, חבר בורסה הרוכש בעבור עצמו, חתם הרוכש בעבור עצמו, ומנהל תיקים הרוכש בעבור כל אחד מאלה, ובלבד שהמשקיע המוסדי יבטיח את קיום מגבלות החסימה. חריג זה נשען על ההנחה כי למשקיעים מוסדיים קיימים מנגנונים אפקטיביים אחרים למניעת מכירה חוזרת של ניירות ערך בבורסה. עם זאת, נקבע כי במקרה שבו לאחר ההצעה

הפרטית מוכר המשקיע המוסדי מחוץ לבורסה את ניירות הערך לצד ג' שאינו משקיע מוסדי – המשקיע המוסדי המוכר יחויב להפקיד את ניירות הערך אצל הנאמן עמו התקשרה החברה במועד ההצעה המקורית, וזאת ככל שמונה נאמן כאמור על ידי החברה.

עוד מוצע לתקן את התוספת החמישית לחוק ולקבוע כי הפרה של הסדר הנאמנות תהא חשופה לסנקציה של עיצום כספי, וזאת הן ביחס לחובת התאגיד המנפיק להפקיד את ניירות הערך החסומים אצל נאמן, והן ביחס לחובת הנאמן לפעול בהתאם לתנאי הנאמנות.

דין

לשאלת חבר המליאה לגבי הדרך בה התגלה שקיימת בעיה של גלישת ניירות ערך חסומים לבורסה הוסבר כי הדבר התגלה על ידי רפרנטים שבחנו את מצב ההון המדווח של החברה והן באמצעות מידע מיחידת בקרת המסחר ברשות. לעניין יישום הערות הציבור שהתקבלו הוסבר כי הוחלט להרחיב את רשימת הגורמים היכולים לשמש כנאמנים כך שתכלול גם חברות לרישומים וגם חברי בורסה.

לשאלת חבר המליאה על מה מתבססת ההנחה, שהמנגנונים כל כך אפקטיביים לגבי המוסדיים נאמר שההנחה היא שגורמים מפוקחים צריכים לקבל רישיון מהגורם המפקח והם בדרך כלל גם כפופים לכללי fit and proper, ולכן יש להם, מלבד היכולת לבצע את המעקב, גם את התמריצים המתאימים כדי שהם לא יהיו במצב של הפרת חוק. לאור זאת הוסבר שסגל הרשות מצא לנכון להחריגם מהצורך להפקיד את ניירות ערך במסגרת הסדר הנאמנות.

במסגרת הדיון עלתה שאלת האכיפה כנגד המוסדיים שמוחרגים מההסדר ככל שהם ימכרו מניות חסומות בבורסה. בתשובה הוסבר כי אין פגיעה ביכולת האכיפה בגין המכירה עצמה היות והפקדת ניירות הערך אצל נאמן אינה מסירה את החובה הבסיסית לפיה אסור למכור את ניירות הערך החסומים. צוין כי מתווספת כעת אכיפה על הפרת המנגנון עצמו מקום שהיה נדרש להפקיד את ניירות הערך ואלו לא הופקדו אבל מעל לכך חולש הכלל שאסור למכור מניות חסומות.

שאלה נוספת שנשאלה הייתה איך הרשות תדע אם מוסדי מחזיק מניות חסומות ומוכר אותם באופן פרטי, לא לציבור. בתשובה נאמר כי הסדר הנאמנות הוא הסדר שבא להבטיח שמתקיים הכלל המהותי, והרשות אינה מפקחת עליו במובן האקטיבי שאנחנו רוצים שכל מכירת ניירות ערך תדווח לרשות. הדיווח יעשה לציבור רק אם זה עולה כדי שינוי באחזקות בעלי עניין.

עלתה שאלה האם לא היה מקום ליצור חובת דיווח מיידית לציבור של מכירת מניות חסומות ולייתר בכך את מנגנון הנאמנות. במענה לכך נאמר שחובה כזו מרחיבה שלא לצורך את חובות הגילוי על אחזקות בעלי מניות שאינם בעלי עניין שכן היא עלולה לחשוף גורמים המחזיקים

במעט מניות רק בשל היותן חסומות. צוין כי ההסדר המוצע מאפשר את ההגנה על היות המניות חסומות בלי לפגוע בהסדרים הרלוונטיים של גילוי של מי שמחזיק בניירות הערך. החלטה: חברי המליאה אישרו את נוסח טיוטת התקנות לשם קידום הליך החקיקה בעניינן.

2. שינוי אופן החתימה של מסמכים בחוק ניירות ערך - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור.

רקע

רשות ניירות ערך מפעילה מספר מערכות טכנולוגיות, אשר במסגרתן נדרשת חתימה אלקטרונית על מסמכים, כגון מערכת מגנא, מערכת יעל ומערכת ההצבעה האלקטרונית. מסמכים אלו צריכים להיחתם בחתימה אלקטרונית מאושרת, כמשמעותה בחוק חתימה אלקטרונית, התשס"א-2001. חתימה מאושרת הינה חתימה המתבצעת באמצעות תעודה אלקטרונית המונפקת על ידי גורם מאשר חיצוני.

החייב בשימוש בחתימה מאושרת כרוך בעלויות לא מבוטלות ובתהליכים מורכבים. כך, גורמים מדווחים מחויבים לפנות לגורם מאשר, לשאת בתשלום שנגבה על ידו, ולבצע מולו תהליך הזדהות על בסיס שתי תעודות רשמיות של כל נושא משרה האחראי על תהליך הדיווח. תוקף התעודה הוא שנים בודדות, כך שתהליך זה חוזר על עצמו מדי תקופה זו.

נוסף על כך, המחויבות לחתימה המאושרת יוצרת תלות של הרשות ושל הגורמים המפוקחים על ידה בגורם המאשר, שהינו חברה חיצונית. בשל העובדה שבשוק זה קיימות רק שתי חברות, קיימת סכנה ממשית של הפסקת פעילות של הגורם המאשר, דבר שלא יאפשר את המשך פעילות מערכות הרשות.

לכך יש להוסיף כי בזמן שחלף מיום חקיקת חוק חתימה אלקטרונית בשנת 2001 התרחשו מספר שינויים טכנולוגיים אשר יצרו קושי נוסף בשימוש בחתימה המאושרת. כך לדוגמה נפוצים בשוק התקנים שאינם מכילים שקעי USB ואינם בעלי מערכת הפעלה שמאפשרת אחסנה של תעודה אלקטרונית והתקנה של רכיבי תוכנה מתאימים לצורך כך, כגון טלפונים חכמים, מחשבי לוח (טאבלט) או מחשבים ניידים מסוימים. בשל כך, לא ניתן לחתום על מסמכים באמצעות התקנים אלו. מגמה זו עתידה להחריף בעתיד, כאשר עולם מערכות ההפעלה הולך ומאבד את האפשרות הטכנית של ביצוע חתימות באמצעות תעודה אלקטרונית, גם משיקולי אבטחה.

מנגד, התפתחויות טכנולוגיות אחרות מאפשרות שימוש באמצעים אחרים, המעניקים וודאות בדבר זיהויו של החותם, ואינם מחייבים תלות בגורם מאשר חיצוני או בתעודה אלקטרונית המאוחסנת על גבי אסימון. מערכות אלו מתבססות על שימוש בסיסמא חד פעמית (One Time

אשר נשלחת לטלפון הנייד של החותם, ובאמצעותה מתבצע אימות וחתימה (Password = OTP) באמצעות שרת מרוחק. מערכות מעין זו מקובלות בעולם לשם אימות זהות וגישה למאגרי מידע ואתרים שונים.

תיקון שנערך לאחרונה בחוק חתימה אלקטרונית פותח את האפשרות לבצע תיקון מקביל בחוק ני"ע, ולעבור מחתימה מאושרת לחתימה אלקטרונית שאינה מאושרת ובכך יימנעו הסיכונים והעלויות המפורטים לעיל, ויתאפשר השימוש במערכות הרשות גם בהתקנים אחרים. בהמשך לתיקון זה הרשות תפעל לתיקון תקנות וכללים בהם תפורט המערכת החלופית.

נוסח התיקון יפורסם להערות הציבור, ויועלה לאישור המליאה לאחר דיון בהערות אם יתקבלו.

דיון

במענה לשאלת חבר המליאה נאמר כי הסיסמא המונפקת במערכת היא חד פעמית, בדומה למערכת המופעלת אצל גורמים אחרים כגון חברות ביטוח ובנקים. הודגש כי רמת האבטחה של המערכת החלופית לא נופלת מזו של המערכת הקיימת כיום ומבוססת על תעודה אלקטרונית.

3. תיקון ההוראה למנהלי קרנות נאמנות וחברות בעלות רישיון לניהול תיקי השקעות בדבר מסירת מידע לרשות לזיהוי פעילות המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 - לאישור המליאה לאחר הערות הציבור.

רקע

חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017 פורסם ברשומות באוגוסט 2017 (להלן – תיקון קרנות הסל). במסגרת תיקון קרנות הסל, תעודות הסל, שהן למעשה מוצר של ניהול כספי אחרים במהותו, יהפכו לקרנות נאמנות, ככלל מסוג קרנות סל, ויוסדרו תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות באופן מפורט, מחייב.

בעקבות תיקון קרנות הסל, נדרש, בין היתר, תיקון להוראה בדבר מסירת מידע לרשות לזיהוי פעילות מסחר בבורסה לניירות ערך על ידי מנהלי קרנות וחברות לניהול תיקים (להלן – הוראת חשבונות מוצפנים). תיקון ההוראה נדרש נוכח מאפייני מכשיר קרן הסל. סגל הרשות שב המליאה לקבלת אישור סופי של נוסח ההוראה לאחר הליך הערות ציבור.

הוראת חשבונות מוצפנים פורסמה בנובמבר 2015 ולמעשה הסדירה חובות גילוי שהיו קיימות מכח חוזרים שונים על מנהלי קרנות וחברות לניהול תיקים.

ההוראה מסדירה חובת דיווח שוטף אודות מספרי חשבונות מוצפנים (להלן – המספרים המוצפנים). החשבונות לגביהם נדרש מנהל קרן לדווח הינם חשבונות הקרנות וחשבונות הנוסטרו בהם מבוצעת פעילות בניירות ערך בבורסה בישראל. המספרים המוצפנים נקלטים במערכות הרשות ומשמשים את הרשות לצורכי פעילות הפיקוח השוטף שלה. מדובר בכלי פיקוחי מאוד חשוב מנקודת המבט של הרשות. הוראת חשבונות מוצפנים מבטיחה שהרשות תקבל את המספרים המוצפנים גם באופן שוטף, וגם שהנתונים שיהיו בידה יהיו בכל עת הנתונים העדכניים ביותר והכל על מנת שהפיקוח יהא אפקטיבי.

מנהלי תעודות הסל נדרשים כבר כיום בדיווח אודות המספרים המוצפנים של חשבונות פעילות תעודות הסל וחשבונות הנוסטרו וזאת מכח חוזר נפרד לפי סמכות דרישת מידע בהתאם, גם היום קיימים בידי הרשות הנתונים הנדרשים לצורך פעילות הפיקוח שלה על פעילות תעודות הסל במסחר. מאחר וכיום פעילות עשיית השוק בתעודות הסל מבוצעת בחשבונות התעודות, מתקבלים בידי הרשות גם נתונים אודות פעילות בניירות ערך במסחר המבוצעת אגב פעילות עשיית השוק.

במסגרת תיקון קרנות הסל מנהלי תעודות הסל עתידים כאמור להפוך למנהלי קרנות. בהתאם, הוראת חשבונות מוצפנים אשר נקבעה מכח סעיף 97 לחוק הקרנות עתידה לחול גם עליהם. נוכח האמור, על פניו לא נדרש היה לתקן את הוראת חשבונות מוצפנים. יחד עם זאת, תיקון כאמור נדרש בעקבות השינוי במודל עשיית השוק הקיים ועל מנת לשמר את המצב הקיים בכל הנוגע לנתונים המתקבלים לצורך פעילות הפיקוח של הרשות. במסגרת תיקון קרנות הסל פעילות עשיית השוק תהא לפעילות נפרדת מזו של ניהול הקרנות. עשיית השוק תבצע על ידי חברה נפרדת ממנהל הקרן. מודל עשיית שוק כאמור הוא המודל הרצוי, המצמצם את ניגוד העניינים המובנה הקיים במודל עשית השוק הנוכחי. מעבר לכך, זהו המודל המקובל בעולם. עושה השוק עתיד אומנם להיות חברה קשורה אך לא חברת בת.

בהתאם, נדרשת הרשות לתקן את הוראת חשבונות מוצפנים ולהוסיף חובת דיווח אודות המספרים המוצפנים של חשבונות עשיית השוק לרבות חשבונות הנוסטרו של עושה השוק.

דיון

חבר המליאה ביקש להתייחס להערת הציבור שהתקבלה בכל הנוגע לחוסר הסבירות בהשתתפות הדיווח על מנהל הקרן. במענה הוסבר שהערת הציבור המרכזית, אם לא היחידה, שהתקבלה נגעה לעצם הטלת חובת הדיווח על מנהל הקרן ולא על עושה השוק. החשש שהוצף הוא שמנהל הקרן יהא חשוף לפעילות אכיפה מצד הרשות בעוד המידע שהוא נדרש להעבירו בהתאם להוראה כלל לא נמצא בידי ואין לו שליטה עליו (שכן פעילות עשיית השוק מבוצעת

על ידי חברה נפרדת). בעקבות ההערה שהתקבלה, ערכנו תיקון להוראה שלעמדת הסגל מסיר את החשש שהוצג.

לעמדת הסגל השתת חובת הדיווח על מנהל הקרן חלף עושה השוק שעתידי כאמור להיות חברה אחות לחברת ניהול הקרנות, יש בה כדי להקל על בתי ההשקעות. מנהל הקרן מהווה כיום ישות מדווחת. על מנת להפוך גם את עושה השוק לישות מדווחת, ההליך כרוך בעלויות לא מבוטלות. מאחר והמהלך של תיקון קרנות הסל כורך בחובו לא מעט עלויות על בתי ההשקעות שהמנהלים ומנפיקי תעודות הסל נמנים עליהם, נכון יהיה בעניין זה להקל ולא לייצר מעמסה כספית נוספת.

בהמשך להערה שהתקבלה, נערך תיקון להוראה שעניינו צמצום החשיפה של מנהל הקרן, שכן מנהל הקרן יידרש רק לדווח על המידע כפי שדווח לו על ידי עושה השוק. הציפיה ממנהל הקרן היא כדלקמן – בהסכם ההתקשרות עם עושה שוק תיכלל הוראה המחייבת את עושה השוק לדווח למנהל הקרן באופן שוטף אודות המספרים המוצפנים של החשבונות באמצעותם הוא מבצע פעילות במסחר לרבות חשבונות הנוסטרו; ייקבע בהסכם עם עושה השוק כי אי קיום ההוראה בהסכם בעניין דיווח אודות המספרים המוצפנים, ייחשב כהפרה יסודית של ההסכם ויוביל לסיומו; מנהל הקרן נדרש לבצע בקרות סבירות, על מנת לוודא שאכן עושה השוק עומד בחובה שלו; מנהל הקרן מעביר את המידע המצוי בידיעתו. חבר המליאה ביקש לדעת האם נוכל לוודא שהמידע אכן נמצא "בידיעתו". במענה הובהר כי ניתן יהא לעשות כן במסגרת פעילות הפיקוח שלנו והבקרות שאנו עורכים על מנהלי הקרנות. כך לדוגמא נוכל לברר האם מנהל הקרן מבצע בקרות סבירות על כך שעושה השוק מעביר לו את המידע הדרוש.

חבר המליאה ביקש לוודא שאין חשש שבעצם השתת חובת הדיווח על מנהל הקרן והבקרות שהוא נדרש לבצע על מנת שהמידע יהא בידו, ההפרדה שאנחנו רוצים שתהיה בין עושה השוק לבין מנהל הקרן תיפגע, ומנהל הקרן יהא חשוף למידע שהוא לא אמור להיות חשוף אליו. במענה, הובהר כי מדובר במידע מאוד ספציפי ונקודתי. הוסף שמדובר במידע טכני בלבד. מערכת ה-BI, בנויה על הנתונים האלה על מנת שבמידת הצורך יוכלו לזהות את הגוף הספציפי העומד מאחורי פעילות בעייתית במסחר. זה לא מידע שקשור לניהול האופרציה ולאופן ביצוע עשיית השוק. עוד הוסף, כי מדובר במידע שאין למנהל הקרן יכולת לנצל אותו לטובתו שכן הוא לא מאפשר לו לראות בכלל את הנתונים בחשבון. רק הרשות יכולה לעשות שימוש במספרים המוצפנים.

סגל הרשות מבקש לקבל את אישור המליאה לנוסח ההוראה הסופי (מובהר כי ההוראה העדכנית תיכנס לתוקף אך ורק עם כניסתו לתוקף של תיקון קרנות הסל).

החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את תיקון ההוראה.

4. הצעה להתקנת כללים להסדרת קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח של הנפקה ראשונית - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור.

רקע

בהמשך להמלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח שפורסמו בחודש ינואר 2014, וכחלק מיישום מתווה ההקלות ברגולציה, תוקן חוק הייעוץ באופן שיאפשר לגופים המפרסמים עבודת אנליזה לקבל תמורה מהחברות המסוקרות על ידם, ובלבד שיובטח, בין היתר כי התמורה מתקבלת באופן שבו יצומצם החשש שקבלתה תשפיע על עבודת הניתוח. על פי התיקון, שנערך באמצעות הוספת סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ, הרשות רשאית להתיר, בנסיבות מיוחדות קבלת טובת הנאה בעד עבודת ניתוח. לעניין זה, קובע הסעיף האמור כי נסיבות מיוחדות, יהיו בין היתר מקרים בהם עבודת הניתוח דורשת מומחיות מיוחדת ו/או מקרים בהם עבודת הניתוח מתייחסת לתחום בו היא עשויה לתרום לפיתוח המסחר בבורסה.

מכוח סמכותה כאמור, פרסמה הרשות את כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), התשע"ד - 2014 (להלן: "כללי התגמול"), המסדירים מנגנון קבלת תמורה עבור אנליזה במסגרת תוכנית לסיקור חברות ציבוריות בתיווך הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "תוכנית הבורסה" ו"הבורסה", בהתאמה). במסגרת כללים אלה נקבע מנגנון המאפשר קבלת תמורה עבור אנליזה לחברות היי טק. לאחרונה הורחב המנגנון והוחל גם על חברות תעשייה.

לאור הצלחת המודל מחד גיסא, ומאידך גיסא בשל הצורך הקיים בשוק במידע אודות חברות נסחרות בכלל ואודות חברות העומדות בפני הנפקה ראשונית בפרט, מוצע להוסיף לכללים הסדר חדש שיאפשר לאנליסט לקבל תמורה עבור סיקור פעילותה של חברה העומדת בפני הנפקה ראשונית (IPO).

כאמור, סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ מתיר קבלת טובת הנאה "במקרים ונסיבות מיוחדים שתקבע הרשות", כאשר הקווים המנחים לקביעתם הם המומחיות המיוחדת הנדרשת לניתוח השווי של ניירות הערך הנסקרים והתרומה שיש לעבודת האנליזה לפיתוח המסחר בבורסה. מעבר לכך נדרש מודל תגמול לפי סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ לעמוד בדרישות כדלקמן:

א. עורך האנליזה הוא בעל רישיון על פי חוק הייעוץ;

ב. לעבודת האנליזה יצורף גילוי בדבר קבלת טובת ההנאה בעבור העבודה;

ג. מודל התגמול יקבע בדרך שתבטיח כי טובת ההנאה מתקבלת באופן שבו קטן החשש שקבלתה תשפיע על עבודת האנליזה.

הנפקות ראשוניות חוסות בגדרם של מקרים ונסיבות מיוחדים שאליהם התייחס סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ, שכן, חברה חדשה, המנפיקה את מניותיה לראשונה בשוק ההון, מוכרת פחות לציבור המשקיעים, ומשכך נדרשת מומחיות מיוחדת לשם קבלת החלטת השקעה בה. נוסף על כך, כיוון שמדובר בחברות המצטרפות לראשונה לשוק ההון, הרי שבקיומה של אנליזה ביחס לחברות אלו קיים פוטנציאל של תרומה לפיתוח המסחר בבורסה.

לאור האמור, מוצע לקבוע מודל תגמול, אשר ייתן מענה לתנאים המפורטים לעיל ויאפשר קבלת תמורה מהחברה המסוקרת במקרה של אנליזה לחברה מנפיקה לראשונה. יצוין כי, מדובר במודל ניסיוני שבכוונת סגל הרשות להקים לתקופה של שנתיים, שבסיומה יבחן אופן יישום המודל והשלכותיו, לרבות בעזרת מידע שיתקבל מהחברות המסוקרות אודות אנליזות שלא פורסמו. להלן פרטי המודל המוצע:

- חברה העומדת בפני הנפקה ראשונית לציבור (IPO) תוכל לפנות לתאגיד מורשה (תאגיד שהינו בעל רישיון לפי חוק הייעוץ) או לתאגיד בנקאי (להלן ייקראו ביחד: "תאגיד מסקר") ולשלם לו תמורת קבלת סיקור אנליטי שלה לצורך ההנפקה ולמשך תקופה נוספת שלא תפחת משנה ממועד השלמת ההנפקה ולא תעלה על שלוש שנים ממועד זה. במהלך תקופה זו יפרסם התאגיד המסקר אנליזה לאחר פרסום דוחות כספיים של החברה המסוקרת וכן בעקבות אירועים מהותיים שיתרחשו בחברה המסוקרת וידווחו לציבור. ההתקשרות בין התאגיד המסקר ובין החברה המסוקרת תיעשה לפני תחילת עבודת האנליזה, והן החברה המסוקרת והן התאגיד המסקר יהיו מחויבים להתקשרות ממועד ההנפקה ועד חלוף שנה ממועד זה ובפרק זמן זה לא יכלו לחזור בהם מהתחייבותם.

- התשלום של החברה המסוקרת יהיה בעד השתתפות בתוכנית ולא בעד עבודת אנליזה מסוימת. חלק התשלום המתייחס לתקופה שעד תום שנה ממועד השלמת ההנפקה יבוצע מראש בעת ההתקשרות. התשלום יהיה אחיד לכל החברות המסוקרות על ידי התאגיד המורשה, או לחלופין על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר ההנפקה או בתוצאותיה.

- התאגיד המסקר יתחייב לפרסם באתר ההפצה של הרשות ובאתר האינטרנט שלו כל אנליזה שיכין במסגרת ההתקשרות עם החברה המסוקרת, סמוך לאחר סיום הכנתה.

עבודת האנליזה הראשונה תפורסם לציבור לאחר פרסום טיוטת תשקיף של החברה המסוקרת ולפני פרסום התשקיף הסופי.

- התאגיד המסקר לא יהיה רשאי לדון עם החברה המסוקרת בנוגע לתוצאות אפשריות של האנליזה, ובפרט בנוגע למחיר יעד אפשרי, קודם להתקשרות. החברה המסוקרת תהא רשאית להעיר לטיטוט האנליזה קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא לגבי עניינים אחרים, ובכלל זה היא לא תוכל להעיר בעניין ההמלצה בנוגע לכדאיות ההשתתפות בהנפקה או ההשקעה ובנוגע למחיר היעד.

- עובדי התאגיד המסקר וכל מי שמעורב הכנת האנליזה, יהיו מנועים מלהשתתף במהלכים לקידום הנפקת החברה המסוקרת.

- חובות גילוי:

מעבר לגילוי הנדרש על פי הוראות הגילוי באנליזה, יכללו עבודות האנליזה גילוי בדבר ההתקשרות לרבות פירוט אודות היקף התמורה ששולמה לתאגיד המסקר ומתכונת עבודות האנליזה, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן.

אם עבודת האנליזה כוללת ניתוח מדעי של מומחה בתחום הרלוונטי לפעילות החברה, שעליו מתבסס הניתוח הפיננסי, הרי שהחלק המדעי יופיע כנספח לניתוח ולא יכלול כל התייחסות לכדאיות ההשקעה או שווי החברה ונכסיה.

עבודת האנליזה תכלול גילוי מצד התאגיד המסקר של כל ההמלצות ומחירי היעד שנתן תאגיד המסקר במסגרת אנליזות שערך על פי כללים אלה, אשר מתייחסות להנפקות ראשוניות, ולצדן מחיר נייר הערך ביום המסחר הראשון לאחר ההנפקה, שבוע לאחר יום המסחר הראשון וחודש לאחר יום המסחר הראשון.

- על מנת להבטיח כי טובת ההנאה מתקבלת באופן שבו קטן החשש שקבלתה תשפיע על עבודת האנליזה, ייקבעו מגבלות כדלקמן:

- הכנסות התאגיד המסקר מההתקשרות עם החברה המסוקרת לא יעלו על 5% מהכנסות התאגיד המסקר בשנה הקודמת למועד ההתקשרות.

- הכנסות עובדי התאגיד המסקר המעורבים בהכנת האנליזה לא יושפעו מההתקשרות. תנאי השכר של עובדי התאגיד המסקר לא יהיו מותנים בביצועי החברות המסוקרות או במחירי ניירות הערך שלהן.

- התאגיד המסקר, עובדיו וצדדים קשורים לו לא יתחייבו באופן מפורש או מרומז למתן עבודת אנליזה חיובית או למחיר יעד כלשהו.

○ התאגיד המסקר לא יחזיק בהון החברה המסוקרת. התאגיד המסקר ותאגיד קשור אליו לא יקיימו כל קשר עסקי אחר עם החברה המסוקרת או בקשר אליה, למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת הניתוח, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר סיומה; בכלל זה, תאגיד מסקר שהינו תאגיד קשור לחתם או למפיץ המעורב בהנפקת החברת המסוקרת לא יוכל להתקשר במודל האמור עם החברה המסוקרת.

○ יחולו גם שאר המגבלות המפורטות בסעיף 3(7) לכללי התגמול לפיהם פועלת תכנית האנליזה בתיווך הבורסה, היינו:

❖ עובדי התאגיד המסקר לא יהיו עובדים או נושאי משרה בכירה בחברות המסוקרות או בתאגידים קשורים לחברות המסוקרות למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

❖ לעובדי התאגיד המסקר לא תהיה זיקה מהותית לחברות המסוקרות או לתאגידים קשורים לחברות מסוקרות.

בנוסף, מוצע לחייב את התאגיד המסקר לקבוע נהלים, באופן שיקדם עריכת עבודות אנליזה אמיונות, המשקפות דעה אובייקטיבית ובלתי מוטה של עורכי האנליזה, כך שימנע שימוש בעבודת האנליזה לצורך השפעה על השוק או קידום אינטרסים זרים.

דיון

לשאלת חבר המליאה האם מדובר בתמורה כספית או שכוונה היא גם לטובות הנאה שונות, הובהר שכתרת הכללים מתייחסת למונח "טובת הנאה", משום שהיא נגזרת מנוסח סעיף 17 לחוק הייעוץ, אולם בתוכן הכללים מובהר כי האפשרות לקבלת תמורה מתייחסת רק לתמורה כספית.

לשאלת חבר המליאה האם אין חשש שהפער הפוטנציאלי בין המחיר היעד באנליזה לבין מחיר אליו מכוונים מסמכי ההנפקה עלול לגרום להטיה או לבלבול של הציבור, הושב כי במסמכי ההנפקה אין ציון של מחיר להנפקה. הובהר שהמידע המוצג באנליזה הוא בגדר הבעת דעה, כשהמטרה היא לספק לשוק כלים לגיבוש דעות לגבי מחירי ניירות ערך מונפקים, וכי מצב כזה של פער בין מחיר היעד באנליזה לבין המחיר אליו כיוונה החברה המונפקת, מעיד על נקודת המבט האובייקטיבית של האנליסט, ומחזק את העובדה שמדובר במסירת מידע נוסף לציבור המשקיעים, שמאפשר לו לקבל החלטת השקעה מושכלת. מעבר לכל אלה הוזכר כי ישראל היא כמעט המדינה היחידה שאוסרת תשלום לאנליסטים. עוד צוין בהקשר זה, כי הערכת סגל הרשות היא שבדומה למצב בארצות הברית, עם הזמן ייווצר מוניטין לאנליסטים המסקרים

שיסייע לציבור להעריך את איכות האנליזות. הכללים מעודדים יצירה של מוניטין כזה על ידי גילוי של המלצות העבר של האנליסט ביחס למחירי הניירות המסוקרים בפועל.

לשאלת חבר המליאה האם לא קיים חשש שעובדי התאגיד המסקר ינצלו את היכרותם עם נשוא האנליזה להפקת רווח כלשהו וכיצד זה מתכתב עם יכולתם לסחור במניות החברה הנסחרת, הושב, כי אחת הדרישות היא שהתאגיד המסקר יקבע כללים שיבטיחו כי עובדי התאגיד המסקר המעורבים בהכנת עבודת האנליזה לא ינצלו את היכרותם עם ממצאי האנליזה להפקת רווח כלשהו. הדגש פה הוא על השלב שלפני ההנפקה, שכן, לאחר ההנפקה, כאשר החברה נסחרת, לא מדובר במידע פנים, אלא במידע פומבי.

לצד כל זאת הובהר שבכוונת סגל הרשות לבחון את היישום של המודל ולוודא שאין ניצול לרעה של הכללים, הן מצד עובדי התאגיד המסקר והן מצד החברות המסוקרות.