

רשות ניירות ערך

תמצית דיון ישיבת רשות מס' 7-2004
שהתקיימה ביום 17.8.2004 במשרדי הרשות בירושלים

1. רישום כפול של תאגידים הנסחרים ב-London Stock Exchange

הצגת הנושא :

התיקון לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן- "חוק ניירות ערך" או "החוק") בעניין הרישום הכפול שנכנס לתוקף לפני מספר שנים קבע את שלוש הבורסות המרכזיות בארה"ב ככאלו שיכללו בו מלכתחילה ואיפשר להוסיף בורסות נוספות בעתיד. עתה מוצע על ידי הרשות לקבוע כי ה-London stock Exchange's Main Market, Primary Listing (להלן- בורסת לונדון) תתווסף כבורסה בחו"ל בתוספת השלישית לחוק.

תמצית הדיון בנושא :

סגל הרשות הציג בפני המליאה את הנימוקים להוספת בורסת לונדון לתוספת השלישית אשר מושתתים על המוניטין הרב שיצא לבורסה זו וזאת בשל מספר גורמים. ראשית, קוד ההתנהגות האנגלי המחייב התנהגות הוגנת. שנית, הדין האנגלי מחייב את החברות ברשימה הראשית כי יהיה להם Sponsor. ה-FSA מאשר את מי שיוכל לשמש כספונסר ותפקידו הנו ללוות את החברה ודיווחיה במקרים של עסקאות מהותיות שונות. תפקיד הספונסר דומה לתפקיד החתם כמעין מבקר חיצוני לתשקיף אך תפקידו לא מסתיים עם פרסום התשקיף אלא הוא ממשיך ומלווה את החברה ודיווחיה בנושאים האמורים. בדרך כלל מדובר בבנק להשקעות (merchant bank) שייטה לבצע מלאכתו נאמנה הן מאחר שחלה עליו אחריות על פי הדין האנגלי והוא אף יכול להיפסל מלשמש כספונסר על ידי ה-FSA והן בשל הסכנה לפגיעה בשמו.

לבסוף, מבוסס המוניטין על האכיפה התקיפה של ה-FSA. אמנם חלק מדרישות הגילוי בלונדון נמוכות מאלו של חברות הכפופות לפרק ו אך כאמור לאור המוניטין הרב שיצא לבורסת לונדון מוצע לצרפה לתוספת השלישית.

סגל הרשות הציג גם השוואה בין עיקרי הדין באנגליה לאלו שבארץ ובעיקר לנושא ההבדלים בדרישות הגילוי.

במהלך הדיון נדונו מספר סוגיות כלהלן :

א. האם יש לקבל את דיווחי החברות הנסחרות בלונדון ללא כל שינוי או תוספת או שיש לדרוש מידע נוסף

בעד קבלת הדיווחים כמות שהם :

1. הבורסה בלונדון הנה בורסה מהגדולות בעולם ולה מוניטין רב שנים של שקיפות והגינות. לפני מספר שנים נעשתה רוויזיה מקיפה בשיטת הפיקוח שם והיא עברה מפיקוח עצמי של הבורסה לפיקוח של גוף מפקח המאחד את כל תחומי הפיקוח של שוק הכספים וההון – FSA.

2. אכן חלק מדרישות הדיווח מחמירות פחות מאשר בארץ (לדוגמה, אי קיומו של דוח תקופתי אלא פרסום דוחות כספיים בלבד); ואולם, מול "עלות" זו של ויתור על חלק מהדיווחים אל מול חברות מקומיות קיימת התועלת של הבאת אותן חברות הרשומות רק בלונדון אל הבורסה בתל אביב. יתכן שאם יוטלו דרישות דיווח נוספות חלק מחברות אלו לא

ירשמו כאן למסחר. צריך גם לזכור שהבורסה בלונדון נהנית מהמוניטין כאמור חרף דרישות הדיווח המופחתות.

3. תפיסת העולם הנכונה בקשר לחברות הרישום הכפול צרכה להיות קבלת הדין הזר כמות שהוא עת הוחלט כי דין מסוים הנו כמכלול ברמה מספקת.

וראה גם לעניין זה סעיף III בהמשך הדין בשאלת הפיקוח על פי מודל ההסתמכות.

נגד קבלת הדיווחים כמות שהם :

1. בשל התועלת המועטה יחסית שברישום הכפול עם לונדון שכן זה יוסיף מספר חברות בודדות בלבד לבורסה בארץ – מובילים שיקולי עלות-תועלת דווקא למסקנה כי יש להוסיף לדיווחים בלונדון מספר דיווחים חשובים שלא נדרשים שם.

2. קיים חשש כי חברות השוקלות להירשם למסחר בארץ בלבד או הרשומות כיום רק בארץ, ודווקא הטובות שביניהן, יקבלו "זריקת עידוד" לעבור לרישום בלונדון. התוצאה תהיה כי רוב החברות הגדולות בת"א ידווחו דיווח נחות בהשוואה לזה הניתן כיום.

הוצע כי לא יתווספו דרישות גילוי בארץ.

ב. איזה GAAP (כללי חשבונאות מקובלים) יהווה בסיס לדוחות הכספיים של החברות

באנגליה ניתן להגיש דוחות בהתאם ל-US GAAP, כללים בינלאומיים או כללים אנגליים.

הסגל הציע לאפשר רק את ה-US GAAP והכללים הבינלאומיים. בכך לא יאומץ GAAP נוסף לדיווחים בארץ, GAAP שאינו בעל תפוצה רחבה כמו השניים האחרים. המגבלה הזו גם לא תמנע כנראה מאף חברה ישראלית הרשומה כיום בלונדון מלהירשם כאן שכן אף אחת מהרלוונטיות לא מדווחת לפי ה-GAAP האנגלי. עוד הוזכר, שאירופה קיבלה החלטה לעבור לתקני החשבונאות הבינ"ל החל משנת 2005.

ג. תוכן מסמך הרישום

מאחר שבאנגליה לא קיים דוח תקופתי מקיף היכול לשמש בסיס למסמך רישום בארץ, הוצגו מספר חלופות אפשריות והוצע כי מסמך הרישום יכלול את התשקיף האחרון של החברה באנגליה ואת הדיווחים המידיים והאחרים שפרסמה החברה מאז, למעט דוחות כספיים. בנוסף יכלול המסמך את הדוח הכספי השנתי האחרון ואם קיים (או צריך להיות קיים על פי הדין באנגליה) דוח חצי שנתי מאוחר יותר, אזי גם אותו.

ד. האם להגביל את האפשרות לרישום כפול בארץ רק לחברות מסדר גודל מסוים

על מנת לגרום להבאת חברות שישביחו את הבורסה ולא חברות קטנות נוספות הוצע להגביל את גודל החברות הנרשמות. זאת ועוד, הדיווח בלונדון מקל על חברות בחלק מדרישות הגילוי ולפיכך נכון יהיה לאפשר רישום בארץ רק אם הבורסה בת"א תוסיף לשורותיה חברות בעלות שווי משמעותי. הוצע לפיכך כי יקבע גודל על פי שווי שוק לצורך הרישום וגודל אחר נמוך יותר לצורך השימור.

החלטה:

הוחלט להמליץ להוסיף את בורסת לונדון לתוספת השלישית לחוק. כן הוחלט לאמץ את המלצות הסגל למעט בסוגיית מודל הפיקוח של הרשות על החברות ברישום כפול אשר לגביה יערך דיון נפרד.

2. צו הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות (קביעת נכסים פיננסיים), התשס"ה – 2004

הצגת הנושא:

בפני המשתתפים בדיון הונחה טיוטת הצו ודברי הסבר כפי שפורסמו לאחר מכן באתר הרשות.

מוצרים מובנים הינם מוצרים המייצגים בדרך כלל סלי השקעות שכוללים בתוכם אחד או יותר מהנכסים הפיננסיים או ניירות הערך (אופציות, מניות, אג"ח או הלוואות) שהתשואה עליהם היא תלויה מניות, מדד, ריבית, שערי חליפין או נכס אחר. המוצרים הללו הם מכשירים פיננסיים אלטרנטיביים להשקעה ישירה בנכסים פיננסיים המצויים בשוק והתשואה עליהם גבוהה יחסית לאלטרנטיבות השקעה אחרות. המוצר המובנה הינו נכס מורכב אשר ההשקעה בו עלולה להיות כרוכה בסיכונים רבים שאינם באים לידי ביטוי בחזונו החיצונית. המכנה המשותף של הסיכונים הכרוכים בהשקעה הוא שכאמור, הם אינם גלויים על פניו של המוצר, ויתרה מכך, הסיכונים בדרך כלל מוסתרים על ידי חזות של מוצר פשוט ותמים.

החזות התמימה של המוצר באה לידי ביטוי בין היתר גם בשם שמעניקים לו הגופים הפיננסיים המשווקים אותו, אשר על פי רוב מכנים את המוצר בשם "פקדון מובנה". המונח פיקדון הוא מונח סוגסטיבי שעצם השימוש בו עשוי להביא את השומע להבין שאין בו שום דבר מיוחד או מסוכן. פיקדון נתפס בעיני הציבור כהשקעה סולידית לחלוטין, בשונה מהותית מהמונח הלועזי סטרקצ'ר.

לאור הסיכונים הכרוכים בהשקעה בנכסים מסוג זה, ולאור העובדה כי מבחינת מהותית מוצר זה אינו שונה מנכסים פיננסיים אחרים אשר הוגדרו ככאלה בחוק הייעוץ, ולאחר שגם התקבלו ברשות מספר תלונות של לקוחות אשר רכשו את הנכסים שהוצעו להם על ידי הבנק ולא קיבלו גילוי נאות באשר לסיכונים הכרוכים בו, מוצע לקבוע כי הנכסים המובנים יהיו בגדר "נכס פיננסי" ולפיכך יחולו לגביהם כל הוראות חוק הייעוץ, היינו שיעוץ לגביהם ינתן אך ורק על ידי בעלי רשיון יועץ וכי יחולו לגבי תהליך הייעוץ כל הוראות החוק: חובת הגילוי הנאות, חובת גילוי סיכונים מיוחדים, חתימה על הסכם ייעוץ וכו'.

במהלך הדיון עלתה השאלה כיצד ניתן להחיל לגבי הנכסים המובנים את הוראות סעיף 16 לחוק הייעוץ, הדין בנושא של איסור העדפה, ועל פיו אסור ליועץ ההשקעות להעדיף מוצר שלו או של התאגיד המעסיק אותו "בשל הקשר האמור".

נטען כי היות והנכסים המובנים הינם נכסים בנקאיים שאינם סחירים וכל בנק מוכר רק את הנכסים שלו עצמו, אזי עצם הכללת מוצרים אלה בחוק הייעוץ תגרום להפרה אוטומטית של החוק בכל מקרה של ייעוץ לגבי נכסים אלה. הערה זו נדחתה בטענה כי סעיף 16 לחוק אינו חל במקרים בהם הוא אינו רלוונטי. היינו, במקרים בהם בלתי אפשרי להשוות עם מוצרים של גופים אחרים, הסעיף אינו חל. כמובן שאין באמור בכדי לפגוע בעקרון לפיו כל יתר החובות החלות על יועץ השקעות מכוח החוק, יחולו גם בייעוץ לגבי נכסים מובנים, היינו עליו, בין היתר, לבחון את חלופות ההשקעה האחרות ולבחון את התאמת המוצר לצרכיו והנחיותיו של הלקוח.

החלטה:

להמשיך בתהליך החקיקה על ידי העברת נוסח הצו למשרד האוצר.