

רשות ניירות ערך

תמצית דיון ישיבת רשות מס' 4-2004 שהתקיימה ביום 13.4.2004 במשרדי הרשות בירושלים

1. מערכת למסחר למשקיעים מוסדיים בלבד

הצגת הנושא: כיום קיים שוק גדול מאוד של אגרות חוב שאינן נסחרות בבורסה, השוק הוא של מיליארדי ש"ח, והינו מתנהל בין גופים מוסדיים מחוץ לבורסה.

הרשות מוצאת לנכון לקדם את הפיכת שוק זה – שוק מעבר לדלפק – לשוק יותר סחיר ויותר שקוף. אחת הסיבות המרכזיות לקיומו של שוק זה הינה שמציאות החשבונאית הקיימת של הגופים המוסדיים הפיכת אגרת חוב סחירה ללא סחירה יוצרת פרמיה. בשאר השווקים בעולם הדברים האלה לא מקובלים, האג"ח מאוד סחירים ואצלנו 70-80% מהפעילות של השוק הזה היא של חברות שמדווחות.

תמצית הדיון בנושא: בעקבות המלצות הועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה מעוניינת רשות ניירות ערך לאשר הנחיות זמניות של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב שתאפשרנה למשקיעים מוסדיים לסחור ביניהם גם בתעודות התחייבות ובניירות ערך שאינם רשומים למסחר, אינם ניתנים להמרה במניות ואינם מוחזקים על ידי הציבור הרחב, וזאת במגמה לשפר את האטרקטיביות של אפיק זה בשוק ההון. בבסיס ההחלטה עומדת ההערכה כי קיום מערכת למסחר למשקיעים מוסדיים ביחד עם החובה הצפויה להיכנס לתוקף לשערוך שווי ניירות ערך לא סחירים המוחזקים בידי קופות גמל בהתאם למחירי שוק, צפויים לתרום תרומה של ממש לשכלול שוק ההון.

מערכת זו דומה למערכות מסחר הקיימות כיום בארה"ב, בהן מתקיים מסחר בניירות ערך שהונפקו בהנפקות פרטיות למשקיעים מוסדיים ושאינם רשומים למסחר הפתוח לציבור הרחב. יצוין שכבר כיום, הצעת ניירות ערך למשקיעים מוסדיים אינה מחייבת תשקיף ובפועל נערך מסחר טלפוני בין המשקיעים המוסדיים לבין עצמם בניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה. לא זו אף זו, כאשר החברה המנפיקה רושמת את ניירות הערך האמורים במסלוקת הבורסה, סליקת המסחר של הגופים המוסדיים בניירות ערך אלו מתבצעת במסלוקת הבורסה.

המדובר במערכת עצמאית ונפרדת של מסחר בניירות ערך, ייחודית למשקיעים מוסדיים, המתנהלת במסלול שאין זיקה בינו לבין מערכת המסחר הרגילה המשמשת את כלל הציבור, למעט שימוש משותף בתשתית התקשורת והמחשבים של הבורסה. כוונת הקמת המערכת למסחר למוסדיים היא יצירת מערכת מסחר מקבילה, במסגרת הבורסה, לגביה לא יחולו הוראות הגילוי והדיווח הקבועות בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 המטילות חובות דיווח על התאגיד שניירות הערך שלו יירשמו למסחר. כך, למשל, לא יחולו חובות פרסום תשקיף בעת רישום ניירות ערך כאמור למסחר ולא יחולו חובות דיווח שוטף. עם זאת יהיה פקוח של הרשות על המסחר בניירות הערך שייכללו במערכת ועל ניהולה התקין וההוגן של הבורסה.

מאחר ולציבור הרחב אין נגישות למערכת המסחר למוסדיים שבה יסחרו ניירות הערך שהונפקו למשקיעים המוסדיים בהצעה שאינה הצעה לציבור, לא רואה הרשות את רישום ניירות הערך במערכת המסחר למוסדיים כ"רישום ניירות ערך למסחר בבורסה" או "מסחר בבורסה" כמשמעותם התכליתית בסעיפים 1 ו-36 לחוק ניירות ערך.

הואיל וניירות הערך הונפקו בהצעה שאינה הצעה לציבור ורישומם למסחר במערכת המסחר למוסדיים אינו בגדר הצעה לציבור – לא יחולו חובות הדיווח השוטף לפי סעיף 36 לחוק גם בשלב הצעת ניירות הערך וגם בשלב המסחר בהם בשוק המשני, שכן אין לציבור נגישות לניירות הערך, לא בשלב ההצעה ולא בשלב המסחר, ולפיכך לא מתקיים הרציונל של הוראות הגילוי בסעיפים 15 ו-36 לחוק.

בדיון נדונה סוגיית השתתפותן של קרנות להשקעות משותפות בנאמנות במערכת מסחר למשקיעים מוסדיים בלבד כמפורט להלן.

בהתאם לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994, והתקנות לפיו, מותר לקרן להשקעות משותפות בנאמנות להשקיע בישראל בניירות ערך הנסחרים בבורסה בישראל. הואיל וניירות הערך במערכת המסחר למשקיעים המוסדיים ייסחרו במסגרת זירת מסחר המופעלת על ידי הבורסה, החליטה הרשות לקבוע הוראת שעה לשנה אחת, לפיה לא יוכלו קרנות נאמנות כאמור להחזיק בניירות ערך הנסחרים במערכת המסחר למוסדיים. הנימוק המרכזי לכך הוא שטרם הקמת המערכת ונוכח אי הוודאות באשר לרמת הסחירות והנזילות שבה, ראוי לנקוט משנה זהירות טרם שיותר לקרנות נאמנות להשקיע במערכת מסחר זו.

בדיון נבחנו נתונים כמותיים. מרבית ההנפקות הפרטיות (69%) של אגרות חוב שנסלקות במסלקת הבורסה על ידי גופים מוסדיים הן של חברות שממילא רשומות בבורסה, דהיינו של חברות מדווחות. מיעוט של החברות (31%) הן כאלה שאינן רשומות למסחר בבורסה. יחד עם זאת, שיעור לא מבוטל שלהן הוא של חברות כלולות של חברות מדווחות.

כמו-כן, הוצגה בדיון האנומליה בעניין שיערוך אגרות החוב הבלתי סחירות ולטכניקה החשבונאית של הצגת הנכסים הלא סחירים בדוחות הכספיים.

בדיון נבחן אף המעמד המשפטי של הצעת ההחלטה, והאם מדובר בפרשנות משפטית של החוק הקיים או שיהא צורך בשינוי חקיקה. המסקנה הייתה כי המדובר בפרשנות של הדין הקיים, ואין צורך בתיקון חקיקה.

לאשר ההצעה בעניין פרשנות הגדרת "הצעה לציבור" בחוק ניירות ערך וכן את התקנת הוראת שעה בתקנות הנכסים של קרנות נאמנות, והכל מהנימוקים שהוצגו בפתיח.

החלטה:

2. דוח הדירקטוריון בדבר אומדנים חשבונאיים קריטיים – טיוטא להערות

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

הצגת הנושא:

ההנחיה מתייחסת לגילוי בדו"ח הדירקטוריון ולא בתוך הדו"ח הכספי עצמו. ההנהלה, הדירקטוריון הם אלה שקיבלו את ההחלטה לגבי השימוש באותו אומדן והנאותות שלו, ולכן הם אלה שצריכים לדון בזה.

תמצית הדיון בנושא:

כחלק מתהליך ההכנה של דוחות כספיים וגם במסגרת יישום של כללי חשבונאות חברות עושות שימוש באומדנים חשבונאיים, האומדנים החשבונאיים הללו יכול להיות שיהיו קשורים לנושאים מאוד מהותיים לתוצאות המדווחות, למשל הכרה בהכנסה של החברה, ירידת ערך נכסים או התחייבויות תלויות. יש מצב בו המספרים המוחלטים המופיעים בדוחות הכספיים נשענים במידה כזאת או אחרת, תלוי באופי הגילוי של החברה, על אומדנים אשר במקרים מסוימים גובשו בסביבה של אי וודאות, ושינוי באותו אומדן גם יכול להשפיע בצורה מאוד משמעותית על התוצאות המדווחות.

כלומר מדובר בפרוטנציאל למה שהוגדר בדברי ההסבר סיכוני דיווח. כלומר שהתוצאות המדווחות של התאגיד ישתנו בצורה משמעותית, מבלי שחל שום שינוי כלכלי בתוצאות של התאגיד או בפעילות שלו וכל זאת רק בגלל שהשתנה אומדן כלשהו.

ההנחיה האמורה באה להשיג שקיפות בנושא הזה של אומדנים חשבונאיים. המטרה בהנחיה היא כפולה, קודם כל להגביר את המודעות של המשתמש בדוחות הכספיים לגבי אותם אומדנים. דבר שני זה להראות לאותו משתמש בדוחות הכספיים, במקרים הקיצוניים כי שינוי מסוים בהם יכול להוביל לשינוי כזה או אחר בתוצאות הכספיות, כלומר להראות את הרגישות של התוצאות שהמשתמש בדוחות רואה כתוצאה משינוי באותם אומדנים שבאופן אינהרנטי הדוחות נשענו עליהם.

בהנחיה מופיעות דרישות הגילוי וכן ההגדרה של אומדן חשבונאי קריטי. הדיון בנושא הוא דיון של הדירקטוריון, הוא לא תחליף לביאור על המדיניות החשבונאית, הוא לא מחליף את המספרים. החברה עדיין לוקחת אחריות למספרים שהיא הציגה בדוחות הכספיים.

במהלך הדיון עלתה השאלה האם התייחסות חברה לנושא תביעות המוגשות כנגדה נופלות בגדר ההנחיה. בהקשר זה נאמר בדיון כי כבר היום לפי כללי חשבונאות חייבים להתייחס לתביעות אלו. מעבר לכך לפני כחמש שנים התקבלה החלטה ברשות שרק במקרים חריגים יתכנו מצבים של חוסר יכולת להעריך תביעה. עוד נאמר כי הסוגיה לעיל היא אחת הסוגיות עליה אנו מעוניינים לקבל את התייחסות הציבור.

לאשר פרסום טיוטת ההנחיה להערות הציבור

החלטה:

3. תנאים לקיום "נמל מבטחים" ברכישה עצמית של מניות במסגרת המסחר בבורסה.

הצגת הנושא:

מאז כניסתו לתוקף של חוק החברות, התשנ"ט-1999 יכולה חברה לבצע רכישה עצמית של מניותיה. רכישה עצמית עשויה להתבצע משיקולים כלכליים לגיטימיים אך עם זאת, עלולה לעתים לעורר חשד להפרת חוק ניירות ערך בעניין שימוש במידע פנים ותרמית בניירות ערך. רכישה זו מהווה במהותה, בדומה לחלוקת דיבידנד, חלוקה של הון שנצבר בחברה לבעלי המניות. בשל כך, החוק מעמיד מבחנים אשר רק בעמדה בהם רשאית חברה לבצע חלוקה (מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון). מניות אלו, כל עוד הן בידי החברה, הופכות להיות רדומות ואינן מקנות זכויות בהון או בהצבעה.

הרשות סבורה כי קיימת חשיבות לכך שהמשקיע יידע על תוכניות החברה לבצע רכישה של מניותיה ושל מניות חברה בת שלה מטעמים שונים; כך למשל יוכל המשקיע להתחקות אחרי עמידת החברה במבחני החלוקה, לעקוב אחר שינוי אפשרי באחזקותיו וייתן גילוי להערכת החברה בדבר כדאיות רכישת מניותיה.

בדיון הודגש קיומה של מטרה נוספת שהנה למנוע מהחברה להיות גורם דומיננטי מדי במסחר, הן במחירים שנקבעים והן בנפחי המסחר.

תמצית הדיון בנושא:

יש לדעת הרשות למצוא איזון בין האפשרות שהחברה תבצע את הרכישה העצמית לבין הגנה על האינטרס של ציבור המשקיעים.

כיום, אין פורמט המחייב גילוי מסוים ומבחינת תוכניות רכישה עצמית שחברות מחליטות עליהן ניתן לראות חברות המדווחות בשורה אחת על החלטתן לבצע תוכנית רכישה עצמית ללא נתונים על טווח הזמן שהן תבוצענה וסדר הגודל של הסכום שהן מקצות לצורך עניין הזה.

בדיון הוצגו התנאים להלן כתנאים בקשר לפעילותן של חברות המבקשות לרכוש את מניותיהן במסגרת המסחר בבורסה. קיום התנאים ישמש "נמל מבטחים" ("Safe Harbor"), לעניין השימוש במידע פנים ותרמית בניירות ערך. התנאים מבוססים ברובם על הסדרת הנושא בארה"ב תוך התאמות לתנאי שוק ההון בארץ.

בצד התנאים המפורטים להלן, הוצעו תיקונים לתקנות ניירות ערך (דוחו"ת תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970 ובהם התייחסות לתכניות רכישה עצמית במסגרת התקנה המתייחסת לדו"ח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד (תקנה 10), דו"ח בדבר שיעור הביצוע המצטבר של תכנית הרכישה העצמית במסגרת התקנה המתייחסת לשינוי בהון, בזכות ההצבעה וקבלת דיבידנד של מניות רדומות (תקנה 31(ב)) וכן קביעת חובת הגשת דו"ח מידי בדבר תכנית רכישה (תקנה 31ג).

1. מעמד התנאים

א. תנאי הרכישה העצמית הם תנאים שעמידה בהם היא ברשות, דהיינו לפי רצון התאגיד. עמידה בהם בכל הרכישות ביום מסחר נתון מעניקה חזקה לכאורה, וחזקה כזו בלבד, כי הרכישות שבוצעו ביום זה לא בוצעו תוך שימוש במידע פנים או תוך תרמית בנייר ערך. יודגש כעניין המובן מאליה כי עמידה בתנאים אינה פוטרת מעמידה בהוראות כל דין ובכלל זה כמובן האיסורים המתייחסים למידע פנים ותרמית בניירות ערך.

ב. החזקה האמורה על תנאיה כמפורט להלן תחול על חברה הרוכשת את מניותיה, לרבות אדם הפועל כשלוחה של החברה הרוכשת את מניותיה, או בתיאום עמה, במישרין או בעקיפין. החזקה לא תחול על רכישות של בעלי עניין ונושאי משרה של החברה הרוכשים עבור עצמם. כמו כן לא תחול החזקה על רכישת ניירות ערך הניתנים להמרה במניות החברה.

2. חריג אירועים מיוחדים

תנאי הרכישה העצמית אינם מקנים "נמל מבטחים" בפרק הזמן שראשיתו בהגשת דו"ח מידי אודות מיזוג, רכישה, עסקה שיש בה מימון מחדש, הצעת רכש או אירוע מהותי אחר שבהם מחיר המניה בבורסה מהווה גורם משפיע על כדאיות העסקה נשוא הדו"ח המידי, וסופו בסיום שלב המסחר בו מהווה מחיר המניה גורם משפיע על כדאיות העסקה.

3. תחולה

עמידה בתנאים ביום מסחר נתון משמעותה עמידה בכל התנאים במצטבר, ובמהלך כל הרכישות שבוצעו על ידי החברה ביום מסחר זה.

4. התנאים המוצעים על מנת להיכנס בגדר "נמל המבטחים"

א. רכישה באמצעות חבר בורסה אחד

הרכישה העצמית בוצעה ביום מסחר נתון באמצעות חבר בורסה אחד (להלן – "יום הרכישה")

ב. מגבלת מחיר פקודת הרכישה העצמית בבורסה

פקודת הרכישה העצמית לא עלתה על הגבוה מבין:

- מחיר העסקה הבלתי תלויה האחרונה שבוצעה בבורסה ביום

הרכישה, שלא נקבעה על ידי החברה, במישרין או בעקיפין, לפי מיטב ידיעת החברה.

- מגבלת השער בפקודת הקניה הבלתי תלויה הגבוהה ביותר המצויה בספר הפקודות, שלא נקבעה על ידי החברה, במישרין או בעקיפין, לפי מיטב ידיעת החברה.

ג. היקף מרבי של רכישה עצמית ביום מסחר נתון

סך היקף עסקאות הרכישה העצמית של מניה ביום הרכישה לא עלה על עשרים וחמישה אחוזים ממחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה במניה, במונחי תמורה כספית, בעשרים ימי המסחר בבורסה שקדמו ליום הרכישה.

ד. עסקה תואמת

עסקת הרכישה העצמית לא בוצעה כעסקה תואמת (ג'מבו) כהגדרתה בתקנון הבורסה והנחיותיה.

ה. תנאים לעיתוי עסקת רכישה עצמית במהלך יום מסחר

- פקודת הרכישה העצמית לא ניתנה בשלב מסחר הפתיחה, ואם לא נעשתה עסקה בשלב מסחר הפתיחה, עסקת הרכישה העצמית לא הייתה העסקה הראשונה בשלב המסחר הרציף.

- פקודת הרכישה העצמית לא ניתנה במהלך שלושים הדקות האחרונות של שלב המסחר הרציף ואם נכללו ניירות ערך של חברה ברשימת ת"א – 25, לא ניתנה פקודת הרכישה העצמית במהלך עשר הדקות האחרונות של שלב המסחר הרציף.

ו. עמידה בתנאי השימור

החברה עמדה בהוראות השימור בתקנון הבורסה והנחיותיה במועד הרכישה העצמית ומיד לאחריו.

ז. הקלות בתנאי שוק בלתי רגילים – מחזור ועיתוי הרכישה העצמית

על אף האמור בסעיפים ג ו – ה לעיל, אם אירע אירוע מקרו כלכלי מהותי שיכול להשפיע על המסחר בקבוצה של ניירות ערך, בין שהונפקו על ידי הממשלה ובין שהונפקו על ידי מנפיקים אחרים, ונתקיימה הפסקה זמנית של המסחר בבורסה, תחול החזקה אף אם היקף הרכישה העצמית של החברה באותו יום מסחר עלה על המחזור המרבי כאמור בפסקה 3, ובלבד שלא עלה על מאה אחוז מגובה מחזור המסחר היומי הממוצע בנייר הערך בבורסה במהלך עשרים ימי המסחר האחרונים שקדמו ליום המסחר כאמור, וכן לא יחולו התנאים האמורים בסעיף 5 בדבר עיתוי עסקת הרכישה העצמית במהלך יום המסחר. הופסק המסחר עקב אירוע כאמור עד לתום יום המסחר, יחול האמור בסעיף זה ביום המסחר העוקב.

במהלך הדיון נדונו ההסדר המוצע, נוסחו ומעמדו. בפרט נדון האיזון הנדרש בין הרצון להקנות לחברה מרחב פעילות שיאפשר לה לרכוש באופן לגיטימי את מניותיה מול החשש המתמיד המלווה פעילות של מי שמטבעו יש לו מידע פנים, או שעלול להיות לו עניין בשער נייר כזה או אחר. איזון זה מתקבל על ידי יצירת "נמל מבטחים" שמחד מגדיר תנאים שנועדו להבטיח כי לא יהא ברכישות בכדי להשפיע על המסחר בניירות הערך ומחירים, ומנגד מקנה לתאגיד קרקע משפטית יציבה יותר על מנת להבטיח שפעולותיו אינן בגדר הפרת

הוראות חוק ניירות ערך.

בישיבה הוחלט לאשר את הצעת סגל הרשות ולקבוע את התנאים לפיהם תותר רכישה עצמית, וכן להמליץ בפני שר האוצר לאשר תקנות בנושא רכישה עצמית על יסוד האמור לעיל. נוסחי התנאים יוצגו להערות באתר הרשות.

החלטה: