



## רשות ניירות ערך

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.

### עיקרי דברים משיבת רשות מספר 6-2014

שהתקיימה ביום ג' 24/6/2014 בשעה 14:00 במשרדי הרשות בירושלים

חברי המליאה:	שמואל האוזר, מיקי שניידר, פנינה גיא, שלי אודוין, האני חאג' יחיא, מיקי קהן, שלומית ברנע פרגו, נטע דורפמן.
עובדי רשות:	אורנית קרביץ, אמיר וסרמן, אילנה מודעי, דודו לביא, עידו טוויג, מוטי ימין, רון עמיחי, אביבה בן משה, יעל וייס, יעל בלאו, אילן ציוני, אביטל קרופניק, לירון כהן דניאלי, סיוון חן, יפעת פלקון שניידר, אלי דניאל, שרה קנדלר, גיתית גרשגורן, אריאל שליין.

### על סדר היום

1. תקנות מדעי החיים - אישור לאחר הערות ציבור
2. תיקון חוק בנושא לקוחות כשירים ופרסום בדבר כוונה להציע ניירות ערך - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
3. מימון המונים לעסקים קטנים - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
4. תקנות ניגוד עניינים - אישור לאחר הערות ציבור
5. קרנות נאמנות - הקלות בתקנות הנכסים - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
6. הוראת קרנות ממונפות - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
7. תקנות נדל"ן יזמי - עדכון לפני פרסום להערות ציבור
8. קרנות נאמנות - מודל תשקיפים חדש - עדכון לפני פרסום להערות ציבור

## הדיון

### 1. תקנות מדעי החיים - אישור לאחר הערות ציבור

#### **רקע:**

המליאה התבקשה לאשר את נוסח התיקון של סטים שונים של תקנות מכוח חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - "התיקון"), על מנת שהתיקון יועבר לכנסת לשם השלמת תהליך החקיקה.

התיקון, המהווה חלק מפרויקט שיפור הדוחות, נועד להביא לפישוט הדיווח ושיפור הרלוונטיות, ההשוואתיות והוודאות של כללי הדיווח והגילוי הניתנים על ידי תאגידים הפועלים בתחום מדעי החיים. כך, לאחר שבוצעה הסדרה ביחס לגילוי הניתן על ידי תאגידים הפועלים בתחום הנפט והגז, ועתידה להתבצע הסדרה ביחס לגילוי הניתן על ידי תאגידים הפועלים בתחום הנדל"ן להשקעה, תחום מדעי החיים הינו השלישי במספר אותו מבקשת רשות ניירות ערך להסדיר.

הוראות התיקון מסדירות לראשונה גילוי מאוד מפורט ביחס לרכיבים שונים המהותיים לפעילות חברות בתחום מדעי החיים, ובכלל זה ביחס לקניין הרוחני של התאגידים בתחום (לרבות בקשות פטנט, עיכובים, התנגדויות, הליכים משפטיים הקשורים בפטנטים ואסטרטגיית הקניין הרוחני). עם זאת, התקנות נוסחו גם מתוך ניסיון שלא להשית עלויות רבות מדי על חברות בדרישות גילוי מקום בו התועלת מדרישות אלו היא שולית.

במהלך מארס 2014 פורסמה להערות ציבור טיוטת התיקון, ובמסגרת הדיונים שהתקיימו בקשר עם 19 הערות ספציפיות שהועברו על ידי שני גופים - אגוד החברות הציבוריות וחברת אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ, הוחלט לקבל חלק מן ההערות והן יושמו בתיקון שהובא לאישור.

#### **דיון:**

במסגרת הדיון במליאה, נסקרו עיקרי ההערות שהוגשו על ידי שני הגופים לעיל, והמלצות הסגל ביחס אליהן.

אחת מהערות הציבור שהתקבלה על ידי סגל הרשות נגעה לחובת הגילוי אודות בקשות לרישום פטנטים מהותיים. בהתאם להערת הציבור שהתקבלה, פרסום מידע על בקשות לפטנט אשר תלויות ועומדות עלול להטעות את ציבור המשקיעים וכן בקשות פטנט מסוימות עשויות ליהנות מתקופת חיסיון. סגל הרשות קיבל הערה זו ותיקן את הנוסח כך שיובהר כי הגילוי נדרש רק ככל שפרטי הבקשה לרישום פטנט מהותי הפכו לפומבי.

הערה נוספת שהתקבלה על ידי סגל הרשות נגעה לחובת הגילוי אודות השווי הכלכלי של תגמול חברי הועדה המייעצת. סגל הרשות קיבל את הערת הציבור לפיה הגילוי עשוי להערים קושי על חברות מדעי החיים להתחרות על גיוס של יועצים כאמור, מול חברות זרות אשר אינן נדרשות בגילוי זה, ונוסח התקנות תוקן בהתאם.

הערה נוספת שהתקבלה באופן חלקי על ידי סגל הרשות נגעה לחובת פרסום מדיניות דיווחים על ידי החברה. לאור הערת הציבור ולאחר שסגל הרשות שקל את הנימוקים בעד ונגד הכללת דרישת גילוי כאמור, הוחלט להשמיט מנוסח התקנות את דרישות גילוי אלו,

ואולם כוונת סגל הרשות לפרסם במקביל לכניסת התקנות לתוקף את עמדתו ביחס לסוגים שונים של אירועים אשר אינם מצדיקים פרסום דיווח מיידי, וזאת במסגרת פרסום עמדת סגל משפטית.

הערה נוספת שהתקבלה באופן חלקי נגעה לחובת הגילוי על סיבות לעיכוב ברישום פטנטים מעל לחמש שנים, כאשר בהערת הציבור הוצע להאריך את התקופה אשר ממנה והלאה העיכוב ברישום הפטנט יחוב בגילוי. בהמשך להתייעצויות שקיים סגל הרשות עם גורמים מקצועיים בתחום, הוחלט להחיל את חובת הדיווח האמורה רק ביחס לעיכוב ברישום פטנט מקום בו חלפה תקופה של חמש עד שש שנים ממועד הגשת הבקשה.

הערת ציבור שנדחתה על ידי סגל הרשות נגעה לבקשה שלא להחיל חובת גילוי ביחס לייעוד תמורת ההנפקה, בין היתר היות ודרישה כאמור אינה קיימת ביחס לחברות הפועלות בתחומים אחרים. סגל הרשות לא קיבל הערה זו שכן סבור כי בחברות מדעי החיים קיימת חשיבות לגילוי אודות השימושים הצפויים בתמורת ההנפקה בשנה הקרובה, מכמה נימוקים: ראשית - אצל חלק גדול מהחברות בתחום קיימת בדוחות הכספיים הערת "עסק חיי" והן נדרשות לבצע תדיר גיוסי הון; שנית - בדרך כלל המשך פעילות הפיתוח מותנה בהצלחת גיוס הון, ומשכך, קיימת חשיבות רבה לפילוח בין השימושים בתמורה במהלך השנה הקרובה לבין היתרה שתשמש לשנים הבאות. כמו כן, פילוח זה עשוי ללמד את המשקיעים עד מתי החברה צופה כי התמורה שגויסה תספיק למימון פעילותה, ומתי למעשה החברה תידרש לבצע גיוס נוסף לשם המשך הפיתוח.

אחת מחברות המליאה שאלה כיצד ההוראה התוחמת את הגילוי הנדרש ביחס להיקף המימון רק ל-12 החודשים העוקבים, משמשת הגנה לציבור המשקיעים, שכן עבור חברות מדעי החיים תקופה של 12 חודשים היא תקופה קצרה ביותר, ועל פי רוב נדרשות לחברות אלו השקעות נוספות שעלולות לדלל את ציבור המשקיעים הראשוני.

סגל הרשות השיב בעניין זה כי בטיוטת התקנות שפורסמה להערות ציבור, דרישת הגילוי היתה רחבה יותר וכללה דרישת גילוי ביחס לתכנית תקציבית מפורטת. בעקבות הערות הציבור שהתקבלו בעניין זה, לפיהן העלות של חשיפת תכנית תקציבית כאמור היא גבוהה מאוד, הוחלט לקבל הערה זו ולהסתפק בדרישת הגילוי המצומצמת ביחס להיקף המימון, שכן יש בה כדי לגלות את יכולת החברה לעמוד בתכניות הפיתוח שלה לשנים עשר החודשים הקרובים. דרישת גילוי כאמור גם עומדת בקנה אחד עם ביסוס הנחת העסק החי בדוחות הכספיים. בנוסף, במסגרת הפירוט הנדרש בתשקיפי גיוס ודוחות מדף, החברה נדרשת ליתן גילוי ביחס לחלוקת השימוש בתמורת ההנפקה בין התקופה של שנים עשר החודשים הקרובים לתקופה שאחריה, מתוך הבנה שהחברות שפועלות בתחום זה נדרשות על פי רוב לגיוסים מרובים. שילובן של דרישות גילוי אלו אמורות לספק הגנה מספקת למשקיע בהיבט זה.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את התיקון ולהעבירו לכנסת להשלמת תהליך החקיקה.**

**רקע:**

פרק תיאור עסקי התאגיד שבדוח התקופתי ובתשקיף נערך לפי המתווה אשר הוצע במסגרת ועדת ברנע ועוגן בתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה), התשכ"ט-1969. במסגרת פרויקט הגילוי הענפי, המהווה חלק מרכיבי מפת הדרכים של רשות ניירות ערך, נבחן גם הגילוי אודות הנדל"ן היזמי וגובש מתווה של תקנות שמטרתן להביא לפישוט הדיווח ושיפור הרלוונטיות, ההשוואתיות והוודאות של כללי הדיווח והגילוי הניתנים על ידי תאגידים הפועלים בתחום. שיפור זה יושג, בין היתר, באמצעות הפחתת כפילויות, סידור פריטי מידע בצורה טבלאית ומרוכזת, שיפור ברמת הרלוונטיות של פריטי המידע, דרישות גילוי אודות פריטי מידע אשר לא ניתנו על ידי תאגידים עד כה, הגדרת דרישות גילוי בדוחות תקופתיים בנושאים מסוימים ועוד. כל זאת, על מנת לאפשר לציבור המשקיעים קבלת החלטת השקעה בצורה מושכלת. התקנות המוצעות כוללות שלושה רבדים של גילוי: ראשית, הרובד המצרפי, במסגרתו ניתנים סך הנתונים של כלל הפרוייקטים, וכן מידע חיוני אחר, ביחס למלאי ולמכירות החברה. הרובד השני כולל מידע ביחס לפרוייקטים שאינם מהותיים מאד. עיקרו של המידע הניתן מפרט את העלויות המשוייכות לכל פרוייקט ופרוייקט, את הרווח הגולמי והעודפים הצפויים להיוותר בגינם, וכן את מאפייני המימון של הפרוייקטים השונים. בנוסף ניתן גם ניתוח רגישות של הרווח הגולמי הצפוי מהפרוייקטים השונים. הרובד השלישי כולל גילוי נרחב יותר ביחס לפרוייקטים המהותיים מאוד. בקטגוריה זו נכללים פרוייקטים הצפויים להשפיע באופן ניכר על התוצאות העסקיות של החברה - השפעה ממנה נגזר הצורך להרחיב את הפירוט ביחס לכל פרוייקט שכזה.

**דיון:**

במסגרת הדיון נסקרו רכיבים שונים של דרישות הגילוי המוצעות לתחום הנדל"ן היזמי. חברי המליאה העלו שאלות באשר לצורך הקיים בעדכון והסדרת הוראות הגילוי בתחום הנדל"ן היזמי. הוסבר כי הנחיות הגילוי החדשות נועדו להוביל לכך שהדוחות הכספיים של חברות הנדל"ן היזמי יבטאו בצורה נכונה ועקבית יותר את מצבן העסקי. יתרון נוסף של תקנות אלו הוא בהשוואתיות שהן מאפשרות בין החברות השונות וכן תקנות אלו תואמות את מגמת הרשות לפעול בתחום קיצור הדוחות.

שאלה נוספת עלתה באשר למדרג הגילוי ביחס לפרוייקטים ובפרט ההבחנה בין פרויקטים מהותיים מאוד וכאלו שאינם מהותיים מאוד, וכן ביחס לצורך בגילוי נרחב גם ביחס לפרוייקטים שאינם מהותיים. סגל הרשות עמד על כך כי הדרישה לגילוי האמור הגיעה דווקא מהשוק. אנליסטים וחברות דירוג ביקשו מחברות הנדל"ן היזמי לספק מידע כאמור, והרשות מצידה החליטה להסדיר את מתן המידע ולפרמל את אופן גילויו. כמו כן הודגשה נחיצות המידע נוכח העובדה כי לחברות נדל"ן יזמי רבות אין פרוייקטים מהותיים מאוד ולפיכך המידע הניתן ביחס לכלל הפרוייקטים הוא המידע המרכזי שניתן על פעילותן בתחום.

בנוסף, נשאלה שאלה מהו היקף הגילוי הנדרש מחברות הנדל"ן היזמי ביחס לשינויים שחלו במרוצת הזמן ביחס לתכנון המקורי של הפרוייקטים. סגל הרשות הסביר כי ביחס

לפרויקטים לא מאוד מהותיים, הגילוי נדרש רק ככל שיש סטייה של עשרים אחוזים מהנתונים שנמסרו לגורם המממן או מנתונים צפויים שניתנו. ואילו, ככל שמדובר בפרויקטים מהותיים מאוד, אזי התאגיד יידרש לדווח על סטייה של עשרה אחוזים מהנתונים שנמסרו לגורם המממן או מנתונים צפויים שניתנו.

לבסוף, נשאלה האם מתכונת הדיווח הנדרשת מחברה ביחס לפרויקטים של נדל"ן יזמי בחו"ל היא זהה והושב כי כן.

**החלטה :**

**טיוטת התקנות הובאה לעדכון ותפורסם להערות הציבור למשך 60 יום; לאחר קבלת הערות הציבור וביצוע שינויים בנוסח התקנות, ככל שידרשו, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של התקנות לצד פירוט הערות מרכזיות שניתנו על-ידי הציבור והתייחסות אליהן.**

### 3. תיקון חוק בנושא לקוחות כשירים ופרסום בדבר כוונה להציע ניירות ערך - עדכון לפני פרסום להערות ציבור.

**רקע:**

מוצע לפרסם להערות הציבור הצעה להכנסת שני תיקונים בחקיקה ראשית. ההצעה הראשונה עוסקת בתיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך שהוא אחד מהפטורים מחובת פרסום תשקיף ומתחולת דיני ניירות ערך. הקושי במצב הדברים הנוכחי הנו כי ישנם גורמים שפירשו את סעיף 15א(א)(4) לחוק לחומרה, ולמעשה לא עשו בו כלל שימוש, על מנת להימנע מהפרה פוטנציאלית של החוק. מאידך, ישנם גורמים שעשו בסעיף שימוש המנוגד לתכליתו וללשונו, והציעו ניירות ערך לציבור ללא תשקיף ותוך הפרה לכאורה של הוראות החוק. נוסח הסעיף אף אינו מבהיר מהו הפרסום המותר, היקף הפירוט הניתן בו והרכב קהל המשקיעים הפוטנציאלי שאליו מופנה הפרסום.

הצורך בתיקון הסעיף גבר לאחרונה לנוכח הפעילות ההולכת וגדלה באתרי אינטרנט של מיזמים הפונים לציבור הרחב, על הסיכונים הכרוכים בכך, שעיקרם הצעה לציבור להשקיע בניירות ערך המוצעים להם על ידי אותם מיזמים, ללא תשקיף וללא מנגנוני ההגנה שנקבעו בדין, כשכל אלה מעלים חששות כבדים למעשי תרמית והונאה.

התיקון המוצע לסעיף 15א(א)(4) בא להשיג מטרה כפולה. ראשית, התיקון המוצע מעגן את כוונתו המקורית של המחוקק בהסדרת חריגים נקודתיים ביותר, כגון הצעת מכירת ניירות ערך על ידי מפרק, כונס נכסים, ממונה או בית המשפט למספר מצומצם של משקיעים ובהליך מסודר עליו ניתנת הודעה מראש. שנית, התיקון המוצע בא להבהיר מהו פרסום מותר של הצעת ניירות ערך ומיהו קהל היעד של אותו פרסום מותר. באופן כללי, הפרסום המותר יכול לפנות לכלל הציבור ובלבד שבפועל יוצעו ויימכרו ניירות ערך ללא יותר מ-35 משקיעים או למשקיעים כשירים כאמור בסעיף 15א(א)(7) לחוק.

ההצעה השנייה עוסקת בתיקון הגדרת "לקוח כשיר". אחד החריגים המשמעותיים ביותר לחובת פרסום התשקיף הוא זה הקבוע בסעיף 15א(א)(7) לחוק ניירות ערך, ומתיר בין היתר הצעה ומכירה של ניירות ערך למשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק. מכוח סעיף זה ניתן להציע ולמכור ניירות ערך, למשקיעים מוסדיים ולמשקיעים מתוחכמים אחרים, ללא

מגבלה על מספרם, והחל משנת 2011 גם ללקוחות כשירים שהינם יחידים אשר הונם ומומחיותם מצביעים על כך שניתן לפנות אליהם, להציע ואף למכור להם ניירות ערך ללא הגנת החוק. הגדרת לקוח כשיר מבוססת על בחינת עמידת היחיד בשניים מתוך שלושה מבחנים, כדלקמן: (1) מבחן הנכסים הנזילים - השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק ניירות ערך, שבבעלות הלקוח, עולה על 12 מיליון שקלים חדשים; (2) מבחן המומחיות - הלקוח בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון; (3) מבחן מספר העסקאות - הלקוח ביצע לפחות 30 עסקאות, בממוצע, בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו.

הגדרת "לקוח כשיר" רלבנטית הן בקשר עם היעדר חובת פרסום תשקיף כאמור בחוק ניירות ערך והן בקשר עם היעדר חובת רישוי למי שנותן שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות ללקוחות כאמור בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, שיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות.

במהלך התקופה שחלפה מאז כניסת תיקון "הלקוח הכשיר" לתוקף נצברו כבר מספר לקחים המעידים על בעייתיות במבחנים האמורים:

מבחן הנכסים הנזילים הועמד כאמור על סכום של 12 מיליון שקלים חדשים שהוא סכום הגבוה משמעותית ממבחן הנכסים האמריקאי שהועמד על מיליון דולר. משמעותה של קביעת סכום כה גבוה היא כי מספר המשקיעים הכשירים הישראלים העומדים בתנאי זה הוא מצומצם, שכן בפועל ישנם מעט יחידים המחזיקים בנכסים נזילים בסכום כה גבוה. מנגד, אין חולק כי קיימים יחידים אמידים שאינם זקוקים להגנה הנרחבת של חוק ניירות ערך, אולם אינם מחזיקים בהכרח בנכסים נזילים בשווי של 12 מיליון שקלים חדשים. בנוסף, נשמעה ביקורת על כך שלא נקבע בדין הישראלי מבחן אופציונלי הבוחן את גובה ההכנסות במקום את גובה הנכסים הנזילים לצורך קביעת כשירות הלקוח, בדומה לנעשה בארצות הברית.

הדין הישראלי כאמור לעיל דורש כי יתקיימו שניים מתוך שלושת המבחנים שהוזכרו לעיל, משמע כי לא די בהוכחת עמידה במבחן הנכסים הנזילים לצורך סיווג היחיד כלקוח כשיר, אלא נדרשת גם הוכחת מומחיותו או עמידתו במבחן מספר העסקאות. בארצות הברית, לעומת זאת, אין דרישה כפולה לעמידה הן במבחן של עושר (נכסים או הכנסות) והן במבחן מומחיות בכדי לסווג יחיד כלקוח כשיר.

מבחן המומחיות אף הוא לוקה בקשיים, שכן החוק אינו מגדיר בבירור איזו מומחיות נדרשת לצורך מענה על דרישות החוק. לנוכח ניסוחו המעורפל והלא ברור של החוק בעניין זה, נעשה, בין היתר, שימוש בהצהרה של היחיד שהינו בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון כנדרש בחוק, אך לא ברור אילו בדיקות נעשו לווידוא מומחיות זו, אם בכלל.

גם במבחן מספר העסקאות התעוררו קשיים שכן הוא הועמד על מספר גבוה בהרבה (30) עסקאות בממוצע בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים האחרונים, משמע 120 עסקאות בשנה) לעומת המספר המקביל הנדרש באירופה (10 עסקאות ברבעון במהלך ארבעת הרבעונים האחרונים כמוגדר ב- Annex II ל- Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)- 2004/39/EC). אסטרטגיית השקעה של ביצוע מספר רב של עסקאות

קנייה ומכירה בשנה, אינה בהכרח מעידה על היותו של היחיד לקוח כשיר שאינו נדרש להגנת חוק ניירות ערך.

לאחר בחינת הנושא, מוצע לפרסם להערות ציבור את התיקונים הבאים להגדרת "לקוח כשיר":

א. קביעת מבחני איתנות פיננסית: במסגרת זאת, מוצע לשנות את מבחן הנכסים, להוסיף חלופה של מבחן הכנסות ולהוסיף חלופה משולבת, כך שלקוח יוכל להיחשב ככשיר אם יעמוד באחת משלוש החלופות הבאות, על פי בחירתו:

1) מבחן הנכסים הנזילים – מוצע להפחית את סכום מבחן הנכסים הנזילים מסך 12 מיליון שקלים החדשים הנהוג היום לסך של 8 מיליון שקלים חדשים.

2) מבחן ההכנסות – מוצע להוסיף חלופה של מבחן הכנסות, בדומה לקבוע בארצות הברית, שיעמוד על סך של מיליון וחצי שקלים חדשים ליחיד בכל אחת מהשנתיים האחרונות.

3) מבחן משולב – מוצע להוסיף חלופה של מבחן נכסים והכנסות משולב שיעמוד על סך של חמישה מיליון שקלים חדשים בנכסים נזילים בתוספת הכנסה שנתית בגובה של 750 אלף שקלים חדשים בכל אחת מהשנתיים האחרונות.

מבחנים אלה בוחנים את איתנותו הפיננסית של הלקוח הכשיר מתוך תפיסה שלקוח כזה אינו זקוק להגנת דיני ניירות ערך שכן הוא יכול לרכוש ייעוץ של מומחה בתחום שוק ההון ומשאביו הפיננסיים אף מאפשרים לו לספוג הפסדים, במידה והשקעתו נכשלת.

ב. ביטול מבחן המומחיות: מוצע לבטל מבחן זה.

ג. ביטול מבחן מספר העסקאות: מוצע לבטל מבחן זה.

יובהר כי בהתאם לעמדת סגל הרשות שפורסמה לאחר כניסת הגדרת "לקוח כשיר" לתוקף, חלה חובה על המציע לבדוק את התקיימות התנאים והוא אינו יכול להסתפק בהצהרת המשקיע. במקביל לפרסום התיקון המוצע בהגדרת "לקוח כשיר" להערות הציבור, אמורה להתפרסם עמדת סגל מפורטת יותר בעניין אופי הבדיקות שעל המציע לערוך לצורך בדיקת התקיימות תנאים אלה.

התיקון האמור לעיל בהגדרת "לקוח כשיר" מוצע במסגרת חוק הייעוץ ויוחל גם במסגרת חוק ניירות ערך, באמצעות ההפניה הקיימת בחוק להגדרה מחוק הייעוץ, ובאופן זה ישמור על הרמוניה חקיקתית ויתרום לחסכון בתשומות החברות המגייסות או בעלי הרישיון לייעוץ וניהול תיקים בבחינת סיווגם של יחידים כלקוחות כשירים.

כאמור, ההצעות המועלות פה יפורסמו להערות הציבור, והנושא יוצג שוב בפני המליאה לאחר קבלת ועיבוד הערות הציבור.

**דיון:**

חברת מליאה שאלה מדוע בוטל מבחן המומחיות, ומהם השיקולים שהובילו לכך. בתשובה הוסבר על ידי סגל הרשות כי הוקדשה מחשבה רבה לנושא ונערכו דיונים והתלבטויות בייחוד לנוכח חשיבותו לכאורה של מבחן זה לצרכי חוק הייעוץ, אך לנוכח הבעייתיות הרבה

המתקיימת הן באופן שבו הוגדר מבחן המומחיות כיום (בניסוח כללי בלבד) והן בהגדרת הבדיקות לבחינת המומחיות, מוצע לבטלו. עוד הוסבר על ידי סגל הרשות כי אין מבחן דומה בדין האמריקאי. עם זאת, קיימת דרישת מומחיות ביחס למשקיעים מתוככמים אחרים המנויים בתוספת הראשונה לחוק הייעוץ, כגון משקיעים מוסדיים, חברות מנהלות, מבטחים, קרנות נאמנות, תאגידים בנקאיים, בעל רישיון לייעוץ וניהול תיקים, חבר בורסה, חתם וכדומה. הקושי הוא בניסוח וקביעת המומחיות הנדרשת עבור יחיד ובבדיקת אופן התקיימותה של מומחיות זו ועל כן מוצע לבטלה.

**החלטה: ההצעות לתיקון סעיף 15א(א)(4) בחוק ניירות ערך ותיקון הגדרת "לקוח כשיר" בתוספת הראשונה לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות הובאו לעדכון ופורסמו להערות ציבור.**

#### 4. מימון המונים לעסקים קטנים - עדכון לפני פרסום להערות ציבור.

##### רקע:

מוצע לפרסם להערות ציבור הסדרה מוצעת להתרת גיוסי המונים (Crowdfunding) בפטור מתשקיף עבור עסקים קטנים ובינוניים. נוכח ראשוניות ההצעה וחדשניות המודל, המודל מנוסח ברמת עקרונית בלבד, ומוצע לפרסמו כך להערות ציבור ראשוניות.

Crowdfunding הינו מודל לגיוס הון מהציבור הרחב, שהחל בסוף שנות ה-90, והרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים מהציבור באמצעות פלטפורמה אינטרנטית. תעשייה זו צומחת בעולם בקצב מהיר, וכיום קמפיינים של גיוסי המונים מגייסים סכומים גבוהים עבור פרויקטים רבים ומגוונים (סרטים, מיזמי טכנולוגיה, פיתוח תוכנה, ועוד). בשל מגבלות דיני ניירות ערך ברחבי העולם, עד כה עיקר גיוסי הכספים נעשו כתרומה או כנגד תמורה שאינה כספית (כדוגמת ספר או דיסק).

לאור התפתחותו האורגנית של מודל ה-crowdfunding, המדגימה את רצון הציבור לתמוך בפרויקטים בהם הוא מאמין, ומתוך רצון לעודד צמיחה ופיתוח של עסקים קטנים ובינוניים אשר על פי רוב אינם יכולים לשאת בעלויות המשויכות עם מבנה הרגולציה הכרוך בהצעה לציבור, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה גוברת בעולם של הצעות הסדרה להתרת גיוסי המונים בצורה של חוב ו/או הון, באמצעות הקלות רגולטוריות על אופן ההצעה לציבור של החברות המגייסות. בין המדינות המובילות בתחום זה ניתן למנות את איטליה ואנגליה אשר להן הסדרה קיימת בתחום ואת ארה"ב אשר פרסמה להערות ציבור הסדרה בתחום, וצפויה לפרסם הסדרה מחייבת עד סוף שנת 2014.

גם בארץ, מקודמת בימים אלו על ידי הרשות הצעת חוק של הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח ("ועדת מו"פ"), אשר גיבשה מודל ייעודי של גיוסי המונים עבור חברות הזנק צעירות. תיקון החקיקה ליישום המלצות ועדת המו"פ הובא לעדכון המליאה בפברואר האחרון, והמודל כולו פורסם להערות ציבור בחודש מרץ. בימים אלה סגל הרשות בוחן את הערות הציבור שנתקבלו ואת הצורך בעריכת שינויים במודל המוצע בעקבותיהן.

על רקע מגמת החקיקה העולמית והחקיקה המקומית לגיבוש מודל ייעודי של גיוסי המונים עבור חברות הזנק צעירות, על רקע פניות מצד נציגי ממשלה, והצעת חוק פרטית להסדרת



הנושא שיזם ח"כ ברוורמן, סגל הרשות בחן בחודשים האחרונים היתכנות גיבוש מודל להתרת גיוסי המונים בפטור מתשקיף אשר יחול על כלל העסקים הקטנים והבינוניים וזאת על מנת להרחיב את נגישות מקורות ההון גם לעסקים בתחילת דרכם ולעסקים קטנים ובינוניים.

סגל הרשות בחן מספר מודלים לעניין זה ולאחר ששקל את הנימוקים בעד ונגד החלופות השונות הוחלט לנקוט במודל הסדרה הדומה במהותו למודל שגובש על בסיס המלצות ועדת המו"פ, ואשר דומה בהיבטים רבים גם לחקיקה באיטליה ולחקיקה המתגבשת בארה"ב. מודל זה מאזן בצורה הטובה ביותר בין הפחתת הסיכונים למשקיעים ככל הניתן מבלי להשית מגבלות שהעלויות בצידן לגורמים המנפיקים יהפכו את מודל גיוס ההמונים ללא אפקטיבי.

לצורך גיבוש עקרונות המודל, קיים סגל הרשות פגישות עם גורמים שונים בשוק ובכללם נציגי ממשלה, נציגי הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים ונציגי מוסדות בנקאיים. עקרונות המודל קובעים את התנאים בהם יש לעמוד על מנת ליהנות מהזכאות לפטור מתשקיף והם בתמצית:

(1) הגבלת סכום הגיוס הכולל (1 מ'ש בשנה; 2 מ'ש בשנה אם ההצעה מלווה במשקיע מתוחכם);

(2) הגבלת סכום השקעה מרבי מצד משקיע בודד - 5,000 ₪ בהשקעה בודדת, ועד 10,000 ₪ בשנה;

(3) החלת דרישות גילוי מסוימות ביחס לחברה המגייסת ולפרטי ההצעה (דוחות כספיים, תכנית עסקית, תיאור הבעלות ומבנה ההון, פרטי ההצעה);

(4) תמיכה מצד הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, במשרד הכלכלה - אישור עקרוני להשקעה שיינתן על בסיס קריטריונים שנקבעו בתיאום עם הרשות ובדיקת נאותות שנערכה על ידי גופים מטעם הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים.

(5) גיוס ההמונים יבוצע באמצעות פורטל מימוני יחיד;

(6) מתכונת הפיקוח תהיה פיקוח עקיף באמצעות פיקוח על הפורטל המימוני - בין החובות שיוטלו על הפורטל המימוני: הפורטל יחויב לוודא עמידת התאגיד המגייס בחובות המוטלות עליו; וידוע עמידת המשקיעים בתנאי ההשקעה; רישום והחזקת אגרות החוב, אבטחת מידע ופרטיות המידע; וידוא קיום אישור הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים ועוד. לרשות תהיה סמכות להפסיק את פעילות הפורטל (מחיקה ממרשם החתמים), ואכיפה פלילית ומנהלית. באתר תיכלל הבהרה לגבי הפיקוח המוגבל של רשות ניירות ערך, ההבדל מניירות הערך המוצעים לציבור על פי תשקיף, והסיכונים הכרוכים בהשקעה מסוג זה.

(7) הגיוסים יוגבלו לאגרות חוב בלבד - מפגישות שקיים סגל הרשות עם גורמים שונים בשוק עולה כי גיוסים של מניות פחות רלבנטיים עבור פלח החברות הקטנות והבינוניות (שאינן חברות מו"פ). בנוסף, תחימת הגיוסים לגיוסי חוב בלבד מקלה על ההתמודדות בהיבטים שונים של ממשל תאגידי. עם זאת, סגל הרשות מעוניין לקבל את הערות הציבור בנקודה זו וככל שיימצא כי יש רצון להרחיב את הגיוסים גם לגיוסי הון, יבוצעו ההתאמות הנחוצות במודל;

(8) קיומו של משקיע מתוחכם כתנאי אופציונאלי - מפגישות עם גורמים רלבנטיים בשוק,

עולה כי לאור היקפם הנמוך של סכומי הגיוס, והנטלים הכרוכים במילוי תפקיד "משקיע מתוחכם" (ובכללם בדיקת נאותות, תמחור החוב וניהולו), ישנו ספק ממשי בדבר קיומו של משקיע מתוחכם פוטנציאלי אשר ניתן יהיה לרתום לטובת המודל. משכך, ועל מנת שלא לטרפד את היתכנות השימוש במודל, מוצע לוותר על הדרישה לקיומו של משקיע מתוחכם. עם זאת, השקעה מקבילה, באותם תנאים, מצד משקיע מתוחכם (תאגיד בנקאי, גוף מוסדי או לקוח כשיר) תאפשר הגדלה של סכום הגיוס ל-2 מ' ש.

#### **דיון:**

לשאלת אחת מחברות המליאה האם המודל דומה למודלים המתהווים בעולם, הוסבר כי המודל דומה במהותו למודל הקיים באיטליה, אם כי המודל האיטלקי חל ביחס לחברות מו"פ בלבד. כן צוין כי מודל זה דומה במהותו לחקיקה המתהווה בארה"ב להסדרת גיוסי המונים (crowdfunding), כאשר ה- SEC פרסמה להערות ציבור הסדרה מוצעת בתחום בסוף שנת 2013, וצפויה לפרסם את ההסדרה הסופית עד סוף שנת 2014.

אחד מחברי המליאה העלה שאלה בדבר הכדאיות הכלכלית הטמונה במודל עבור המשקיע הבודד, שכן סכום ההשקעה המירבי עבור משקיע הוא נמוך יחסית (5,000 ש"ח) והיות ומדובר בשלב זה על גיוסי חוב בלבד התשואה היא מאוד מוגבלת. בתשובה הוסבר כי הרציונל בבסיס המודל הינו להרחיב את נגישותם של עסקים קטנים ובינוניים לשוק ההון ולעודד את הצמיחה של הסקטור הזה מחד, ומאידך לאפשר לציבור להשתתף בהשקעות שבאופנים אחרים אין לו גישה אליהם. כאשר, במרבית המקרים שיקולי ההשקעה של המשקיעים לא יהיו בהכרח שיקולים כלכליים גרידא. עניין זה נלמד למשל מגיוסי המונים שמתבצעים היום בעולם שלא במתכונת של גיוסי חוב והון אלא כנגד תרומה או תמורה כלשהי למשקיע. כמו כן, היות והמודל מכוון לעסקים קטנים ובינוניים (להבדיל מחברות מו"פ), אשר אינם צפויים להניב תשואה משמעותית, ולאור פגישות עם נציגים שונים שתיארו את הצורך הקיים בחברות אלו כמוגבל בעיקר לגיוסי חוב, סגל הרשות סבר כי נכון לאפשר במסגרת המודל דווקא גיוסי חוב להבדיל מגיוסי הון. עם זאת, סוגיה זו נדונה רבות על ידי סגל הרשות, וסגל הרשות מעוניין לקבל את הערות הציבור בנקודה זו.

**החלטה: העקרונות המוצעים להתרת גיוסי המונים (Crowdfunding) בפטור מתשקיף עבור עסקים קטנים ובינוניים הובאו לעדכון ופורסמו להערות ציבור.**

#### **5. תקנות ניגוד עניינים - אישור לאחר הערות ציבור**

##### **רקע:**

בנובמבר 2012 הובאה לעדכון חברי המליאה טיוטת תקנות חוק השקעות משותפות (עסקאות שעלול להיות בהן ניגוד עניינים, עסקאות מהותיות ועסקאות מחוץ לבורסה ושוק מוסדר בתעודות סל), ולאחר מכן פורסמה להערות ציבור. התקנות הינן תקנות ייעודיות לתחום תעודות הסל והן מקודמות על ידי סגל הרשות במסגרת תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

התקנות מפרטות מהן עסקאות בניגוד, עסקאות מהותיות ועסקאות מחוץ לבורסה או מחוץ לשוק מוסדר, אשר על פי סעיף 18(א) לטיטוט החוק נדרש הדירקטוריון לדון ולאשר את

ביצוען.

הובהר, כי מאחר ותעודות סל הינן מכשיר פיננסי מתחייב, כל עסקה המבוצעת על ידי המנהל, הינה בעלת פוטנציאל להיות עסקה בניגוד, שהרי כל רווח בגין עסקה "מגולגל" בסופו של דבר לכיסו של המנהל.

בפני המליאה הוצג הנוסח המעודכן של טיוטת התקנות והערות הציבור המרכזיות שהתקבלו:

א. **אישור עסקאות בנוהל** - עיקר הערות הציבור נסובו סביב תקנה 5, אשר מטרתה להקל על החברות ולאפשר לחברה, חלף אישור פרטני של כל אחת מהעסקאות במסגרת הדירקטוריון, אישור באמצעות נוהל, כך שעסקה שתנאיה עומדים בתנאים שנקבעו בנוהל יראו בה כעסקה שעומדת בתנאי החוק. במסגרת הנוסח המעודכן נקבע, כי הגורם האמון על קבלת ההחלטה, באשר לסוג העסקאות שניתן יהא לאשרן באמצעות נוהל ובאילו תנאים, הוא הנאמן. במסגרת התקנה נוספה התייחסות לשיקולים שונים שעל הנאמן לשקול בבואו לקבל החלטה, כאמור, כגון תדירות העסקה שוויה והסיכונים הגלומים בה. מעבר לכך, ובהתאם לקבוע בנוסח התקנות המקורי, על הנאמן לאשר את הנוהל. עדכון כאמור מקל על החברות, אשר במסגרת עבודתן נמצאות בקשר רציף ובשיח שוטף עם הנאמנים.

ב. **הגדרת עסקה מהותית** - הסגל התבקש להקל בהגדרת עסקת רכישה ומכירת יחידות תעודות סל כעסקה מהותית. המלצת הסגל הינה שיש לקבל את ההערה, כך שחלף קביעה לפיה כל עסקת רכישה או מכירת יחידות בשיעור של חמישה אחוז מסך מחירי הפדיון הינה עסקה מהותית, ייקבע רף גבוה לפיו עסקה מהותית הינה עסקת רכישה או מכירת יחידות ביום אחד בשווי שאינו נמוך מחמישה עשר מיליון ובשיעור שאינו נמוך מחמישה אחוזים.

**דיון והחלטה: לא היו הערות לחברי המליאה והוחלט, פה אחד, לאשר את נוסח התקנות לאחר הערות ציבור.**

## 6. קרנות נאמנות - הקלות בתקנות הנכסים - עדכון לפני פרסום להערות ציבור

**רקע:**

מוצע לתקן את תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תשנ"ה-1994 (להלן – "תקנות הנכסים"), על מנת לתת למנהלי הקרנות הקלות נוספות שעיקרן בתמצית:

1. לאפשר למנהל קרן לרכוש עבור הקרן ניירות ערך בהנפקה בשיעור גבוה יותר מאשר השיעור המותר כיום (10% משווי נכסי הקרן במקום 5%).
2. להעלות את שיעור ההחזקה המותר באג"ח מדינה, מתוך השווי הרשום למסחר של האג"ח, בכלל הקרנות בניהול מנהל קרן, משיעור של 25% לשיעור של 50%.
3. לתת אפשרות להחזיק בקרן מזומנים ופיקדונות בשיעור העולה על 50%, בתנאי שמדובר בקרן שחשופה לניירות ערך בשיעור העולה על 50% בעזרת פעילות בנגזרים.

4. להתיר לאגד (Fund of funds) חוץ - שמוטר לו כיום להשקיע רק בקרנות ובמזומנים- לפעול גם בנגזרים, לצורך הגנה על האגד מפני שינויים בשערי המט"ח.

#### דיון:

במענה לשאלה מדוע קיים הצורך (בהתייחס לסעיף 2 לעיל) להעלות את שיעור ההחזקה המותר באג"ח מדינה משיעור של 25% לשיעור של 50% (מהשווי הרשום למסחר) והאם נכון לאפשר מצב בו מחצית מסדרה תוכל להיות מוחזקת בידי מחזיק אחד, הוסבר כי הרצון היה להעניק למנהל הקרן דרגת חופש גבוהה יותר מבחינת היצע הנכסים האפשרי לרכישה (מה שעשוי להיות רלוונטי בעיקר לקרנות כספיות בעלות שווי נכסים גבוה במיוחד), שאין חשש מהשפעה של המחזיק על המנפיק (בשל גודל הסדרות הממשלתיות) ושכל מקרה אין כאן היתר אוטומטי להגיע לשיעור הרכישה הנ"ל, מכיוון שמנהל הקרן מחוייב תמיד לפעול בשיקול דעת ובאחריות בכל רכישה שהוא מבצע.

**החלטה: תקנות הנכסים הובאו לעדכון חברי המליאה ופורסמו להערות הציבור למשך 45 יום; לאחר קבלת הערות הציבור וביצוע שינויים בנוסח התקנות, ככל שידרשו, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של התקנות לצד פירוט הערות מרכזיות שניתנו על-ידי הציבור והתייחסות אליהן.**

#### 7. הוראת קרנות ממונפות - עדכון לפני פרסום להערות ציבור

#### רקע:

מוצע לפרסם להערות ציבור הוראה בנוגע להגבלה על התחייבות מנהל קרן במדיניות השקעות לגבי שיעור חשיפה לנכסים. בשנים האחרונות הובאו לפתחנו מספר בקשות לאשר קרנות עם מגבלות חשיפה מאוד מאוד גבוהות, לעתים אפילו עד פי שבעה. לאור הצורך לאזן בין מגוון מוצרים שיצאו לציבור וגם מתוך צורך להגן על אותו ציבור ולשמור על קרן נאמנות כמוצר עממי, נגיש, ברור ומובן בשוק ההון, ולאור ההגבלות שראינו שנקבעו בתקנון הבורסה בנושא תעודות סל ממונפות, מוצע להוציא הוראה שעניינה הגבלת החשיפה בקרנות נאמנות. עניינה של ההוראה אינה רק מגבלות שיילקחו במדיניות השקעות אלא גם הגילוי שיינתן לציבור בדבר הסיכון אודות הקרנות הללו.

ההוראה תגביל את שיעורי החשיפה הכוללת לסוג נכס (מניות או מט"ח) שמנהל קרן יתחייב לגביהם במסגרת מדיניות ההשקעות של קרן בלונג עד פי 3 ובשורט עד פי 2. כמו כן, לצורך שמירה על תקינות המסחר, יש לפעול להטלת מגבלות על היקף הנכסים המנוהלים על ידי קרנות אלו. בעניין זה, מוצע שלא "להעתיק" את המגבלה הכמותית שנקבעה לעניין תעודות סל העוקבות אחר מדד ת"א 25 (עד 350 מיליון ₪ לתעודות שהונפקו על ידי קבוצת חברות), שכן בענף הקרנות כיום 19 שחקנים, ואם נידרש "לקצוב" לכל מנהל קרן שווי מרבי שהוא חלק מן הכמות המרבית הסבירה, התוצאה תהיה שווי נכסים מנוהל נמוך למנהל קרן, אשר עלול שלא להצדיק קיומן של קרנות כאלו. מכיוון שבפועל לא כל מנהלי הקרנות מנהלים או מתכוונים לנהל קרנות ממונפות, אין הצדקה להגבילם לשווי כה נמוך. מוצע לקבוע בהוראה כי בהתאם לחובת הזהירות המוטלת על מנהל הקרן מכוח החוק, יהיה עליו לבחון את הצורך להגביל את שווי יחידות קרן ממונפת שבמחזור בהתאם למחזורי המסחר הקיימים

בניירות הערך בהם היא משקיעה לפי מדיניות ההשקעות שלה. במקביל מוצע כי היו"ר יוסמך להתנות מתן היתר לתשקיף של קרן ממונפת כאמור בהגבלת שווי היחידות במחזור. במסגרת דרישות הגילוי המוסדרות בהוראה, מנהל הקרן יציין בתשקיף של קרן ממונפת, בין היתר, את הפרטים הבאים:

- כי מחירי הנגזרים המשמשים את מנהל הקרן לצורך יצירת המינוף מושפעים מעלויות ריבית, ועלולים לגרום לכך שתשואת הקרן תהיה פחותה משיעור המינוף שנקבע במטרת הקרן.

- כי ניהול הקרן מיועד להשיג תשואה יומית השווה בקירוב לשיעור השינוי היומי במחיר נכס הייחוס כשהוא מוכפל בשיעור המינוף. השפעתו המצטברת של המינוף על תשואת הקרן על פני זמן, עשויה להביא לכך כי תשואת הקרן לאותה תקופת זמן תהיה שונה ממכפלת שיעור השינוי במחיר נכס הייחוס בשיעור המינוף (לכך תצורף דוגמא מספרית).

כמו-כן ההוראה כוללת עמדת סגל בדבר חובות האמון והזהירות החלות מכוח החוק על מנהלי הקרנות המנהלים קרנות ממונפות ועל הנאמנים לקרנות כאמור, אשר מחייבות אותם לוודא כי ברשותם מערכות אשר יאפשרו בקרה מתמדת, במהלך המסחר בבורסה ולאחריו, אחר פעילות הקרן הממונפת, בין אם באמצעות מערכות הבקרה העומדות לרשותם ובין אם באמצעות בקורות מפצות ויזומות.

**דיון והחלטה: לא היו הערות לחברי המליאה. ההוראה הובאה לעדכון חברי המליאה ותפורסם להערות ציבור. בנוסף, הוחלט, פה אחד, להסמיך את יו"ר הרשות להתנות מתן היתר לתשקיף קרן ממונפת בהגבלת שווי יחידות במחזור של קרן ממונפת.**

#### 8. קרנות נאמנות - מודל תשקיפים חדש - עדכון לפני פרסום להערות ציבור

**רקע:**

סגל הרשות מבקש להציג מודל תשקיפים חדש שיישמו יהווה הקלה משמעותית למפוקחים המתבטאת, בין היתר בפישוט ההליך המתנהל מול הרשות ובחיסכון ניכר בעלויות הנלוות להפקתו וכן יוביל, ברמת הרשות, לייעול ההליכים המושקעים בהליך מתן ההיתרים לתשקיפי, וכל זאת מבלי לפגוע במידע שיינתן לציבור.

תשקיף של קרן מורכב מחלק א' שהוא תמצית כלכלית של הקרן וחלק ב' שכולל פרטים על מנהל הקרן, מדיניות ונהלים. כיום מקבלת הרשות מעל אלף ומאתיים תשקיפים לבדיקה של חלקי א' ועוד תשע עשרה חלקי ב'. החלק הארי נבדק במסלול ירוק (בדיקה אדמיניסטרטיבית).

להלן עקרונות המודל החדש:

- כל מנהל השקעה משותפת יפרסם אחת לשנה תשקיף במתכונת תשקיף חלק ב' (להלן: "תשקיף"), וזאת בתאריך קבוע שייקבע במסגרת סדרי הטיפול החדשים. על פי תשקיף השקעה משותפת שיאושר על ידי הרשות ויינתן לו היתר, ניתן יהיה להציע יחידות של כל ההשקעות המשותפות שבניהולו של המנהל באותה עת לתקופה של שנה.
- גם לעניין תעודות סל וקרנות סל - ההיתר שיינתן על ידי הרשות לפרסום תשקיף

יהא היתר לתקופה של שנה להצעת יחידות תעודות סל ו/או קרנות סל לציבור במהלך המסחר בבורסה בכמות בלתי מוגבלת, בכפוף לאישור הבורסה. כמות היחידות שתירשם בפועל למסחר תיקבע על ידי המנהלים בתאום עם הבורסה.

- אחת לשנה, עד ל- 31.3, ובהתאם לסדרי הטיפול שייקבעו, יידרש מנהל ההשקעה המשותפת להגיש דו"ח שנתי ביחס לכל קרן ותעודה שבניהולו, במתכונת תשקיף חוזר חלק א'. הנתונים בדוח יהיו נכונים לסוף השנה הקלנדרית שחלפה (31.12).

- מנהל המעוניין להציע יחידות של השקעה משותפת חדשה במהלך השנה (כלומר שלא היתה קיימת ולכן לא נכללה בתשקיף שפורסם באותה שנה) יגיש תשקיף של השקעה משותפת חדשה, במתכונת תשקיף חלק א' של היום (הכולל פרק המתייחס להצעת היחידות). לתשקיף כאמור יינתן היתר בנפרד.

- יודגש כי מבחינת הגילוי לציבור - לא תהא כל פגיעה במתן המידע לציבור. היקף הגילוי וזמינותו במסגרת הדוח השנתי לא ישתנה לעומת הגילוי הניתן בתשקיף.

סגל הרשות יקבל את הדוחות השנתיים לבדיקה פעם בשנה ויתאים את סדרי הטיפול כך שיאפשרו לבצע מעקב הרבה יותר הדוק על הנתונים הללו, ובדרך זו גם יוסר הלחץ הנגזר מהצורך לעמוד בסד זמנים המחייב מתן היתר לתשקיף דבר שמחייב למעשה, ברוב המקרים, מתן היתר שהוא כמעט אוטומטי, וכאמור מאפשר לסגל לבדוק לעומק רק חלק קטן מהתשקיפים המוגשים.

#### **דיון:**

אחת מחברות המליאה שאלה מהי איכות הבדיקה הנעשית ביחס לאותם תשקיפים הנבדקים רק אדמיניסטרטיבית וכן האם המודל החדש ייתר את הצורך בוועדת התשקיפים של מליאת הרשות, אשר מאשרת כיום את התשקיפים? סגל הרשות הסביר כי המשמעות של בדיקה אדמיניסטרטיבית, קרי בדיקה ב"מסלול ירוק", היא שבמסלול זה כל שנבדק הוא כי קיימים כל המסמכים הנדרשים לצורך קבלת היתר לתשקיף. חלק קטן מהתשקיפים נבדקים ב"מסלול האדום" בהתאם לניהול הסיכונים ביחידה. המודל החדש למעשה יהפוך את תהליך מתן ההיתר, שהפך להיות קצת אוטומטי ואדמיניסטרטיבי, למשהו שיכול לאפשר לסגל הרשות חופש פעולה הרבה יותר רחב בבדיקה בדיעבד. ההגשה תהיה עד ה- 31/03 כמו בכל דוח שנתי באותה צורה אולם לא בהכרח כל הדוחות יוגשו באותו יום בדיוק. כמו כן הסגל יוכל להחליט לבחור קבוצת קרנות מסוימת ולבצע בדיקה השוואתית או רוחבית. כלומר, מבחינה פיקוחית זה יכול לשנות משמעותית את האופן שסגל הרשות יוכל לפקח באמצעות תשקיפים, בעוד שהיום הפיקוח באמצעות בדיקת התשקיף הוא שולי יחסית במסגרת הפיקוח שמבצע סגל הרשות על קרנות הנאמנות. עם זאת, ועדת התשקיפים של הרשות תמשיך לאשר תשקיפים חדשים, ולעניין זה לא יהיה שינוי.

למעשה, המודל החדש הינו המשך של מגמה שהתחילה בסוף 2007. מקום שבו בעצם האחריות לתשקיף ולדוח היא זהה, בהוצאת הדוח הכספי של הקרן מהתשקיף לדוח וכאן יש בעצם השלמה של המהלך בהוצאת חלק א' של התשקיף, שהוא מעין תמצית כלכלית שמתייחסת לכל אחד ואחד מהמוצרים מהתשקיף, לדוח.

**החלטה: טיוטת התקנות הובאה לעדכון ותפורסם להערות ציבור.**

