



רשות ניירות ערך

פרוטוקול משיבת רשות מספר 4-2018 שהתקיימה ביום ג'

26.6.2018 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: אמיר וסרמן, אופיר איל, אילנה מודעי, אמיר הלמר, רועי כהן, דורית קדוש, חגי בן ארזה, חנוך הגר, איציק זקן, הדר הורן, אבי וורשביאק, מאיה גרטי גלבע, שרון אופיר שטרית, עידו טוויג, דודו לביא, שרה קנדלר, דורית גילת, עדי לוי שיינזינגר, רון עמיחי, הדס יונס, חוה בינשטוק, גתית גור גרשגורן, שים רובין.

על סדר היום

1. החלת כללי ממשל תאגידי על שותפויות ציבוריות זרות;
2. שינוי אופן החתימה של מסמכים בחוק ניירות ערך - אישור המליאה לאחר הערות הציבור;
3. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור) התשס"ז-2017, בעניין הקלות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - אישור המליאה לאחר הערות הציבור;
4. אישור הוראות במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28) התשע"ז-2017;

הדין

1. החלת כללי ממשל תאגידי על שותפויות ציבוריות זרות.

רקע

מטרת התיקון המוצע היא החלת כללי הממשל התאגידי שחלים על שותפויות ישראליות גם על שותפויות ציבוריות ו/או אג"ח זרות באותו אופן שבו חלים כללי הממשל התאגידי החלים על חברות ציבוריות שהתאגדו בישראל.

כיום כללי ממשל תאגידי חלים מכוח פקודת השותפויות רק על שותפויות ישראליות שהנפיקו יחידות השתתפות לציבור. תיקון לפקודת השותפויות המקודם על ידי משרד המשפטים עתיד להחיל כללי ממשל תאגידי גם על שותפויות ישראליות שהנפיקו אג"ח לציבור;

כיום, סעיף 39א לחוק ניירות ערך מאפשר להחיל באמצעות התוספת הרביעית לחוק, כללי ממשל תאגידי החלים לגבי חברות ישראליות שהנפיקו ני"ע לציבור, גם על חברות זרות שהנפיקו ני"ע לציבור. במסגרת התיקון האמור לפקודת השותפויות המקודם על ידי משרד המשפטים, מוצע גם תיקון עקיף לסעיף 39א לחוק ני"ע שיאפשר להחיל כללי ממשל תאגידי החלים על שותפויות ישראליות שהנפיקו ני"ע לציבור גם על שותפויות זרות שהנפיקו ני"ע לציבור;

בהתאם, מוצע לתקן את התוספת הרביעית לחוק ני"ע ולקבוע בה את כללי הממשל התאגידי שיחולו על שותפויות זרות שינפיקו ני"ע לציבור בישראל תוך אבחנה בין שותפויות שהנפיקו יחידות השתתפות ובין כאלה שהנפיקו אג"ח, בדומה לאבחנה הקיימת בין חברות שהנפיקו מניות ובין חברות שהנפיקו אג"ח.

לגבי שותפויות המנפיקות יחידות השתתפות, במסגרת ההצעה יערכו התאמות מן הדין שקיים היום על חברות זרות, לדין שקיים על שותפויות. במסגרת זו, ולנוכח השינויים בין חברה לשותפות, מוצעת תוספת המבוססת על שינויים אלה. מדובר ברשימה של כללי ממשל תאגידי שחלים היום על חברות זרות, שבשינויים המחויבים הכלולים בתוספת המוצעת, יחולו על שותפויות זרות שמנפיקות יחידות השתתפות.

לגבי שותפויות המנפיקות אגרות חוב, מוצע מהלך דומה, כאשר התוספת שחלה היום לגבי חברות, שהיא כאמור, רשימת כללי הממשל התאגידי שחלים לגבי חברות, תחול לגבי שותפויות אג"ח זרות.

דין

לשאלת חברת רשות מדוע יש צורך בכך, הוסבר כי הצורך נובע מהרצון למנוע ארביטראז' רגולטורי. יש היום הרבה חברות המתאגדות מחוץ לישראל ובאות להנפיק ניירות ערך בישראל. כאשר מדובר בחברות, יש את סעיף 39א לחוק ניירות ערך שקובע בדיוק מה הכללים שיחולו. כאשר מדובר בשותפויות – הרשות אמנם פועלת כבר כיום על מנת למנוע את הארביטראז', אך המצב הראוי הוא שאותו דין שחל על חברות – יחול גם על שותפויות.

לשאלת חברת רשות האם יש היום שותפויות זרות שהנפיקו ניירות ערך לציבור בישראל, הוסבר כי צריך לזכור שסעיף 39א לא חל רק על שותפויות שנסחרות בבורסה. זאת אומרת, גם שותפות זרה המציעה ני"ע לציבור בישראל מבלי לרשום את ניירות הערך למסחר בבורסה, תחוב בהוראות הממשל התאגידי. דרך אגב, היום יש תחומים מאוד ספציפיים ומצומצמים בהם ניתן להנפיק ני"ע באמצעות שותפויות ולרשום אותם למסחר בבורסה (מדובר בשותפויות גז ונפט ושותפויות סרטים), לכן הסיכוי שתבוא שותפות זרה שתנפיק יחידות השתתפות בתחום גז ונפט או בתחום של סרטים היא יחסית מצומצמת. היום אתה יכול גם להנפיק שותפות ציבורית שלא נסחרת בבורסה ועדיין כללי הממשל התאגידי של פקודת השותפויות חלות עליה.

לשאלת חברת רשות האם היום יש שותפות זרה שניירות ערך שהנפיקה נסחרים בבורסה, הוסבר כי מאחר ששוק השותפויות הציבוריות נפתח בעצם להנפקה, אנחנו לא רוצים להציב חסם ולמנוע משותפות ציבורית זרה להנפיק ניירות ערך לציבור. כיום, הדבר נעשה בהסכמה, כך שהשותפויות לוקחות על עצמן את כללי הממשל התאגידי באופן שלא נוצר ארביטראז'. זה פועל כך גם לגבי שותפויות המנפיקות יחידות השתתפות וגם לגבי שותפויות המנפיקות אג"ח. הסדר חקיקתי נוסף המקודם על ידי משרד המשפטים אך עדיין לא הושלם, נוגע להחלת כללי ממשל תאגידי על שותפויות אג"ח בדומה לתיקון שנערך לגבי חברת אג"ח. התהליך הוא בעצם לאמץ את אותם כללי ממשל תאגידי של חברת אג"ח לתוך פקודת השותפויות, ברגע שמשרד המשפטים יעשה את זה, הוא גם יחיל את זה על שותפויות זרות דרך סעיף 39א, זה המהלך.

לשאלת חברת רשות מה תהיה התוצאה עד שהחוק יעבור, נמסר כי היות שתיקון סעיף 39א הוא זה שיאפשר תיקון של התוספת הרביעית, הרי שעד לאישור הצעת החקיקה אותה מקדם משרד המשפטים לא יקודם התיקון של התוספת הרביעית כך שבכל מקרה לא יהיה ארביטראז' הפוך, כלומר לא יהיה מצב בו הוראות הממשל התאגידי יחולו על שותפויות זרות אך לא על שותפויות שהתאגדו בישראל. למעשה ארביטראז' כזה גם אינו אפשרי שכן הוראת סעיף 39א מאפשרת להחיל על תאגידי זרים הוראות החלות על תאגידי ישראל. לסיכום, בכל מקרה התיקון המוצע יקודם בד בבד עם קידום החקיקה של משרד המשפטים.

החלטה: חברי המליאה אישרו את התוספות שהוצעו, כך שעם תיקונו של סעיף 39א לחוק ניירות ערך, נוסח לתיקון התוספת לגבי שותפויות זרות, יהיה מוכן לקידום בהליך חקיקה.

2. שינוי אופן החתימה של מסמכים בחוק ניירות ערך - אישור המליאה לאחר

הערות הציבור.

רקע:

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

החיוב 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, שהוא 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.

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

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

נוסח התיקון פורסם להערות ציבור, ולא התקבלו בעניינו הערות, מלבד הערה הנוגעת לחוזר החל על בעלי רישיון, שאינה רלוונטית לתיקון זה, אשר הועברה לעיון יחידת הפיקוח על בעלי רישיון.

דיון:

במענה לשאלת חבר המליאה נאמר כי התיקון ישפר את אופן הטיפול בתקלות אצל הגורמים המדווחים, כך שיתבטל הצורך בגורם המאשר ובטיפול שלו בתקלות, וזאת בשל כך שלא יהיה צורך בתעודה אלקטרונית לשם הדיווח.

החלטה: חברי המליאה אישרו את קידום הליך החקיקה המוצע

3. הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור) התשס"ז-

2017, בעניין הקלות במנגנוני ההצעה של ניירות ערך לציבור - אישור

המליאה לאחר הערות הציבור.

רקע

במליאת נובמבר 2017 הובאה הצעה לתיקון תקנות בשני נושאים שמטרתם עידוד השוק הראשוני. הנושא האחד היה התרת מחיר מרבי בהצעה לציבור בדרך של מכרז, בתנאים מסוימים. הנושא השני היה הקלות לכללי ההצעה הלא אחידה שבפועל לא נעשה בה שימוש. מבירור עם השוק עולה שנושא חובת החיתום הוא המעצור הבולם את השימוש בהצעה לא אחידה. הצעה לא אחידה חשובה בגלל שמוסדיים גדולים טוענים שבהצעה אחידה לא ניתן להבטיח להם כמות וכך יוצא שהם משקיעים זמן אנליזה בלימוד החברה המנפיקה ובתמחור ניירות הערך המוצעים ובסוף לא מקבלים כלום. התוצאה היא שהם מדירים או ידירו רגליהם מחלק מהשוק. במקור דובר בעיקר במוסדיים מחו"ל אבל גם מוסדיים בארץ סובלים מזה. ניתנו הערות ציבור מגורמים שונים, ומכיוונים שונים. מוצגת כיום ההצעה שגובשה בעקבות ניתוח הערות אלה. לגבי מחיר מרבי בהצעה אחידה, ההערה העיקרית, הכמעט בלעדית שקיבלנו, היתה לא להגביל את גודל הבקשה במכרז בכלל. זאת הערה בעייתית שכן מגבלת גודל הבקשה היא הכלי העיקרי להתמודדות עם החשש שהתרת מחיר מרבי תביא לחיתומי יתר בהיקפים מעוותים. מנגד קיבלנו הערה מהבורסה שאנחנו מציעים לאמץ אותה. הבורסה הציעה שבהנפקות מעל 100 מיליון ש"ח גודל הבקשה המרבי שמגיש יוכל להגיש יהיה 25%

מהיקף ההנפקה ולא 15% שהוא הגודל המקסימלי המוצע לבקשה במכרז של עד 100 מיליון ש"ח. ההנחה היא שבהנפקות גדולות יותר, משתתפים משקיעים יותר גדולים ולכן הם צריכים נתח יותר גדול. כלל זה היה קיים בכללי הבורסה במשך כמעט שלוש שנים עד 2007 ונראה כי הוא עבד טוב. אנחנו מציעים לקבוע אותו בהוראת שעה לשלוש שנים כדי שבמהלך נוכל לבחון האם שיפרנו או שמא הרענו. הציפייה היא כמובן שנשפר את השוק. הציפייה היא שהפיצוי שאפשר יהיה להבטיח למשקיעים על הסיכון הגדול בהשקעה ב-IPO יעודד אותם להשתתף בשוק זה. מדובר הרי בסיכון גדול מאוד כי אף אחד לא יודע מה באמת יהיה המחיר שבו המכרז ייסגר או שייקבע בתחילת המסחר; כמה שמשקיע לא יעשה עבודה ויתמחר וינתח, בסוף הרי השוק יחליט. זה סיכון מאוד גדול ואם לחתמים ולחברה יש אפשרות לקבוע מחיר שהם צופים שיהיה בו איזה שהוא פיצוי על הסיכון, אז המשקיעים ייהנו מזה ויחזרו גם בפעם השנייה והשלישית לשוק הראשוני. הרי בסופו של דבר, שוק ראשוני זה השוק שבשבילו אנחנו יושבים פה, זה עיקר העיקרים. בנושא הצעה לא אחידה עלו חששות של גורמים שונים, בעיקר קרנות נאמנות קטנות, שחששו שההצעה הלא אחידה, תדיר אותם מהשוק כי החתמים יוכלו לסגור את ההנפקות עם מספר מצומצם של מוסדיים גדולים שיכולים לספוג את ההנפקות, הם פשוט לא יתעניינו בקטנים. מקור שני היה מצד חתמים שקשורים לבתי השקעות ופה נדרש הסבר – בתקנות קיימת הוראה, המגבילה בהצעה לא אחידה את הכמות שחתם יכול למכור ל- other people's money מהבית. למה נקבעה המגבלה? אם ההנפקה טובה, החתם יכול להטיב עם other people's money, שתחת שליטתו, או בעצם תחת שליטת הבית, בגלל שהוא צופה שהתשואה תהיה חיובית ולכן יהיה להם יתרון מול other people's money אחרים. בהנפקה ש"הולכת קשה" לעומת זאת, החתם יכול לחלץ את עצמו דרך זה שה- other people's money יחלצו אותו. לכן יש מגבלה כמה הבית יכול לקנות בהנפקה שבה החתם הוא מהבית. המגבלה ההיסטורית מ-2007 הייתה 5% מההנפקה להחזקה של עד 10 מיליארד ש"ח בידי ה- other people's money ו-10% מההנפקה להחזקה מעל 10 מיליארד. ההצעה היא להגדיל ל-25% מההנפקה, ל"בתיים" שמנהלים מעל 50 מיליארד. ההנחה היא שזה מבחינתם בטל בשישים. חייבים לומר שמצד אחד נכון שחתמים הקשורים לבתי השקעות, סובלים מניגודי עניינים. מצד שני, אם נרצה יום אחד חתמים שיחזרו להיות חתמים ולא רק מפיצים, אנחנו צריכים גופים שהם יחסית גדולים כדי שיוכלו ליטול התחייבויות חיתומיות ולעמוד מול חברות בוויכוחים על איכות הגילוי. לכן יש חשיבות להשאיר אותם בבתי ההשקעות.

בעניין התיקון השני, מוצע שההקלה לפיה לא יהיה חיתום בהצעה לא אחידה תחול אך ורק על הנפקת אקוויטי ולא על אג"ח. נראה כי זוהי נקודת האיזון בה מצד אחד אותן קרנות נאמנות קטנות לא ייזרקו מהשוק כי עיקר ההשתתפות שלהן היא בהנפקות אג"ח. מאידך בשוק הנפקות האקוויטי קיימת בעיה ולכן ההקלה נחוצה. דבר נוסף, שוק האג"ח מתפקד טוב ויש אפילו אומרים יותר מדי טוב לאור היסטוריית ריביות אפסיות של העשר שנים האחרונות. מוצע

ללכת בזהירות ולאפשר את ההקלה רק בהנפקות אקוויטי. גם בהנפקות אלה אנו מציעים סייג אחד. אנחנו חושבים שיש מקום לאפשר לציבור להיכנס גם להנפקות האלה, ולפיכך בגדול ברוב ההנפקות אנו מציעים כי תהיה חובה להציע 20% לפחות גם בהצעה אחידה (על כמויות) לציבור. ההערכה היא כי שני הדברים יעזרו לשוק האקוויטי. כמו כן, אותם סיכונים שדיברנו עליהם לגבי IPO, גדולים פי כמה בשוק האקוויטי, כי עוד יותר קשה להעריך מה המחיר שהשוק ייתן למניה. לאור זה ששוק האקוויטי בארץ, אמנם גם בעולם אבל בארץ במיוחד, לא כל כך פורח, ניתן לתלות תקוות בהקלות האלה.

דין:

בתשובה לשאלת חבר רשות האם לגבי מחיר מרבי מוצע לאפשר רק באקוויטי, נאמר כי האפשרות לקביעת מחיר מרבי תחול גם על אג"ח ותוצע באותו רף. באותן שלוש שנים שהסתיימו ב-2007 שבהן הכלל עבד בבורסה, הרף היה אותו רף גם לאג"ח וגם למניות ולא היו חיתומי יתר שזה החשש הגדול מפני מחיר מרבי. מעבר לכך כשצריך להחליט על רף תמיד יכולה לעלות שאלה לגיטימית למה דווקא רף כזה ולא אחר. לדוגמה בנושא השני - נקבע 20%, וזה עניין של פשטות כללים, 20% נקבעו בכלל אחר הקשור להצעה אחידה. בדומה גם כאן, רף זה יש בו גם היתרון של כלל פשוט.

בתשובה לשאלת חבר רשות האם חלק מהדברים יקבעו בהוראת שעה, נאמר כי גם לגבי הצעה במחיר מרבי וגם לגבי ההקלה בהצעה הלא אחידה, ההצעה היא כי כללים אלו יחולו בהוראת שעה לשלוש שנים.

לשאלת חבר רשות לגבי הסיכון בהפחתת הדרישה לחיתום, הוסבר כי באופן כללי יש שאלה כללית על הסיכון בהנפקות ללא חיתום, אבל בפועל בהנפקות בארץ אין חובת חיתום ומנגד גם אין איסור חיתום. זאת אומרת שלמעשה, אם המוסדיים היו רוצים הם היו יכולים לפעול לזה שיהיה יותר חיתום.

עוד הוסבר על ידי חברת רשות שכשאומרים חיתום, הכוונה היא לא להתחייבות לרכוש סחורה, אלא לעריכת בדיקת נאותות וחתימה על תשקיף במובן המשפטי של חיתום.

צוין כי נראה שישראל חריגה בעולם בעניין הזה, בעולם יש בדרך כלל gate keeper על ההנפקה. כשמדובר בהפצה, אין gate keeper. אבל אנחנו רואים שבפועל לא דורשים את זה, אך כרגע מדובר רק על ההקלה בהצעה לא אחידה.

אם יש צורך לטפל בחיתום אז יש לעשות כן, אבל גם בהצעה אחידה. זאת ועוד, ההיגיון המקורי של חובת קיומו של חתם בהצעה לא אחידה, וכך גם נקבע בתקנות של 2007, הוא שמדובר בחתם הנותן התחייבות ביטוחית של 100% מההנפקה. ההיגיון היה חשש שיכולת החברה

להחליט למי למכור וכמה למכור עלולה לגרום למיני מקורבים ליהנות מהשיטה הזאת. היה חשש כבד וזאת הסיבה לכך שהתהליך של אישור ההצעה הלא אחידה היה ארוך מאוד. ההנחה הייתה ששוק ההון הוא שוק בו החתם הוא שחקן לטווח ארוך, וזה שוק קטן והוא ירצה לדאוג קצת יותר מהחברה שהשוק יתפקד ולא ירצה להרוס אותו. לכן נקבעה חובת החיתום הביטוחי של 100%. יחד עם זאת ולאור מיעוט ההנפקות של אקוויטי, לפני כמה שנים הוצע והתקבל להפחית מ-100% ל-25% את ההתחייבות הביטוחית. ברגע שזה 25% קשה להגן על איזה שהוא היגיון וקשה לראות סיכון שינבע מזה שנרד מ-25% ל-0 אחוזים, למעט העובדה שיתחילו אולי להשתמש בשיטה הלא אחידה, ונראה האם החשש מוצדק. הצעות אחדות כמעט שאינן קיימות בעולם, קיים סקר שנעשה בסוף 2017 של שיטות הנפקה, אשר מעיד על כך.

בתשובה לשאלת חבר רשות האם מוצע בהצעה לא אחידה ללא חיתום להגביל את גודל הבקשה ל-25% בהנפקות של מעל 100 מיליון? לאחרונה בארה"ב במקום שהנפקות מתבצעות דרך החתמים נעשה מה שנקרא Block Sales. מוסדיים קונים בלוקים גדולים כדי לעשות Resale וזה מה שעלול לקרות פה, הוסבר בתשובה, כי עניין גודל הבקשה קיים רק בהצעה אחידה עם מחיר מרבי. בהצעה אחידה בלי מחיר מרבי או בהצעה לא אחידה, אין עניין של גודל בקשה. דווקא בישראל קיימת אולי סכנה כזו. בארה"ב זה מפליא, כי ההגדרה של מי הוא חתם בארה"ב, היא מאוד רחבה. ולכן, אם מוסדי קונה ומיד מפיץ, ייתכן כי הוא יילכד בהגדרה הזאת. יכול להיות שבפועל הוא מחזיק את ניירות הערך חצי שנה ואז מפיץ אותם.

עוד העיר חבר רשות שבגלל ששוק ה-IPO בארה"ב התייבש ובשוק ההנפקות המסורתי יש עמלות מאוד גבוהות, נולדה הדרך הזו. במקרים אלו המוסדיים מתחרים ביניהם על ההנפקות ולוקחים בעצמם את הסיכון עם Margin הרבה יותר נמוך. בארץ בגלל שאין מספיק שחקנים, החשש הוא שיהיה מצב שבעיקר עם הצעות לא אחידות ללא חיתום שמישהו יקנה שיעורים מאוד גבוהים כדי לעשות Resale.

לעניין זה הושב כי יהיה מקום לאפיין מה ההבדל בין הצעה לא אחידה לבין הקצאה פרטית. בעבר פנו אל הרשות באשר להצעה לא אחידה לשני גופים ונקבע שזו עקיפה של הצעה פרטית. בנוסף, אם השוק התייבש, אולי זו דרך שבכל זאת יהיה שוק, בסופו של דבר המטרה היא שחברות יוכלו לגייס. ההצעה פה היא להתחיל להניע משהו ועם הזמן לעשות התאמות שמתאימות לישראל.

עוד נאמר על ידי חברת רשות שמסך כל המגזרים שהם ברי פיקוח, מגזר החיתום סובל מתת הסדרה בישראל, לאורך השנים. בנוסף, כרגע בישראל מיישמים שיטות חיתום שכמעט לא רלוונטיות כשמסתכלים במבט גלובלי ורחב. כרגע המטרה היא לנסות ו"לנער קצת את השטיח" במובן הזה של לגרום לקצת יותר הנפקות כי אנחנו רואים שבאקוויטי יש לנו מעט מאוד הנפקות

באופן יחסי למה שאנחנו רואים בחוב. דבר נוסף, אנחנו רואים שהמוסדיים הגדולים לא יכולים להשתתף בהנפקות האקוויטי. עבור מוסדיים אלה המכרז לא מאפשר את הוודאות כי יקבלו את סף הכמות המינימלי שיצדיק לעבור את התהליכים של לימוד ההנפקה, שכנוע ועדת השקעה ועוד. לכן הם מראש נעדרים משם. המטרה היא קודם כל להכניס אותם פנימה וזה טרייד אופ של סיכון מצד אחד, אנחנו חוששים שיהיה פה תרחיש של העדפת מקורבים, אבל מצד שני אנחנו גם מקווים שבדרך הזו נוכל לעורר את השוק. בראיה ארוכת טווח, המצב האופטימלי הוא באמת שחתם יהיה חתם. הוא נקרא חתם אבל לא עושה חיתום, המטרה היא שהוא ימלא את התכלית החיתומית כדי להגיע למצב מתוקן יותר כמו שמקובל בעולם, אבל זה בטווח הארוך.

בתשובה להערת חבר רשות כי כדי שמוסדי ישתתף, הוא צריך שהכמות תהיה מספיקה והמדרגות שמוצעות לגבי הצעה אחידה, הולכות הפוך, קרי, האחוז נמוך עבור הנפקות קטנות והאחוז גבוה עבור הנפקות גדולות, והיה מצופה שזה יהיה הפוך כדי לענות על הצורך הזה, בתשובה הוסבר כי הדברים נאמרו לגבי הצעה לא אחידה, שם אפשר להבטיח כמות. בהצעה אחידה, גם עם מחיר מרבי, אי אפשר להבטיח כמות כי בעצם יכולה להיות תחרות כמותית, גם אם לא תחרות על מחיר. יכול להיות שמשקיעים יקבלו רק חלק ממה שהזמינו. לגבי השאלה למה דווקא מעל 200 ומתחת ל-100, בהנפקות היותר גדולות, המוסדיים הגדולים יותר מתעניינים ולכן היה חשוב להגדיל את הכמות. בנוסף, סוג של revealed preference, שלוש שנים זה עבד בדיוק עם המדרגה הזאת.

בתשובה לשאלת חבר רשות האם מצופה כי בהנפקות מתחת ל-100 מיליון לא יהיו מוסדיים, הובהר כי מצופה שיהיו מוסדיים יותר קטנים. הנפקות כאלה פחות מעניינות את המוסדיים הגדולים מראש, כי העניין תמיד הוא פונקציה של כמה זמן צריך להשקיע בכדי לקבל את ההחלטה הפנימית להשקיע.

החלטה: הוחלט לאשר את המשך קידום הליך החקיקה המוצע

4. אישור הוראות במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28)

התשע"ז-2017.

כללי:

באוגוסט 2017 פורסם ברשומות חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017 (להלן: "תיקון החוק" או "תיקון קרנות הסל").

משמעות תיקון החוק היא שבמהלך הרבעון האחרון של השנה כ-700 תעודות סל צפויות להפוך, בתהליך מדורג שיחל ביום 4 באוקטובר ויסיימו ביום 20 בדצמבר, לקרנות נאמנות,

ככלל מסוג קרנות סל (המודל הישראלי עבור מכשיר ה-ETF) ויוסדרו תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות באופן מפורט. כמו כן, תיקון החוק מאפשר למנהלי קרנות שיחפצו בכך להפוך קרנות מחקות שבניהולם לקרנות סל.

כניסתו לתוקף של תיקון החוק מותנית בכניסתם לתוקף של מספר קבצי תקנות אשר אושרו בוועדת כספים במאי השנה ומספר הוראות בהן עוגנו פרטי ההסדר, אשר לגביהן מתבקש אישור המליאה היום לאחר הליך הערות ציבור.

מאחר שהמהלך אופייני בכך שהוא עסק בהסבה של פעילות קיימת מדפוס פעילות אחד לדפוס פעילות אחר, שאפה הרשות לקיים אותו ככל שניתן בהסכמה ותוך שיח שוטף עם התעשייה וניסיון אמיתי לתת מענה ופתרון לכל סוגיה שעולה תוך כדי התהליך. הדברים נכונים הן בעיסוק בחקיקה ראשית ובתקנות, וקל וחומר כאשר הדברים אמורים בהוראות שמסדירות את פרטי הפרטים. לצורך גיבוש נוסח ההוראות התנהל שיח אינטנסיבי עם השוק שמסגרתו ביקשה הרשות למצוא פתרונות שייצרו איזון ראוי בין הצורך להמשיך ככל שניתן את הפעילות הקיימת במתכונת המוכרת לבין הצורך להחיל איזונים וריסונים מקום שבו מעבירים תחום למשטר של פיקוח, על כל המשתמע מכך. אישור המליאה מתבקש בעניין מספר הוראות לאחר הליך הערות ציבור -

1. הוראה למנהלי הקרנות לפי סעיף 33 לתיקון החוק, סעיפים 72(ה1), 97 ו-102 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן: "החוק") בדבר הגשת תשקיף מעבר ודוחות לצורך הפיכת תעודת סל לקרן ולצורך הפיכת קרן מחקה פתוחה לקרן סל (להלן: "הוראת גילוי מסמכי מעבר");
2. הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים לפי סעיפים 26, 72 ו-97 לחוק בדבר פרטים נוספים בתשקיף קרן מחקה ודוחות נוספים עבור קרן מחקה והפרטים בהם (להלן: "הוראת גילוי שוטף");
3. הוראה למנהלי קרנות נאמנות והנאמנים בדבר כללים לביצוע עסקאות בנגזרי OTC (להלן: "הוראת OTC");
4. הוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול ההשקעות בקרן מחקה והוראה כללית בעניין קרן מחקה (להלן: "הוראת ניהול קרן מחקה");
5. הוראה למנהלי קרנות הנאמנות בעניין חישוב דמי ניהול משתנים בקרן מחקה (להלן: "הוראת דמי ניהול משתנים");
6. תיקון ההוראה למנהלי הקרנות והנאמנים לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 בדבר הסדרת נושא הקסטודיאן וחובת גילוי בדבר חשיפת קרן לגורמי סיכון אשראי (להלן: "תיקון להוראת הקסטודיאן");

7. הוראה זמנית למנהלי קרנות ולנאמנים לפי סעיף 65א לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 בדבר שיעור מירבי לניירות ערך של תאגיד (להלן: "הוראה זמנית מדד הבנקים");
8. הוראה זמנית למנהלי קרנות ונאמנים לפי סעיף 65א לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 בדבר שווי פיקדונות לזמן קצוב (להלן: "הוראה זמנית פיקדונות לזמן קצוב").

מתבקש אישור המליאה לנוסח ההוראות לשם פרסומן באתר הרשות (מובהר כי ההוראות ייכנסו לתוקף אך ורק עם כניסתו לתוקף של תיקון החוק).

כמו כן נמסר עדכון בדבר שתי טיוטות הוראות שבכוונת הרשות לפרסם להערות ציבור:

1. טיוטת תיקון ההוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר קרנות שמדיניות ההשקעות שלהן יוצרת חשיפה גבוהה לנכסים, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 (להלן: "תיקון הוראת האיזונים");
2. טיוטת הוראה - הפרדה בין פעילות מנהל קרן לעושה שוק ביחידות הקרן (להלן: "הוראת הפרדה מבנית")

הוראת גילוי מסמכי מעבר והוראת גילוי שוטף

רקע

הוראות הגילוי אושרו על ידי מליאת הרשות במרץ השנה.

הוראת גילוי מסמכי מעבר עוסקת במסמכים השונים הדרושים לצורך ביצוע ההפיכה במועד הקובע, מתעודת סל לקרן נאמנות ומקרן מחקה פתוחה לקרן סל.

בעקבות מספר תיקונים שערכנו בנוסח, ההוראה פורסמה לסבב נוסף של הערות ציבור.

התיקונים שבוצעו - הטמעת לוחות הזמנים להגשת מסמכי ההפיכה (לוחות הזמנים מוטמעים בחוזר הערכות), הוראת גילוי שוטף הקובעת הוראות גילוי ייעודיות והתאמות בהוראות גילוי קיימות בתקנות וזאת לאור המאפיינים הייחודיים של קרן הסל.

גם בהוראה זו נערכו מספר תיקונים והיא פורסמה לסבב נוסף של הערות ציבור. התיקונים נבעו בין היתר מגיבוש מתווה קרן הסל הכשרה, אשר לגביה נקבעה דרך ייחודית באמצעותה היא עוקבת אחרי נכס המעקב - היא מבצעת עסקת החלף מול קרן סל מקבילה שנכס הבסיס

שלה הוא מחיר קרן הסל המקבילה, ובכך מצליחה לעקוב אחר נכס המעקב מבלי להחזיק ישירות בניירות הערך המרכיבים את המדד.

תיקון נוסף נעשה בהמשך לשיח שהסגל קיים עם הבורסה. הבורסה ביקשה שבד בבד להגשת תשקיף קרן חדשה ידווח גם דוח אודות כמות היחידות הכוללת הרשומה למסחר.

כמו כן, מבקש סגל הרשות לעדכן כי בימים אלו נבחנת אפשרות לבצע תיקון נוסף להוראת הגילוי ולהוסיף חובת דיווח בדבר שווי אינדיקטיבי של יחידת קרן סל. בהתאם לתקנות קרנות מחקות, מנהל קרן סל נדרש לדווח מידי יום חישוב מחירים לשלושה מחירים שונים: שווי, מחיר יחידה בתוספת עמלת יצירה, ומחיר פדיון בניכוי עמלת פדיון. נתון השווי משמש כבנצ'מארק למחיר במסחר. בקרנות שאינן מוגבלות בניירות ערך חוץ, עלול להיות פער משמעותי בין השווי כפי שפורסם כאמור ואשר נגזר משווי נכסי הקרן נכון לתום המסחר בבורסה בישראל לבין השווי נכון למועד תחילת המסחר ביום המחרת, אשר נגזר משווי הנכסים העדכני. לאור זאת, אנו שוקלים הוספת דרישת גילוי אודות השווי העדכני, שהוא שווי אינדיקטיבי. תיקון כאמור יפורסם להערות ציבור ולאחר הליך זה ישוב הסגל לקבלת אישור המליאה.

דיון

לא עלו שאלות מצד חברי המליאה.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

הוראה זמנית בדבר קרן מחקה העוקבת אחר מדד הבנקים, הוראה זמנית בדבר החזקת פיקדונות לזמן קצוב והוראה כללית

רקע

במסגרת סעיף 65א לחוק (אשר תוקן במסגרת תיקון החוק), קיבלה הרשות הסמכה לקבוע הוראות זמניות לעניין כללי השקעה. הוראות כאמור תיקבענה אך ורק בנסיבות שמצדיקות זאת והן תהיינה תקפות לתקופה מוגבלת, במסגרתה ייבחן יישומן והצורך בעיגון בתקנות. מוצע לעשות שימוש בסעיף ההסמכה הזה בהקשר של שתי סוגיות.

מנהלי תעודות סל מנהלים כיום תעודות סל שעוקבות אחר מדד תל אביב בנקים. עם כניסתו לתוקף של תיקון החוק, תחול על קרנות הסל שהיו, עובר למועד הכניסה לתוקף של תיקון החוק, תעודות סל, מגבלת הפיזור הקבועה בתקנה 5 לתקנות הנכסים. במסגרת השיח שקיים מול מנהלי תעודות הסל, התבקש לקבוע החרגה מהוראות התקנה על מנת לאפשר המשך הצעתן של קרנות סל העוקבות אחר מדד ת"א בנקים-5 (להלן: "מדד הבנקים"), וזאת אף על

פי שהוא כולל ניירות ערך שמשקל חלק מהם עולה על עשרים וחמישה אחוזים, ונוכח מגבלת הפיזור האמורה יש מניעה להחזיקם בשיעור כאמור בקרן סל. מגבלת הפיזור היא דרישה בסיסית בתחום קרנות הנאמנות ולכל חריגה ממנה עשויות להיות השלכות. יחד עם זאת, ונוכח המגמה לאפשר רציפות למרבית המוצרים הנהוגים בענף תעודות הסל כיום, מוצע לתת מענה לקרנות סל העוקבות אחר מדד הבנקים באמצעות הוראה זמנית במסגרתה ייקבע חריג ייעודי ממגבלת הפיזור האמורה, אשר תכשיר לתקופה מוגבלת את מדד הבנקים כנכס מעקב עבור קרנות סל ותאפשר את ההתכנסות הנדרשת לצורך המעקב.

הוראה זמנית נוספת נוגעת לשווי פיקדונות לזמן קצוב שמותר להחזיק בקרן. במסגרת השיח שקיים מול גורמים בשוק עלה צורך להעלות את השיעור המרבי עבור שווי הפיקדונות לזמן קצוב. בעקבות תיקון לתקנות הנכסים ניתן יהיה להחזיק פיקדונות לזמן קצוב בשיעור של 10 אחוזים (חלף 5 אחוזים) משווי נכסי הקרן. יחד עם זאת, בקרנות שמתכנסות באמצעות נגזרים ועל כן מחזיקות מזומנים בהיקף ניכר משווי נכסיהן, שיעור כאמור אינו מספק ועולה צורך לייצר עבורן הסדר ייעודי. במסגרת ההוראה הזמנית מוצע לקבוע הסדר ייעודי במסגרתו ניתן יהיה להחזיק בקרנות שעומדות בתנאים שהוגדרו וכן בקרנות כספיות, בפיקדונות לזמן קצוב בשיעור של עד 20% עם אפשרות של חריגה פאסיבית בהתאם לתנאים שנקבעו של עד 33%.

הערת ציבור עיקרית שהתקבלה להוראה זו: בנוסח שפורסם להערות ציבור נקבע שההסדר הייעודי הזה יחול אך ורק ביחס לקרנות שבמסגרת מדיניות ההשקעות שלהם **מתחייבות** ששיעור החשיפה שלהן לניירות ערך חוץ ולסחורות באמצעות נגזרים לא יפחת מ- 75%. במסגרת הערות הציבור התבקש לאפשר יישום של ההסדר הייעודי כאשר החשיפה לניירות ערך באמצעות נגזרים **בפועל**, היא בשיעור של מעל 75%, גם אם אין התחייבות לכך במדיניות ההשקעות. מוצע לקבל את ההערה ולאפשר יישום ההסדר בקרנות כספיות וקרנות שעומדות בתנאים הבאים: לצורך יישום מדיניות ההשקעות שלהן למעלה מ- 75% מהחשיפה לניירות ערך או סחורות, נעשית באמצעות נגזרים, ומדיניות ההשקעות איננה כוללת התחייבות להשקיע בשיעור העולה על 25% בניירות ערך מסוג כלשהו.

עוד יצוין, כי בעקבות הליך הערות הציבור להוראת ניהול השקעות בקרן מחקה (ההוראה הכללית), הוחלט להטמיע את ההוראה הנוגעת למאפייני פיקדון לזמן קצוב שמותר להחזיק בקרן בהוראה זמנית זו (חלף הוראת ניהול קרן מחקה) מאחר והיא רלבנטית עבור כל סוגי הקרנות ולא רק לקרן מחקה.

דין

לא עלו שאלות מצד חברי המליאה.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

הוראת OTC - עיקרי הדברים במליאה

רקע

הוראת OTC נועדה לאפשר למנהל הקרן ביצוע של עסקת החלף שאינה במימון (unfunded swap) וקניה והחזקה של חוזה אקדמה (forward), וזאת בכפוף להתקיימות תנאים, שנועדו לצמצם עד כמה שניתן את הסיכונים הכרוכים בעסקאות כאמור. במסגרת העברת ההוראה להערות ציבור התקיימו כמה סבבים של הערות מול האיגודים, ונוסח ההוראה שהוצג במליאה כולל את התיקונים לאור השיח מול התעשייה.

במסגרת ההוראה הוסדרו בין היתר הנושאים הבאים:

א. הגופים מולם ניתן להתקשר בעסקה בנגזר OTC, בהתאם לקבוצות שנקבעו בהוראת הקסטודי. ההוראה מאפשרת להתקשר עם ברוקר לצורך עסקת OTC אולם לא מאפשרת הפקדת כספים אצל גוף שאינו בנק.

ב. תנאים שיתקיימו בעסקה – מכיוון שמדובר בהסכם דו צדדי, ההוראה כוללת מעטפת של כללים שקובעת את המסגרת של ההסכם, כך לדוגמא משך העסקה לא יעלה על שנה, נקבעו מועדי RESET אחת לשלושה חודשים ונקבע רף לסליקת הפרשי MARK-TO-MARKET.

ג. מעורבות הדיריקטוריון, הנאמן וועדת ההשקעות באישור העסקאות, פרמטרים שנדרשים לבחון ועוד.

ד. כמו כן לבקשת הבנקים, ההוראה מאפשרת ארכה של חצי שנה ביישום החלק העוסק בתדירות סליקת הפרשים (סעיפים 4.2-4.6) בנוגע להסכמים קיימים ערב כניסתו לתוקף של תיקון החוק.

דיון

לא עלו שאלות מצד חברי המליאה.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

הוראת דמי ניהול משתנים

רקע

במסגרת פרק ה' לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרנות מחקות), התשע"ח-2018, נקבע כי מנהל קרן רשאי לקבוע בקרן מחקה שבניהולו (שאינה קרן ממונפת או קרן חשיפה

הפוכה), כי שכרו יכלול בנוסף לרכיב הקבוע גם רכיב של דמי ניהול משתנים. שיעור דמי הניהול המשתנים מוגבל עד לשיעור של 0.1%, 0.2% ו-0.3%, בהתאם למאפייני נכס המעקב.

חישוב שיעור דמי הניהול המשתנים בקרן, נגזר מהפער בין תשואת הקרן לבין השינוי בערך נכס המעקב בקרן, מתחילת השנה או מיום תחילת פעילות הקרן.

מנגנון דמי הניהול המשתנים סימטרי וכולל הן רכיב של דמי ניהול חיוביים, הנוספים על דמי הניהול הקבועים שהוא גובה, והן רכיב של דמי ניהול שליליים שיש להחזיר לקרן במקרה של הפרש עקיבה שלילי, ומנהל הקרן נדרש להעמיד ערבות מלאה בגינו.

הוראה זו מסדירה את אופן חישוב דמי ניהול משתנים בקרן מחקה. ההוראה קובעת נוסחה אחידה ומדויקת לחישוב פער העקיבה תוך התחשבות בגורמים אינהרנטיים לניהול הקרן (כמו למשל - דמי ניהול קבועים, קוואנטו והפרשי ריביות) וחישוב דמי הניהול המשתנים.

דיון

בתשובה לשאלת חבר מליאה בנוגע לערבות מנהל הקרן בגין דמי ניהול משתנים, הובהר כי מנהל הקרן נדרש להפקיד בפיקדון את סכום ההתחייבות המקסימאלי שעליו לשלם לקרן. מנהל הקרן מבצע הפרשה בכל יום, ככל שנדרש, עבור דמי ניהול משתנים. משיכת הכספים בפועל תבוצע אחת לרבעון. הפיקדון או הערבות יהיו בגובה ההתחייבות לדמי הניהול המשתנים בלבד.

נשאלה שאלה נוספת הנוגעת לאופן בו תתמודד הרשות עם קרנות בהן נוצר פער מהותי בין תשואת הקרן לבין תשואת המדד. הושב כי קרן, לרבות קרן סל, היא מוצר שאינו מתחייב. קיימים סיכונים שעלולים להתממש ולהוביל להפרש עקיבה. יחד עם זאת, הרשות מבצעת בקורות ובוחנת קרנות בהן הפרש העקיבה משמעותי ואת הנסיבות שהביאו לכך, ובנוסף, הוראת ניהול השקעות בקרן מחקה קובעת כללים אשר מגבילים את אפשרות ההשקעה של מנהל הקרן ואינם מאפשרים סטייה מהותית מנכס המעקב של הקרן. בקרנות בהן קיים קושי מובנה להיות בכל עת במתאם גבוה עם המדד, כך שעלול להיווצר פער עקיבה מובנה, לא ניתן לגבות דמי ניהול משתנים כלל.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

הוראת ניהול קרן מחקה

רקע

בהתאם להגדרה שבסעיף 1 לחוק, קרן מחקה היא קרן שלפי מדיניות ההשקעות שלה ייעודה השגת תוצאות הנגזרות משיעור השינוי במחיר מדד או סחורה. ההוראה נועדה להסדיר את

ניהול ההשקעות בקרן מחקה באופן שעולה בקנה אחד עם ייעודה של הקרן ולכן קובעת כי הציפייה ממנהל הקרן היא כי ישאף לכך שהקרן תהיה בכל עת במתאם מלא עם נכס המעקב. מקור קביעה זו נעוץ בשניים: ראשית, הציפייה של המשקיע בהשקעתו בקרן מחקה לקבל את שיעור השינוי בנכס המעקב; ושנית - היכולת של מנהל קרן מחקה לגבות דמי ניהול משתנים. מנגנון דמי הניהול המשתנים מאפשר למנהל הקרן לקבל דמי הצלחה במצב של טעות עקיבה חיובית וזאת עד שיעור מסוים מעל שיעור השינוי במחיר נכס המעקב וכנגד זה, ועד אותו שיעור סימטרי, למנהל הקרן התחייבות מול בעלי היחידות להחזיר כסף לנכסי הקרן במצב של טעות עקיבה שלילית. אותם דמי ניהול משתנים יוצרים למנהל הקרן אינטרס ואולי אף מייצרים לו טריגר ללקיחת סיכון מעבר להשגת ייעודה של הקרן. לפיכך, על מנהל הקרן להחזיק, בכל עת, בנכסים היוצרים חשיפה במתאם גבוה לנכס המעקב, בין אם בהחזקה ישירה בניירות הערך המרכיבים את נכס המעקב ובין אם באמצעות פעילות בנגזרים או במכשירי השקעה אחרים. פעילות אחרת שאינה עולה בקנה אחד עם האמור עלולה להביא להגדלת סיכון השוק הטמון בקרן וליצירת פער עקיבה ואינה מתיישבת עם ייעודה של הקרן. לעניין זה הוגדר כי יראו בסטייה של עד 5% משווי נכסי הקרן במשקולות של נכסי המעקב כעמידה במתאם מלא.

בעקבות הערות הציבור ושיח ארוך ונרחב עם איגוד תעודות הסל ואיגוד מנהלי הקרנות, ניתן מענה בנוסח ההוראה לסוגיות שונות והעיקריות שבהן:

א. התייחסות למצבים בהם רשאי מנהל הקרן שלא לעמוד במתאם מלא עם נכס המעקב, למרות שזו צריכה להיות שאיפתו תמיד, תוך התייחסות לימים הסמוכים לעדכון מדדים, מדדים שיכול להיות קושי מובנה להיות בהתאמה מלאה אליהם בכל רגע, עודפי יצירות ופדיונות וכו';

ב. גיבוש רשימת הנכסים אותם רשאי מנהל הקרן לקנות ולהחזיק בעד המזומנים בקרן בגין התכסות בנגזרים, על אף שאינם יוצרים חשיפה לנכס המעקב;

ג. הודגש כי יראו אי עמידה בסעיפים הקבועים בהוראה זו כחריגה ממדיניות ההשקעות של הקרן ולא יראו בחריגה הפרת הוראות סעיף 61 לחוק אם נתקיימו התנאים הקבועים באותו סעיף.

דיון

לא עלו שאלות מצד חברי המליאה.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

תיקון להוראת הקסטודי

רקע

ביום 25 בספטמבר 2016 אישרה מליאת הרשות את ההוראה בדבר הסדרת נושא הקסטודיאן וחובת גילוי בדבר חשיפת קרן לגורמי סיכון אשראי (להלן – "הוראת הקסטודי"). ההוראה עוסקת, הן במישור הגילוי והן במישור ההסדרה בשני עניינים אלו:

1. קסטודי - הסדרת המלצות הועדה הבין – משרדית לבחינת שוק הקסטודי בישראל ביחס למנהלי קרנות נאמנות (הליך בחירת קסטודיאן, מעקב שוטף, הוראות גילוי ופיקוח חיצוני);

2. חשיפת הקרן לסיכון אשראי שמקורו במזומנים ופקדונות של הקרן בבנק בישראל או מחוץ לישראל - ההוראה מטילה הגבלה על בנקים עימם ניתן להתקשר וקובעת כי הפקדת מזומנים ופקדונות של הקרן בבנק שאינו נמנה עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה או השנייה, המפורטות בנספח להוראה, אינה מתיישבת עם חובת מנהל הקרן והנאמן לנקוט את הצעדים הסבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלו – ולכן ההוראה אוסרת אותה; בנוסף קובעת ההוראה גם דרישות גילוי בשם הקרן לעניין חשיפה לסיכון אשראי כאמור.

לאור שאלות שהופנו לרשות והניסיון שנצבר מאז כניסתה לתוקף של הוראת הקסטודי, ולאור העובדה שמגוון כלי ההשקעה העומד בפני מנהל הקרן עובה והורחב במסגרת תיקון 28 אשר יכנס לתוקף באוקטובר 2018 ועימו פוטנציאל החשיפה לסיכון אשראי כנגזרת מפעילות בנגזרי OTC, זאת בנוסף לחשיפות סיכון האשראי הקיימות מפעילות בנגזרים נסחרים ומהשאלת ניירות ערך חוץ - נדרש בהוראה זו להתייחס גם לאלו ולהשלכתם על הבחינה, האם נדרש להוסיף סימן קריאה בשם הקרן. דרישות הגילוי בדוח שנתי, בדוח כספי, בתשקיף עיקרי וכדומה – עודכנו גם הן בהתאם לחשיפות סיכון האשראי שנוספו.

למעשה ההוראה מסמנת גבול לפיו מקום שבו יש למנהל הקרן חשיפה לסיכון אשראי הנובע מגוף מסוים, הוא צריך למנות אותו במסגרת סל חשיפות סיכון האשראי שלו, ובמקום שמדובר בחשיפה מוגברת לסיכון אשראי - הדבר צריך לקבל גם ביטוי בשם הקרן במסגרת הוספת סימן קריאה לשם הקרן.

מעבר לטבלת ריכוז הערות הציבור אשר בה מובאת התייחסות לסוגיות השונות, קיים שיח נרחב ומעמיק עם איגוד מנהלי הקרנות ועם איגוד תעודות הסל, לטיוב המודל וליצירת איזון ראוי בין הצורך של התעשייה מחד לעשות שימוש בסל הכלים להשקעה, וזאת בין השאר גם בהתבסס על הפרקטיקה הקיימת, ומאידך מתוך צמצום חשיפת סיכון האשראי לגוף מסוים ומתן גילוי נאות בשם הקרן מקום שבו פוטנציאל הסיכון גבוה יותר.

להלן יפורטו עיקר הקשיים שהביעה התעשייה ביחס ליישום התיקון:

1) מגבלת חשיפה לגוף - תקנה 11א(ג) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמוטר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה - 1995 (להלן – "תקנות הנכסים") קובעת כי שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו לא יעלה, למעט בתקופה של ארבעים וחמישה ימים לאחר הצעת היחידות לראשונה לציבור, על עשרים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן. מכיוון שבתיקון להוראה הוצע להחיל את המגבלה הקבועה בתקנה זו, מעבר לחשיפה לתאגיד הבנקאי שמקורה במזומנים ופקדונות, גם על חשיפות סיכון אשראי נוספות, כגון בשל סכומים שטרם נסלקו לקרן בגין פעילות בנגזרים ושווי נייר ערך חוץ שהושאל, נשמעה הטענה כי מתבקש להגדיל את שיעור החשיפה המותר לבנקים מקבוצת סיכון האשראי הראשונה מעל 25% משווי נכסי הקרן. אחרת מנהל הקרן יהיה מוגבל מלבצע מגוון הפעילויות מול תאגיד בנקאי מסוים ואף עלול להיות מוגבל כליל מלבצע חלק מפעולות ההשקעה אותן מבצע כיום (ובפרט השאלת ניירות ערך).

מוצע להיענות לדרישה זו ולקבוע כי החשיפה לתאגיד בנקאי מקבוצת הסיכון הראשונה בגין מזומנים ופקדונות, סכומים שטרם נסלקו לקרן בגין פעילות בנגזרים, אג"ח שהוציא אותו תאגיד בנקאי, שווי ני"ע חוץ אשר הושאל באמצעותו - לא תעלה על 33% מהשווי הנקי של נכסי הקרן. יובהר כי אין באמור כדי לגרוע ממגבלת שיעור ההחזקה המרבי המותר בקרן בפקדונות לזמן קצוב. מובן שעל מנהל הקרן לקיים ניהול סיכונים ולקיים בקרות בפועלו כאמור.

2) הגדרת תאגיד בנקאי בנספח להוראה – ההגדרה כיום מגדירה בנק מחוץ לישראל ככזה אם הוא מנהל עסקים אשר אילו ניהל אותם בישראל היה חייב ברישיון בנק על פי חוק הבנקאות, והוא בעל רישיון במדינה שהוא פועל בה והוא נתון לפיקוח של גוף רישמי שהוסמך על פי דין לפקח על פעילות בנקאית, במדינה החברה בארגון ה-OECD. הטענה שנשמעה, היא שיש קושי לקבוע שהתנאי לפיו אילו אותו גוף היה מנהל אותם עסקים בישראל היה חייב ברישיון בנק - מתקיים. ישנם גופים מסחריים עימם פועלים הן מנהלי הקרנות והן מנהלי תעודות הסל ואשר קיים ספק מבחינת חלק מהגופים האם אותם גופים עומדים בתנאי כאמור. ככלל הבקשה היא שיתאפשר להם להוסיף ולפעול מול גופים אלה אשר מהווים גורמים מובילים בתחום הפעילות בנגזרים.

בשל הפרקטיקה הקיימת (ולמרות שההגדרה כוונה לגופים שעקב פעילותם, בין השאר בקבלת פקדונות ומתן אשראי, היינו פעילות בנקאית מובהקת, הם מפוקחים יציבותית), מוצע בשלב זה לקבוע, לעניין פעילות בנגזרים בלבד, כי יראו גוף פיננסי אשר מדורג על ידי לפחות אחת החברות המדרגות הבינלאומיות בדרגה שאינה נמוכה מהדרגה הקבועה בסעיף (1) בטבלה בנספח להוראה, ונשלט באופן מלא בידי תאגיד בנקאי אשר הוא עצמו עונה על שלושת התנאים הקבועים ביחס לקבוצת סיכון האשראי הראשונה – כ"תאגיד בנקאי" המנוי עם קבוצת סיכון האשראי השנייה. יובהר, כי בהתאם להוראות הדין לא ניתן להפקיד בטוחות בגוף כאמור.

3) הוספת סימן קריאה בשם הקרן – אחת הטענות שנשמעו היא שבקרנות אג"ח חו"ל המתכסות בנגזרים לא נסחרים, בהן מגבלת החשיפה למניות היא "0", מאחר שקיימת חשיפת סיכון אשראי לבנק מקבוצת סיכון האשראי השנייה, הדבר יגזור הוספת סימן קריאה מידי, גם אם שיעור החשיפה לאותו גוף הוא נמוך מאוד. החשש שנשמע הוא כי הדבר עלול להטעות את המשקיע אשר סימן הקריאה הוא בבחינת "תמרור אזהרה" עבורו לקרן אשר חשופה לאג"ח שאינה בדירוג השקעה בשיעור העולה על שיעור החשיפה בקרן למניות. מעבר לכך, מאחר שבהתכסות בנגזרי OTC החשיפה המותרת בגין הפרשים (MTM) היא עד 1.5% או 3% משווי נכסי הקרן (בתלות בשאלה מיהו הצד הנגדי לעסקה), התבקש שלכל הפחות הפרשים אלה לא יביאו לדרישה להוספת סימן קריאה. טענה נוספת שנשמעה היא שהבחנה אשר יצרה הרשות בין קבוצות סיכון האשראי היא הבחנה שרירותית ולכן אין ממש בהוספת הסימן הקריאה בשם הקרן בגין חשיפת סיכון אשראי לגופים מן הקבוצה השנייה.

בנוסף הועלתה טענה נוספת בדבר הקושי לפיו במבחן המציאות, בהתאם לפרקטיקה הקיימת, בירידת המדד הנעקב שיעור הנכסים המופקדים כבטוחה צפוי לעלות על 10% משווי נכסי הקרן ובמדדים תנודתיים גם כן צפוי שיעור החשיפה לעלות על 10% משווי נכסי הקרן או לרדת משיעור זה באופן תדיר. כל אלו צפויים להקשות על התנהלות מנהל הקרן בכל הקשור להוספה וגריעה של סימן הקריאה משם הקרן.

דומה, כי גם במצב הדברים המתואר על ידי האיגודים החשיפה לסיכון אשראי קיימת, מאידך טענתם מובנת. כמו כן, התבהר כי בקרן מנייתית, התוצאה תהיה שלא יהיה כל גילוי לסיכון אשראי בשל שיעור החשיפה הגבוה בה למניות ממילא, לכן הוצע לקבוע תנאי שהוא מצד אחד מקל ומצד שני מחמיר:

במישור המחמיר - גם קרן מנייתית תידרש להוסיף סימן קריאה בשמה אם שיעור החשיפה שלה לסיכון אשראי (שאינו בשל אג"ח שאינן בדרוג השקעה) עולה על 10% משווי נכסי הקרן. במישור המקל - קרן מסוג עמלת הפצה "3", לרבות קרן מחקה כאמור, קרי מקבוצת הסיווג הפחות סולידית, אשר שיעור החשיפה שלה לסיכון אשראי של גוף מסויים המנוי עם קבוצת סיכון האשראי השניה לא יעלה על 10% (בכלל זה שווי בטוחות והפרשים שטרם נסלקו לקרן) – לא תידרש להוסיף סימן קריאה בשמה בשל אותה חשיפה, גם אם פרופיל החשיפה שלה למניות הוא אפס, ובלבד שהחשיפה הכוללת שלה לגופים כאמור לא תעלה על 20%; בנוסף הוצע לקבוע כי הפרשים הנסלקים על בסיס יומי לא יימנו במסגרת החשיפה לסיכון אשראי לאותו גוף. למעשה, בכך מנהלי הקרנות יוכוונו הן לפיזור של סיכון האשראי והן לפרקטיקה של סליקה יומית שנועדה גם היא לצמצם חשיפה לקרן;

בנוסף, יובהר כי מגבלת 10% משווי נכסי הקרן לגופים המנויים עם קבוצת סיכון האשראי השנייה אשר עד לשיעור זה לא תחייב בהוספת סימן קריאה בשם הקרן, לא תיוחד רק לסיכון

אשראי אשר מקורו בפעילות בנגזרים אלא גם כזה שמקורו בפעילות אחרת, למשל של הפקדת מזומנים ובטוחות.

הסגל הבהיר, כי לא מן הנמנע כי יהיה צורך לבחון את הדברים בשנית על רקע ניסיון נוסף שייצבר, בפרט ביחס לנגזרים הלא נסחרים אשר יותר למנהלי הקרנות לפעול בהם בקרנות שבניהולם.

דיון

חבר מליאה התייחס לכך שעל קרנות הנאמנות יש כבר היום כללים לגבי מה מצריך להוסיף לשם ושאל האם הכללים האלה יחולו כחלופה להם או בנוסף להם? במענה הובהר כי החידוש כעת הוא שההוראה ממפה מגוון חשיפות סיכון האשראי, מתווה תנאים, דורשת גילוי ודורשת גם גילוי בסימן הקריאה מקום שבו מדובר בחשיפה מוגברת לסיכון אשראי. מבחינה זו התיקון הוא פורץ דרך ואכן משית ניהול סיכונים וגילוי שלא נדרשו לפני כן ממנהלי הקרנות, בפרט בשל היכולת לפעול מול גופים, בעיקר בנגזרי OTC המנויים עם קבוצת סיכון האשראי השניה. סימן הקריאה בשם הקרן היה מאז ומתמיד סמן לחשיפה מוגברת לסיכון אשראי והוא ממשיך להיות כזה – אך ממקורות סיכון אשראי נוספים. למשל, מבחינת הוספת סימן קריאה בשם הקרן, אחד החידושים, כפי שהוסבר, הוא שגם בקרן מנייתית ייתכן ומעתה נראה בקרנות מסוימות סימן קריאה בשם הקרן, ובקרן אגח"ית שאינה סולדית, אשר שיעור החשיפה שלה לסיכון אשראי של גוף מסויים המנוי עם קבוצת סיכון האשראי השניה לא יעלה על 10% – לא נראה סימן קריאה בשם הקרן וזאת למרות פרופיל החשיפה "0" למניות בקרן כזו. לסיכום – ההוראה הזו היא התאמה של הכללים הקיימים.

חבר מליאה נוסף שאל האם אנו צופים כיצד הדברים יראו בעקבות התיקון?

לעניין זה הובהר כי עד היום מנהלי הקרנות פעלו רק בנגזרים נסחרים וחשיפת סיכון האשראי הייתה בדרך כלל לגופים המנויים עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה, כך שלא נדרשו בהוספת סימן קריאה בשם הקרן. התנאים אשר קבועים בהוראה לא אמורים בעקרון ליצור מפת מוצרים שבה כל המוצרים נושאים בשם סימן קריאה, אלא רק מקום שבו החשיפה היא מוגברת. בנוסף, ייתכן שיהיו פעילויות שיהיו מעט יותר יקרות כי הן יעשו דרך מתווך בנקאי ולא באופן ישיר. אך הדברים גם יוסיפו להבחן על הסגל תוך כדי תנועה.

חבר מליאה שאל האם ניתן לייצר סימולציה של מיפוי הוספת סימני הקריאה בעקבות תיקון ההוראה.

לעניין זה נאמר שהנוסח הסופי של ההוראה מגלם מרחב גמישות גדול כדי למצוא את האיזון הראוי ולשמר את סימן הקריאה כנתון בעל ערך מוסף שמיועד לתת אינדיקציה שמזרקת את

עודף הסיכון הגלום בפעילות מסוימת של אחוז מספיק של קרנות. ההערכה היא שלא יהיה שינוי דרמטי בתמהיל הקרנות שיש בשמותיהם סימן קריאה לעומת אחרות אבל הדבר גם ייבחן ויתוקף. במודל החדש, למנהל הקרן יש יותר שליטה ביחס לשאלה האם הוא בוחר להגדיל את פרמיית הסיכון שכרוכה במכלול פעילותו, תוך הוספת סימן הקריאה או שלא לעשות את זה. בהערת אגב, צריך להדגיש כי סימן קריאה אינו מצביע על התנהלות שאינה לגיטימית.

בנוסף, נאמר כי גם מערכי הייעוץ יידרשו להפנים שינוי זה. למעשה, גם היום קרנות התנהלו בחשיפה לסיכון אשראי וכעת יהיה לכך ביטוי בשם הקרן מקום שבו החשיפה היא מוגברת. אין בכך כדי לשנות בהכרח אופן התנהלות מנהל הקרן קודם לתיקון ההוראה. תיקון ההוראה מגביר את השקיפות בהיבט זה.

חבר המליאה התייחס לשאלת הפיזור. לעניין זה הובהר כי שיקול הפיזור אכן נלקח בחשבון ולכן הובהר בנוסח ההוראה כי בחשיפה של קרן מסוג עמלת הפצה "3", קרי מקבוצת הסיווג הפחות סולידית, אשר שיעור החשיפה שלה לסיכון אשראי של גוף מסוים המנוי עם קבוצת סיכון האשראי השנייה לא יעלה על 10% – לא תידרש להוסיף סימן קריאה בשמה בשל אותה חשיפה, גם אם פרופיל החשיפה שלה למניות הוא אפס, ובלבד שהחשיפה הכוללת שלה לגופים כאמור לא תעלה על 20%. כלומר הדבר נועד לעודד פיזור של החשיפה לשני גופים לפחות. בנוסף, הודגש כי אחת הסיבות לרפורמת הפיכת תעודות הסל לקרנות נאמנות הייתה תמריץ מובנה למנהלי תעודות סל למתוח עד הקצה את נטילת הסיכונים ליצירת עודף לכיסו של מנהל תעודת הסל. בעולם של קרנות נאמנות, מאחר שהנכסים הם הנכסים של בעלי היחידות הכל מתבטא בתשואה והמנהל גובה את דמי הניהול ותו לא, כך שמראש המוטיבציה לנטילת סיכון היא נמוכה יותר. אם המנהלים ייקחו על עצמם דפוסי פעילות יותר שמרניים, הם לא יאלצו להוסיף סימן קריאה. אם לא, לאור המנגנונים והתיקונים שנערכו בהוראה, הרי שיש הצדקה מלאה לשים את אותו סימן קריאה בשם הקרן.

חבר המליאה שאל האם אין פה בעיה שמצד אחד רוצים לתת שקיפות אבל מצד שני נוספה כאן מורכבות - צריך להסתכל מעכשיו גם על הרכב הנכסים ואי אפשר לדעת ממה סימן הקריאה נובע – האם בגלל אג"ח שאינה בדירוג השקעה? אם בשל חשיפה לבנקים וכדומה? בתשובה נאמר כי במהלך השיח שהתקיים עם מנהלי תעודות הסל ומנהלי הקרנות בעניין הזה, אלו ביקשו להתגרש מסימן הקריאה ולהגיש דיווח מידי תחתיו, אף על בסיס יומי. דיווח קונבנציונלי באמצעות דיווחים מידיים מילוליים, אינו אפקטיבי דיו, הציבור אינו בעל כושר לנתח אותו והוא בוודאי שלא נגיש מספיק. אנו סבורים שמן הראוי שגם יועצי השקעות יעמדו בציפייה להבין מה ההבדל בין סימן קריאה בקרן מחקה עם שיעור חשיפה למניות גבוה לבין סימן קריאה בקרן נאמנות אג"חית, ששם ההקשר שונה. זאת אומרת, סימן קריאה הוא בעצם אינדיקטור, פרמטר שאפשר גם להגדיר אותו בתוך מערכת תומכת החלטות מידע ולכן הוא

הרבה יותר טוב מכל תיאור מילולי אחר שנכלל בדוח, כאשר מטרתו היא להסב את תשומת הלב בהקשר הרלוונטי לכל קבוצת קרנות או לכל קבוצת סיווג של קרנות. החשוב הוא שסימן הקריאה מסב תשומת לב לפעילות שמאופיינת בחשיפה יותר גבוהה לסיכון אשראי וזהו המכנה המשותף גם לסימן קריאה בגין השקעה באגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה וגם בהפקדת פיקדונות בבנקים שהם לא בנקים המנויים עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה, וגם פועל יוצא של התנהלות או פעילות מול גופים בחו"ל שגם הם אינם מנויים עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה.

חבר מליאה שאל האם הכללים לגבי הוספת סימן קריאה יחולו גם על קרנות זרות? בתשובה נאמר כי קרנות זרות אינן מפוקחות על ידי הרשות וככאלה גם כללים אלו אינם חלים עליהן. חבר מליאה ביקש להבין כיצד יועץ השקעות בוחן קרן עם סימן קריאה בשמה מול קרן זרה. בתשובה נאמר כי על קרנות זרות שמציעות יחידותיהן בישראל לפי תיקון 23 לחוק השקעות משותפות בנאמנות חלים הדינים המסדירים הזרים. היועץ נדרש להבחין בין מוצר מקומי שמפוקח על ידי רשות ניירות ערך לבין מוצר שכפוף לדין זר.

החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.

תיקון להוראת האיזונים

רקע

המליאה עודכנה, על הכוונה לפרסם להערות ציבור תיקון בהוראה הקובעת כיום את מגבלות ההתחייבות למינוף במדיניות ההשקעות, המותרת בקרנות נאמנות. התיקון להוראה נועד לייצר אחידות בעולם המוצרים הפאסיבי העמיד לגדול עם הפיכתן של תעודות הסל לקרנות נאמנות בכל הקשור לתדירות איזון נכסי הקרן בקרנות מחקות משולבות ממספר נכסים נעקבים, ובקרנות ממונפות אשר צריכות לאזן את נכסי הקרן לרמת המינוף המקורית שהתחייבו אליה. כמו כן, נדרשת אחידות בכללים ביחס לקרנות בחשיפה הפוכה לנכס שהוא מדד או סחורה, בסוגיות של כיוון החשיפה למטבע כאשר נוצרת חשיפה מטח"ית בקרן כזו ורמת מינוף החשיפה למטבע, כאשר הקרן היא גם ממונפת.

לחברי המליאה לא היו הערות. לאחר קבלת הערות הציבור, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של טיוטת התקנות.

הוראת הפרדה מבנית

רקע

הוראה זו עוסקת בהפרדה בין פעילות מנהל הקרן לעושה השוק ביחידות הקרן. בהתאם להוראות הדין בתיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, מנהל קרן הסל מחויב למנות עושה שוק. כיום בעולם תעודות הסל, עושה השוק הוא חברה בת של חברת תעודות הסל ועל מנת לשמר פרקטיקה זו בה עושה השוק מוקם בתוך בית ההשקעות, הדין בתיקון 28 מאפשר לעושה השוק להיות חברה בקבוצה – אבל חברה אחות בלבד, וזאת על מנת להרחיק ולבדל את פעילות עשיית השוק מפעילות מנהל הקרן. בהתאם, מטרת הוראה זו לייצר הפרדה מהותית, הפרדה מבנית והפרדה בנגישות למידע בין הפעילות של שתי החברות. הדבר נועד ראשית כדי שלעושה השוק לא יהיה מידע עודף על פני שחקנים אחרים בשוק המצטטים מחירים במסחר. ושנית כדי שעושה השוק לא יוכל להטות את שיקול הדעת של מנהל הקרן במידע שיש לו, להעביר מידע למנהל הקרן ובאופן זה להשפיע על ניהול ההשקעות של מנהל הקרן בקרן הסל אשר ביחידותיה מתבצעת עשיית השוק.

לחברי המליאה לא היו הערות. לאחר קבלת הערות הציבור, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של טיוטת התקנות.