

רשות ניירות ערך

צוות מכשירים פיננסיים

מסקנות ביניים

דצמבר 2007

תוכן עניינים

עמוד

3	תקציר מנהלים	פרק 1
5	מבוא	פרק 2
9	פיתוח שוק מתוחכם תוך הגנה על הציבור הרחב	פרק 3
11	פתרון משולב בעל שני רבדים	פרק 4
11	4.1 רובד המנפיקים	
11	4.1.1 סעיף התחולה - יישום המבחן המהותי	
12	4.1.2 אמצעים להגבלת תחולת החוק	
16	4.1.3 חברות השקעה לצד קרנות נאמנות	
18	4.1.4 הקלות לחברות השקעה ספציפיות	
22	4.2 רובד המתווכים הפיננסיים	
23	4.2.1 מיתוג מכשירים פיננסיים מורכבים	
23	4.2.2 החלת חובת ייעוץ ביחס למוצרים פיננסיים מורכבים	
25	4.2.3 מניעת התמריצים המעודדים רישום למסחר בבורסה של מוצרים המיועדים למוסדיים בלבד, וניתוב מוצרים אלה לרצף המוסדי	
27	4.2.4 מניעה תכליתית של ניגודי העניינים הפוטנציאליים במערך הייעוץ הפיננסי	
28	4.3 סיכום ביניים	
29	המלצות לתקופת הביניים	פרק 5
29	5.1 המשך השיפור בדרישות הגילוי	
29	5.2 הסדרה נוספת באמצעות כללי הבורסה	
30	5.3 בחינת מתודולוגית הדירוג של מכשירים פיננסיים	
		<u>נספחים:</u>
31	תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות	נספח א'
33	השפעות המלצות הצוות על שוק ההון בישראל	נספח ב'

1. תמצית מנהלים

התמורות שחלו במשק הישראלי בשנים האחרונות הובילו לעליה משמעותית בשיעורן של חברות שהציעו את ניירות הערך שלהן לציבור בישראל ושעיקר עיסוקן הוא ביצוע עסקאות ומסחר בניירות ערך. הבולטות מבין חברות השקעה אלה הן תעודות הסל עם היקף נכסים של עשרות מיליארדי שקלים.

על רקע התפתחויות אלה בשוק ההון ועל רקע החשש לקיומו של כשל שוק בהבנת מכשירים פיננסיים מורכבים על ידי הציבור הרחב, מינה משה טרי, יו"ר רשות ניירות ערך, צוות עבודה בין משרדי. הצוות נדרש לבחון את ההיערכות הנדרשת לאור הגידול המשמעותי בייצור ושיווק מכשירים פיננסיים לציבור הרחב יחד עם מקומן המרכזי (וההולך וגדל) של חברות השקעה בשוק ההון הציבורי בישראל.

הצוות נתבקש לבחון את האופן בו מטופל כשל שוק זה בארה"ב ובאירופה, ולגבש המלצות לאור האסטרטגיה הזו ראשית אותה התווה יו"ר הרשות שמטרתה שמירה על עניינם של ציבור המשקיעים:

א. חיזוק אמון הציבור בשוק ההון.

ב. פיתוח שוק ההון והתחרותיות על ידי עידוד כניסתם של שחקנים חדשים, גיוון המכשירים הפיננסיים ושיכלול תשתיות השוק.

בהינתן העובדה שמכשירים פיננסיים מתוחכמים כבר הוצעו לציבור בישראל ונוכח הצפי כי יישום המלצות הצוות צפוי להימשך על פני תקופה לא קצרה, הצוות נתבקש להציע גם המלצות לטווח הביניים, עד ליישום המסקנות הסופיות.

כאשר בוחנים את העקרונות להסדרת תחום חברות ההשקעה בארצות הברית ובאירופה, מתברר כי הם דומים, הווה אומר, יצירת שוק מתוחכם ומוסדי בו הרגולציה המועטת מאפשרת התפתחות מהירה וגמישות גבוהה, ולצידו שוק מוסדר ומפוקח יותר הפתוח לציבור הרחב. אנו סבורים כי יש לאמץ עקרון זה של אבחנה בין השווקים וליישמו בהתאם למאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי.

לשם הפרדת השווקים כאמור לעיל בחרנו במודל המורכב משני רבדים.

א. החלת רגולציה מקיפה על הגופים המנהלים השקעות עבור הציבור, ללא תלות בצורת התאגדותם, ותוך יישום מבחן מהותי הבוחן את אופי הפעילות. אנו סבורים כי מעבר להסדרה מונחית עקרונות - Principles Based Regulation – יתרום רבות ליישום נכון של הוראות החוק.

על מנת לצמצם חסרונות העלולים להתלוות למבחן מהותי זה אנו סבורים כי יש להקפיד על העקרונות הבאים:

- החרגה ברורה בחוק של גופים שאין כוונה להחיל עליהם את הוראות החוק דוגמת גופים מפוקחים וגופים המציעים ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים בלבד.

- יצירת כללים מנחים ברורים שימנעו החלת גורפת מדי של הוראות החוק על תאגידים שמטרתם אינה השקעה משותפת בניירות ערך.
- הכרה בפעילות באמצעות חברות השקעה ככלי חלופי להשקעה באמצעות קרנות נאמנות, כלי שבו תתאפשר גמישות ניהולית רבה יותר, בכפוף לעמידה בקריטריונים ברורים שיבטיחו את עניינו של הציבור, שעיקרם שקיפות, עשיית שוק ומגבלות ערך נתון בסיכון (VaR) ובכפוף למיתוג ראוי.
- הענקת אפשרות לרשות ניירות ערך לפטור מהוראות החוק, כולן או חלקן, ולהתנות פטור זה בתנאים. סמכות זו נדרשת לשם הקפדה על גמישות רגולטורית שתאפשר פיתוח מוצרים פיננסיים חדשים תוך שמירה על עניינו של ציבור המשקיעים. עקרון זה יבטיח, למשל, את המשך התפתחותן של תעודות הסל תחת ההסדר החדש.

ב. הידוק הרגולציה על מתווכים פיננסיים.

ברובד המתווכים הפיננסיים אנו ממליצים לנקוט בפעולות הבאות:

- מיתוג מוצרים פיננסיים מורכבים.
 - החלת חובת ייעוץ לגבי מוצרים פיננסיים מורכבים, למעט מוצרים מסוימים אשר על אף שימותגו כמוצרים מורכבים ניתן יהא לפטור אותם מחובת ייעוץ בכפוף לתנאים מסוימים:
 - נייר ערך מדורג לטווח קצר (עד שנתיים) העומד בתנאי שקיפות שיקבעו וישבו הקרן מובטחת, שהונפק על ידי חברת השקעה שאינה מנהלת נכסים. בניירות ערך אלה, על אף מורכבותם, החשיפה של המשקיע להפסד קטנה משמעותית, ולכן מוצע בשלב זה שלא לחייב בייעוץ.
 - מכשירים פיננסיים שלא ניתן לסווגם כמוצרים פשוטים דוגמת תעודות בחסר, אופציות כיסוי ותעודות מעורבות אשר בשלב זה איננו סבורים כי יש לחייב בייעוץ לגביהם.
 - ניתוב מוצרים פיננסיים מורכבים לרצף המוסדי - מניעת התמריצים המעודדים רישום למסחר בבורסה של מוצרים המיועדים למוסדיים בלבד באמצעות הפעולות הבאות: עידוד הסחירות בשוק הרצף המוסדי, שיפור כללי השערוך של "שערי ריבית", הקלות בנוגע למגבלות השקעה בנכסים לא סחירים והקלה בשיווק מוצרים למשקיעים מתוחכמים שאינם גופים מוסדיים.
 - מניעה תכליתית של ניגודי העניינים הפוטנציאליים במערכת הייעוץ הפיננסית - יישום תכליתי של ההוראה האוסרת על יועץ השקעות להנפיק תעודת סל ומוצרי מדדים.
- סיכומו של דבר, המלצות הצוות צפויות להוביל להסדרת פעילותן של חברות השקעה, כולל תעודות סל וסטרוקצ'רים, במסגרת הרגולטורית המתאימה להם, ותמנע הצעתם לציבור של מוצרים פיננסיים מורכבים, נעדרי שקיפות ועתירי סיכון. יחד עם זאת, בשוק המתוחכם, בו ישתתפו גופים מוסדיים ומשקיעים מתוחכמים, יתקיים חופש פעולה רחב, לפיו יוכלו הצדדים לרכוש מוצרים פיננסיים מורכבים ובעלי רמות סיכון גבוהות ללא מגבלה.

2. מבוא

בשנים האחרונות אנו עדים להתעוררותו של שוק ההון הישראלי. בעקבות יישום רפורמות כלכליות שונות החל בליברליזציה בפיקוח על מטבע חוץ, דרך הרפורמה בקרנות הפנסיה וכלה ברפורמה בעקבות חקיקת בכר, ונוכח הפסקת הנפקתן של אג"ח מיועדות לקרנות פנסיה¹, נוצר אקלים השקעה חדש בישראל. בהיעדר אג"ח מיועדות ובשל התחרותיות הגואה, הגופים המוסדיים החלו לחפש הזדמנויות השקעה נוספות. אקלים זה עודד מתווכים פיננסיים להגביר ולגוון את היצע המוצרים תוך יצירת נגישות גבוהה יותר למוצרים מורכבים ומתוחכמים המעניקים תשואה גבוהה יותר, אך גם מלוויים בסיכון גבוה בהתאם².

הביקוש הגובר של הגופים המוסדיים למוצרים פיננסיים כאמור נבלם באופן מסוים בשל דרישות רגולטוריות שונות, אשר יפורטו בהרחבה בהמשך הדוח. גורמים אלה צמצמו את יכולתם של אותם גופים להשקיע בנכסים שאינם סחירים. דרישת הסחירות הובילה למתווכים פיננסיים שונים, לשווק את המוצרים הפיננסיים המורכבים, באמצעות פלטפורמה של חברת SPC, המציעה תעודות התחייבות לציבור, ורושמת תעודות אלה למסחר בבורסה. זאת, על אף שמוצרים אלה, מכח מאפייניהם ומורכבותם, אינם מיועדים לציבור הרחב.

לנסיבות האמורות, התווספו בשנים האחרונות אינפלציה נמוכה, שערי ריבית נמוכים, צמיחה כלכלית מואצת וגאות בשוק ההון בישראל. גם הטלתה בשווקים הפיננסיים בארץ ובעולם, אותה אנו חווים בתקופה האחרונה, אינה מבטלת את ההתקדמות העצומה שעשה שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות.

מציאות כלכלית זו הובילה לעליה משמעותית גם בשיעורן של חברות שהציעו את ניירות הערך שלהן לציבור בישראל ושעיקר עיסוקן, באמצעות השקעת כספי הציבור, הוא ביצוע עסקאות ומסחר בניירות ערך (לרבות חוזים, אופציות, ומוצרים פיננסיים מורכבים אחרים) (להלן – "חברות השקעה"). חברות אלה מאופיינות בפעילות פיננסית מורכבות והעדר שקיפות בדבר אופן ההתכסות³.

בגדר חברות השקעה אלה ניתן למנות קשת רחבה של חברות שהציעו את ניירות הערך שלהן לציבור בישראל: החל בחברות המנפיקות תעודות סל, דרך חברות המאגחות תזרימי פיקדונות והלוואות או תזרימי אגרות חוב קונצרניות וחברות המנפיקות אגרות חוב המגובות בפיקדונות מובנים, וכלה בחברות שעיקר פעילותן הוא השקעה בניירות ערך תוך שימוש באסטרטגיות השקעה אגרסיביות הכוללות מינוף גבוה והשקעה בנגזרים⁴. לענייננו נגדיר חברות השקעה כאמור

¹ בעבר הרחוק יותר הונפקו אג"ח מיועדות גם לחברות ביטוח.

² "שוק ההון: הסיבוב הבא – אחרי ועדת בכר, לפני המהפכות הבאות", גלובס מחקרים (ספטמבר, 2006).

³ גם חברות שמתכסות בתעודות התחייבות של גורם פיננסי אינן מפרטות כיצד אותו גורם מתכסה על מנת לגדר את התחייבויותיו, מהן העלויות ברכישת נכסים אלה וכיו'.

⁴ להשלכות של פעילותן של חברות השקעה בעלות מינוף גבוה ראו:

וניירות הערך שלהן כנכסים פיננסיים או כמכשירים פיננסיים נוכח העובדה שרכישת נייר ערך של אותן חברות כמוה כרכישת נכס פיננסי.

לחדשנות הפיננסית המתוארת לעיל, תפקיד חשוב בשכלול שוק ההון. עם זאת, הצעת ניירות ערך של חברות השקעה **לציבור** מציבה בפני הרשות אתגרים רבים בבואה למלא את תפקידה על פי חוק - הגנה על עניינו של ציבור המשקיעים בשוק ההון.

מודל הגילוי הקיים כיום בחוק ניירות ערך מותאם יותר לחברות "ריאליות" ופחות לחברות שפעילותן מתמקדת בניהול נכסים פיננסיים. צעד חשוב להתאמת הוראות הגילוי הקיימות כיום גם למכשירים פיננסיים ולחשיפות פיננסיות נעשה ביישום המלצות ועדות גלאי (הראשונה והשנייה) לעניין חובת גילוי כמותית ביחס לסיכוני שוק, במסגרת תקנות ניירות ערך ובמבנה הגילוי החדש שעיקרו פירוט עיקרי המוצר הפיננסי אשר אומץ על ידי סגל רשות ניירות ערך בתחילת שנת 2007.

עד לאחרונה הצעת מכשירים פיננסיים לציבור בישראל הייתה בעיקרה מרוכזת במסגרת מפוקחת, בין אם תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד - 1994 (להלן: "**חוק השקעות משותפות**") ובין אם תחת חקיקה מסדירה אחרת - הוראות הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון או הוראות המפקח על הבנקים. לאחרונה, חלה עליה משמעותית בניתוב פעילויות פיננסיות אלה גם לתאגידים מדווחים הכפופים לחובות הגילוי מכוח חוק ניירות ערך בלבד.

תאגידים אלה בהיותם בדרך כלל חברות פרטיות שהנפיקו התחייבות פטורים מההוראות המחייבות בחוק החברות ביחס לחברות ציבוריות (אישור עסקאות עם בעלי שליטה, מינוי דח"צים, מינוי מבקר פנים וכו'), ובנוסף אינם כפופים להוראות המסדירות בחוק השקעות משותפות. מצב עניינים חדש זה מחייב בחינה מהי המסגרת הרגולטורית המתאימה לפעילות זו והאם מיקומן של חברות ההשקעה במסגרת הרגולטורית של חוק ניירות ערך מהווה את האכסניה המשפטית המתאימה לחברות אלה ולפעילותן.

הקמת צוות מכשירים פיננסיים

על רקע התפתחויות אלה בשוק ההון, מינה משה טרי, יו"ר רשות ניירות ערך, צוות בין משרדי אשר נדרש לבחון את ההיערכות הנדרשת לאור הגידול המשמעותי בשיווק מכשירים פיננסיים לציבור הרחב יחד עם מקומן המרכזי (וההולך וגדל) של חברות השקעה בשוק ההון הציבורי בישראל.⁵

הצוות נתבקש לבחון נושא זה לאור האסטרטגיה הדו ראשית אותה התווה יו"ר הרשות שמטרתה שמירה על עניינם של ציבור המשקיעים:

א. חיזוק אמון הציבור בשוק ההון.

ב. פיתוח שוק ההון והתחרותיות על ידי עידוד כניסתם של שחקנים חדשים, גיוון היצע המכשירים הפיננסיים ושיכלול תשתיות השוק.

בהינתן העובדה שמכשירים פיננסיים מתוחכמים כבר הוצעו לציבור בישראל ונוכח הצפי כי הסדרת הרגולציה צפויה להימשך על פני תקופה לא קצרה, נתבקש הצוות לגבש בנוסף להמלצותיו הסופיות גם המלצות ומתווה פעולה לטווח הקצר, עד ליישום המסקנות הסופיות.

חברי צוות מכשירים פיננסיים הינם:

רשות ניירות ערך: עו"ד יורם נוה (יו"ר הצוות היוצא⁶), דודו לביא (יו"ר משותף), עו"ד איציק זקן (יו"ר משותף), איציק שורקי, רו"ח רונן מדר,, עו"ד שרה קנדלר, רו"ח יהודה אלגריסי, גיון דילבסקי, אלחנן הרמור, גליה מנצורי, ריטה ינקלביץ, בתיה פילו, עו"ד אמוץ גרינברג, רו"ח אורלי קורן, עו"ד אופיר רוטשילד, עו"ד מאיה גרטי-גלבוע (מרכזת הצוות).

משרדי ממשלה: עו"ד מרים אילני (משרד המשפטים), עו"ד מיכל עקביה (מחלקה משפטית, משרד האוצר), רו"ח ענת פעייר (אגף שוק ההון במשרד האוצר).

בנק ישראל: רועי שטיין (מחלקה מוניטרית).

הבורסה לני"ע: חני שטרית, רונית הראל בן-זאב, עו"ד חגית נאמן.

יועצים חיצוניים: פרופ' צבי וינר, עו"ד נטלי גייקובס ממשרד עורכי הדין GKH&BW, ד"ר שלומית זוטא, משרד עו"ד Davis Polk & Wardwell מארצות הברית.

⁵ תהליך בחינה דומה נעשה בארצות הברית עוד בשנות השישים נוכח הגידול הרב בהיקף הנכסים המנוהלים של חברות השקעה, ראו:

"Public Policy Implications of Investment Company Growth", *Report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce*, December 2, 1966.

כמו כן, בשנת 1992 נעשתה בחינה נוספת של החקיקה האמורה, נוכח העובדה שעברו חמישים שנים מאז נחקק. לדוח שיצא בעקבות בחינה זו ראו:

"Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation", Division of Investment Management, *United States Securities and Exchange Commission* (May, 1992)

⁶ עו"ד נוה כיהן כיו"ר הצוות עד לפרסום מסקנות הביניים של הצוות. בעקבות פרישתו מרשות ניירות ערך מונו מר דודו לביא ועו"ד איציק זקן כיושבי ראש משותפים של הצוות.

אנו מבקשים להודות לכל אחד מחברי הצוות על תרומתו לדיונים המעמיקים שקיימנו בנושאים השונים שהיו על סדר יומה של הועדה. תודה מיוחדת אנו רוצים להפנות לסגל הבורסה אשר סייע בידינו רבות והיה שותף להליך יישום המלצות תקופת הביניים ולמשרד עורכי הדין בארצות הברית Davis Polk & Wardwell, אשר ליווה אותנו בבחינת הדין האמריקאי וסיפק לנו סיוע רב בניתוח סוגיות שונות הנוגעות לחוק חברות ההשקעה האמריקאי, ה- Investment Company Act (להלן "ה-ICA"). כמו כן, ברצוננו להודות לפרופ' צבי וינר ולד"ר שלומית זוטא על המחקר שערכו, בתחום תעודות הסל, ולגיון דילבסקי, עו"ד נטלי גייקובס ועו"ד טל אבן-זהב על ההערות המועילות שלהן לטיטות המוקדמות של דוח זה.

לשם יעילות עבודת הצוות הוקמו שני תת צוותים. האחד, ריכז את הדיון בסוגיות המשפטיות ובבחינת הדין המשווה, והשני, בחן את המכשירים הפיננסיים המוצעים כיום לציבור בישראל ואת האפשרויות לשיפור איכות הגילוי ביחס למכשירים אלה.

המלצות תת הצוות המשפטי גובשו לאחר בחינת ההסדרים המשפטיים בארה"ב ובאיחוד האירופי בכל הנוגע לרגולציה החלה על הצעת מכשירים פיננסיים לציבור והרציונאל שעמד בבסיס חקיקתם, תוך התייחסות למאפיינים המיוחדים של שוק ההון בישראל ולאסטרטגיית יו"ר רשות ניירות ערך אשר פורטה לעיל.

עבודת תת הצוות הכלכלי התרכזה בבחינתם הכלכלית של מכשירים פיננסיים שונים כגון תעודות סל וסטרכז'רים. המלצות תת צוות זה עיקרן בתחום הגילוי הנדרש ממכשירים כאמור בתקופת הביניים (תמצית תנאי מוצר למכשירים פיננסיים, דיווח מדדי סיכון, ועוד). חלק מהמלצות צוות זה בתחום הגילוי אומצו בתשקיפי חברות השקעה כבר בתחילת 2007, ובהוראות של מחלקת יועצים בכל הנוגע לגילוי הנאות שיועצים נדרשים ליתן ללקוחותיהם ביחס למוצרים פיננסיים.

המלצות הצוות כפי שיוצגו להלן מועברות לעיונו של הציבור ולהערותיו, לשם קבלת תגובות, ביחס להשלכות האפשריות של המתווה המוצע על תחום חברות ההשקעה והמכשירים הפיננסיים בישראל. נודה לקבלת הערות לדוח זה עד ליום 15 בנובמבר 2007.

3. פיתוח שוק מתוחכם תוך הגנה על הציבור הרחב

בבחינת הרציונאלים להסדרת תחום חברות ההשקעה בארצות הברית ובאירופה, מצאנו כי המטרה בתחום הנפקת מכשירים פיננסיים היא דומה, הווה אומר, יצירת שוק מתוחכם ומוסדי בו הרגולציה המועטת מאפשרת התפתחות מהירה וגמישות גבוהה, ולצידו שוק מוסדר ומפוקח הפתוח לציבור הרחב.⁷ הדרכים להשגת מטרה זו שונות, אך ללא ספק אבחנה זו עוברת כחוט השני ברגולציה השונה באותן מדינות. אנו סבורים כי גם בישראל יש לאמץ ולחדד אבחנה זו תוך התאמתה למאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי.

בארה"ב שני רבדים של רגולציה מבטיחים יצירת שווקים נפרדים כאמור. הרובד הראשון הינו החלת רגולציה מקיפה על הגופים המנהלים השקעות עבור הציבור, ללא תלות בצורת התאגדותם.⁸ הרובד השני הינו רגולציה המוחלת על המתווכים הפיננסיים כגון יועצי השקעות, דילרים וברוקרים, המחייבת, בין השאר, בחינת תאימות המוצרים ללקוחות.⁹ באירופה מצאנו כי הפרדת השווקים כאמור מושגת בעיקר תוך שימת דגש על רובד הרגולציה השני – פיקוח הדוק על המתווכים הפיננסיים. פיקוח כאמור בא לידי ביטוי, בין היתר, בהחלת חובת ייעוץ היכן שמדובר במכירת מוצרים פיננסיים מורכבים לציבור.¹⁰ יוצא מכך, שבאירופה אין מאפשרים למשקיע מן הציבור הרחב (Retail Investor) ליזום פעולה ביחס למוצר מורכב ללא שגורם מפוקח ערך עבורו בחינה מסוימת של תאימות המוצר הפיננסי. בנוסף לאמור, יצוין, כי גם באירופה קיימת רגולציה מקיפה ברמת המנפיק ביחס לסוג מסוים של קרנות (UCITS). בעקבות עמידתן של קרנות אלה ברגולציה מחמירה זו הן זוכות לנגישות חופשית כמעט לכלל ציבור המשקיעים באיחוד האירופי (Single Passport).¹¹

בישראל, מצאנו כי ההפרדה בין השוק המוסדי לשוק ה-Retail, לפחות בתחום המכשירים הפיננסיים, אינה מספקת בהשוואה לנהוג באירופה ובארה"ב. כיום, אנו עדים לתופעה לפיה תאגידיים מדווחים מנפיקים מוצרים פיננסיים מורכבים לציבור הרחב, ורושמים ניירות ערך

⁷ בארצות הברית ובאירופה שם ההתפתחות של השוק המתוחכם אך הדל בפיקוח הגיע למימדים מאוד משמעותיים, בוחנים מחדש את רמת הפיקוח המועטת המושתת על גופים אלה. עם זאת בשלב זה האבחנה בעינה עומדת. ראו:

"Implications of the Growth of Hedge Funds", *Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission*, September 2003.

⁸ ראו: "The Regulation of Investment Companies in the United States", Division of Investment Management, *U.S. Securities and Exchange Commission*, April 17, 2006

⁹ ראו למשל את הוראות ה-NASD ואת חוק הייעוץ בארצות הברית (the Investment Advisers Act of 1940).

¹⁰ ראו את יישום דירקטיבת MIFID באנגליה בדוח שלהלן:

"Planning for MiFiD", *Financial Services Authority*, November 2005.

¹¹ ראו גם:

"White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds", COM (2006) 686, *Commission of the European Communities*, 15 November 2006

כאמור למסחר בבורסה לצד ניירות הערך המסורתיים. בעקבות רישום ניירות הערך המורכבים בבורסה הופכים מוצרים פיננסיים אלו לנגישים לכלל הציבור, גם מקום בו לא הוענק למשקיע ייעוץ מקצועי. דבר זה מתאפשר בשל ההבדלים בשני רבדי הרגולציה.

ברובד הראשון (רמת הסדרת המנפיקים), בשונה מארה"ב, הפירוש הנוכחי של סעיף התחולה בחוק השקעות משותפות התבסס, בדרך כלל, על פרשנות צורנית-פורמאלית ולא על בחינה מהותית של פעילות החברות. על כן, חברות השקעה, אשר בחרו שלא להתאגד כקרן, פועלות באותה מסגרת רגולטורית של תאגידים מדווחים "ריאליים", וללא כפיפות להוראות המסדירות של חוק השקעות משותפות.

ברובד השני (רמת הסדרת המתווכים הפיננסיים) בשונה מהמצב באירופה, לא קיימת בארץ **חובת ייעוץ** ביחס למכירת מוצרים פיננסיים מורכבים לציבור. כמו כן, הסדרת פעילותם של ברוקרים ודילרים אינה מוסדרת.

לאחר בחינת החלופות הרגולטוריות השונות בארה"ב ובאירופה, אנו סבורים כי ראוי לחזק בישראל את האבחנות בין השוק המוסדי המתוחכם לבין השוק הציבורי (ה-retail) בכל הנוגע להנפקת מכשירים פיננסיים מורכבים.

הפרדה זו עולה בקנה אחד עם אסטרטגיית יו"ר רשות ניירות ערך. ראשית, היא תוביל ליצירת שוק מתוחכם, בו הרגולציה פחותה, הכולל מנפיקים שמאפייניהם מאפשרים לפטור אותם מההוראות הקוגנטיות של דיני ניירות ערך. במסגרת שוק מתוחכם זה, ניתן היה לעודד פיתוחם של מכשירים פיננסיים מורכבים וחדשניים שיובילו ליצירת שוק פיננסי מתוחכם ומפותח. הפחתת הרגולציה תקצר גם את טווח הזמן הנדרש להנפיק מוצרים כאמור (Time to Market), אשר במסגרת מפוקחת עשוי להתמשך זמן לא מועט.

הקמת חובת ייעוץ, מקום בו המדובר במוצר פיננסי מורכב, תתרום לחיזוק אמון הציבור בשוק ההון ובמוצרים הנסחרים בו. מצב זה יפחית את הפגיעה במשקיעים שקיבלו בעבר החלטת השקעה שלא על בסיס הבנה מלאה של המכשיר אותו רכשו. יודגש, בעניין זה, בחרנו בחלופה הפחות פטרנליסטית. בניגוד לחלופות אחרות שבחנו, מוצע שלא לאסור על מכירת המוצרים לציבור הרחב. עם זאת, מכירה כאמור תבוצע כך שהמשקיע יעבור דרך "מסננת מקצועית" שתבחן את התאמת המוצר לאותו משקיע ותייעץ לו בהתאם.

בהמלצותינו נתייחס לשני הרבדים, רובד המנפיקים ורובד המתווכים הפיננסיים. שילוב ההמלצות ביחס לשני הרבדים יחדיו הינו הפתרון המשולב המוצע על ידי הצוות.

4. פתרון משולב בעל שני רבדים

כאמור, על מנת לקיים שוק מוסדי מפותח לצד שוק מוסדר המבטיח את שמירת ענייניו של הציבור הרחב, אנו ממליצים על מודל משולב המורכב משני רבדי רגולציה. בקליפת האגוז, ביחס למנפיקים בחרנו ליישם מבחן הבוחן את מהות פעילות החברה ומאפייניה ואילו ביחס למתווכים הפיננסיים המלצותינו שמות דגש על מיתוג והחלת חובות ייעוץ ביחס לשיווק והפצה של מכשירים מורכבים לציבור.

4.1 רובד המנפיקים

ברובד זה ראוי שהמבחן לבחירת מודל הרגולציה החל עליהם יהא מבחן מהותי ולא צורני, משמע יש לשים דגש על אופי הפעילות של התאגיד. בענייננו, יש לבחון האם מדובר בהשקעה משותפת בניירות ערך, ללא תלות באכסניה המשפטית-צורנית בה הפעילות מתבצעת (קרי שותפות, חברה, קרן או כל ישות משפטית אחרת). יישום המבחנים באמצעות הסדרה מונחית עקרונית - Principles Based Regulation – צפוי לתרום רבות להשגת התכלית בבסיס המתווה המוצע.

לאחר שבחנו חלופות שונות, אנו סבורים כי חוק השקעות משותפות הינו האכסניה המשפטית המתאימה לחברות ההשקעה ללא קשר לצורת התאגדותן. עד לתיקון החקיקה, במקרים קיצוניים בלבד, ניתן יהא לעשות שימוש בכלים פרשניים, על מנת למנוע עקיפה מלאכותית של הוראות חוק השקעות משותפות, כנוסחו כיום.

כנספח לדוח זה מצורפת הצעה לתיקון חוק השקעות משותפות המיישמת את העקרונות והכללים המפורטים לעיל ולהלן.

4.1.1 סעיף התחולה - יישום המבחן המהותי

א. בחינה מהותית של הפעילות

כאמור, מוצע כי תחולת חוק השקעות משותפות תהא על כל הסדר, שמטרתו או עיקר פעילותו היא השקעה, החזקה, בעלות או מסחר משותפים בניירות ערך להשקעה, או שהוא מוצג באופן האמור. פתרון זה בוחן את מהות הפעולה (עיקר הפעילות), ולא את כסותה המשפטית (אופן התאגדות).

בהתאם לתיקון המוצע, כל הסדר, לרבות חברה, הכפוף להוראות חוק השקעות משותפות יהא חייב בקיום מכלול הוראות חוק זה, אלא אם יזכה לפטור ספציפי - בין אם הפטור עוגן בחוק או בתקנות, ובין אם הפטור מוענק על ידי רשות ניירות ערך.

ב. בחינה מהותית של הנכסים

בנוסף, מוצע כי המונח "נייר ערך" יורחב ביחס להגדרה בחוק ניירות ערך כך שיכלול גם ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה, מניות רדומות, אופציות, חוזים עתידיים, נגזרים ותעודות השתתפות. בנוסף, מוצע כי יקבע סעיף סל - "כל אינטרס כלכלי בנייר ערך" - לתוכו ניתן יהיה ליצוק פרשנות תכליתית שתמודד עם החדשנות הפיננסית בתחום.

4.1.2 אמצעים להגבלת תחולת החוק

התפיסה בה בחרנו, לצורך בחינת הפעילות והנכסים, מאפשרת הסדרה מונחית עקרונית (Principles Based Regulation) המבוססת על מבחנים מהותיים ולא רק על ידי קריטריונים מפורטים. על מנת לצמצם חסרונות העלולים להתלוות למבחנים מהותיים אלה, כמו החשש מיצירת אי וודאות בהיבט התחולה, אנו סבורים כי יש להקפיד על העקרוניות הבאים:

א. שימור שוק מתוחכם בו הרגולציה פחותה

החרגה ברורה בחוק של גופים שאין כוונה להחיל עליהם את הוראותיו, דוגמת גופים מפוקחים וגופים המציעים ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים בלבד.

ב. גמישות רגולטורית כבסיס לפיתוח עתידי של השוק

הענקת אפשרות לרשות ניירות ערך להעניק פטור מהוראות החוק, כולן או חלקן, ולהתנות פטור זה בתנאים. סמכות כאמור נדרשת לשם הקפדה על גמישות רגולטורית שתאפשר פיתוח מוצרים פיננסיים חדשים תוך שמירה על עניינינו של ציבור המשקיעים. עקרון זה יבטיח למשל את המשך קיומן של תעודות הסל תחת ההסדר החדש בעלויות מינימאליות.

ג. החרגת תאגידים "ריאליים"

יצירת כללים מנחים ברורים שימנעו החלה גורפת מדי של הוראות החוק על תאגידים שמטרתם אינה השקעה משותפת בניירות ערך.

4.1.2.1 שימור שוק מתוחכם בו הרגולציה פחותה

כפי שצינו, עת מוסדרת פעילותן של חברות ההשקעה המציעות ניירות ערך לציבור יש להבטיח במקביל מתן חופש פעולה לחברות השקעה הפונות למשקיעים מתוחכמים בלבד. כמו כן, לא מצאנו לנכון להחיל רגולציה על גופים מסוימים עליהם כבר חלות הוראות מסדירות שונות דוגמת בנקים וחברות ביטוח. ההוראות שלהלן מטרתן לקיים שוק מקביל בו ניתן יהיה להנפיק גם מוצרים פיננסיים מתוחכמים ומורכבים, ללא הכבדה רגולטורית נוספת.

א. החרגת גורמים מפוקחים

בהתאם לתיקון המוצע לחוק השקעות משותפות תאגידיים בנקאיים, חברות ביטוח, עושי שוק, חתמים, כונסי נכסים, קופות גמל, קרנות פנסיה, חברי בורסה¹² וגופים זרים מפוקחים בעלי מאפיינים דומים יוחרגו מתחולת החוק. כמו כן, מוצע להסמיך את הרשות לקבוע גופים נוספים שיהיו זכאים בפטור כאמור.

תאגידיים אלה מתאפיינים בכך שאופן התנהלותם ויציבותם הפיננסית מוסדרים על פי דין אחר (קופות גמל וקרנות פנסיה למשל מפוקחים על ידי הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר). הסדרה מקבילה זו מייתרת במקרים אלה את הצורך בהתערבות של רגולטור נוסף, לפחות בכל הנוגע לרובד הסדרת המנפיקים (כפי שנראה ברובד התיווך הפיננסי המצב שונה).

החרגה זו היא של סוגי מנפיקים, ללא תלות בסוגי ניירות הערך שינפיקו, ינהלו או ירכשו וללא תלות בשאלה אם הציעו ניירות ערך לציבור. יודגש, כי באם גוף שהוחרג על פי סעיף זה מתחולת חוק השקעות משותפות יציע ניירות ערך לציבור, יחולו עליו הוראות חוק ניירות ערך לכל דבר ועניין. מוצע כי הרשות תחיל על מנפיקים כאמור סטדנרטים של גילוי בדומה לאלו שיחולו על חברות השקעה, וזאת בנוסף להוראות הכלליות של חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו.

אנו מבקשים את הערות הציבור בכל הנוגע לזהות הגופים שיכללו במסגרת פטור זה. כמו כן, נשמח לקבל הערות בדבר היקף הפטור שיש ליתן לגופים כאמור.

ב. החרגת מנפיקים המציעים ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים בלבד

מנפיקים שהציעו ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים, כלומר משקיעים מוסדיים או משקיעים אמידים (אשר ההנחה לגביהם היא כי אינם נדרשים להגנה הפטרנליסטית אותו מציע חוק זה) יוחרגו אף הם מתחולת החוק. הפטור האמור, יחד עם התיקון המוצע בימים אלה לחוק ניירות ערך, בעניין זה¹³, יבטיחו הלכה למעשה כי אכן, לצד השוק הציבורי המוסדר, יוכל להתפתח שוק מתוחכם וגמיש, בו הרגולציה פחותה¹⁴.

¹² לרבות הבורסה ומסלקת הבורסה.

¹³ בימים אלה מגדירה רשות ניירות ערך מיהו משקיע מתוחכם, שאינו משקיע מוסדי, אשר אינו נדרש להגנה המוענקת על ידי פעילות הרשות. משקיע זה, יכלל ברשימה בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ולא ימנה במסגרת 35 משקיעים המקימים "ציבור" בהתאם לדיני ניירות ערך. ראו מסמך שפורסם בנושא באתר רשות ניירות ערך (www.isa.gov.il).

¹⁴ לבחינת הרציונאליים למתן פטור למשקיעים מתוחכמים ניתן לעיין במסמך שהוציאה ה-SEC בנושא, ראו:

אנו סבורים כי החרגה זו תוביל לכך שמוצרים חדשניים יוצעו ראשית למשקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים אשר החוק אינו חל עליהם. באופן האמור, תתאפשר תקופת מעבר בה המוצר ייבחן על ידי המשקיעים המוסדיים והמשקיעים המתוחכמים, ולאחר תקופה בה תערכנה ההתאמות הנדרשות למוצר, יוכל המוצר לקבל את אישור הרשות ולהיות מוצע גם לציבור הרחב, בכפוף לעמידתו בתנאים שמטרתם להגן על ציבור המשקיעים, ובראשם קריטריון השקיפות.

מוצע בעתיד לבחון את האפשרות לקבוע פטור מתחולת חלק מהוראות חוק השקעות משותפות ביחס לניירות ערך בהם יקבע ערך מינימאלי ליחידה גבוה, למשל חצי מיליון ש"ח ליחידה. לשם השוואה, יצוין כי רף כספי כאמור נהוג בעולם כמסנתת לגיטימית המבטיחה כי ניירות הערך לא ימכרו לציבור¹⁵.

נשמח לקבל את הערות הציבור לדרכים נוספות לשילובם של המשקיעים המתוחכמים במסגרת השוק המתוחכם בו הרגולציה דלה.

4.1.2.2 גמישות רגולטורית כבסיס לפיתוח עתידי של השוק

שימוש בהסדרה מונחית עקרונית (Principles Based Regulation) יכניס בגדר הוראות החוק כל הפעילויות הרלוונטיות אשר עד כה לא נכנסו בגדרו. כך, ימנע מצב של קביעת רף טכני שרירותי שחברות יכוונו עצמן אליו (או ממנו). מצב זה יחייב חברות ההשקעה להימצא במסגרת רגולטורית המתאימה לאופי פעילותן. עם זאת, רגולציה זו עשויה להיות במקרים מסוימים חסם בפני התפתחות עתידית של מכשירים פיננסיים מתוחכמים.

על כן, להשלמת מודל זה של תחולה רחבה יחד עם קביעת הפטורים והחריגים דלעיל, ונוכח הדינאמיות וההתפתחות של התחום הפיננסי, אנו סבורים כי יש להקנות בחוק, לרשות לניירות ערך סמכות ליתן פטור מהוראות חוק מסוימות, אם היא סבורה כי הדבר יעלה בקנה אחד עם מטרת חוק זה.

המשמעות היא כי הרשות תוכל לבחון את תכלית הוראות החוק ולאמץ הסדרים חדשים או מנגנונים מפצים שישרתו את התכלית האמורה. דוגמא לכך קיימת בארצות הברית שם באמצעות מנגנון הפטור התאפשרה התפתחותם של מוצרי

"Defining the term 'Qualified Purchaser' under the Securities Act of 1933", 17 CFR part 230 (Release no. 33-8041), *Securities and Exchange Commission*, December 19, 2001.

¹⁵ ראו:

"Report of the alternative investment expert group – managing, servicing and marketing hedge funds in Europe", *European Commission – Internal Market Services* (July, 2006)

מדדים (קרנות ה-ETF), מנגנוני האיגוח השונים, הקרנות הכספיות (Money Market Funds) ועוד.

4.1.2.3 החרגת תאגידים ריאליים

תחולת חוק המבוססת על מבחן מהותי מאפשרת למנוע מצבים בהם חברות שאינן חברות השקעה במהותן תהיינה כפופות להוראות החוק בשל רף טכני זה או אחר. בכך נמנעת החלה לא רצויה של הוראות החוק על חברות מסוג זה. עם זאת, נוצרת בשל כך אי בהירות מתי חל החוק על חברה מסוימת ומתי לא. בשל כך, מנפיקים רבים אשר פעילותם הפיננסית אינה עיקר פעילות החברה, לא ידעו לבטח כי אינם כפופים להוראות החוק לאחר תיקונו. חוסר וודאות זה אינו רצוי ועלול אף ליצור רתיעה של חברות "ריאליות" מלעסוק בתחום הפיננסי, בשל הרצון להימנע מכפיפות לא צפויה להוראות החוק.

דוגמא לכך יכולה להיות למשל חברה שמכרה את כל פעילותה וכל שנותר בידה הם נכסים נזילים דוגמת מזומן ואגרות חוב. האם רצוי להחיל על חברה כאמור את הוראות חוק השקעות משותפות?

התשובה לכך היא כמובן תלויה נסיבות. כאשר חברה מחזיקה בעיקר בניירות ערך, וסוחרת בהן על בסיס קבוע ולאורך שנים, הרי שאינה יכולה לטעון כי אינה חברת השקעות, רק בשל כך שבעבר הייתה חברה עם פעילות ריאלית. מאידך, חברה שבתקופה מסוימת שווי אחזקות ניירות הערך שלה עלה על שאר נכסיה, אך עיקר פעילותה ומטרותיה אינם השקעה בניירות ערך, אין מקומה במסגרת חוק השקעות משותפות.

בארצות הברית ובאירופה, שם הרגולציה מבוססת על עקרונות, מצאו דרכים שונות להתמודד עם חוסר הוודאות האמור. לדוגמא ניתן לציין את הפרשנות של ה-SEC לשאלה מתי חברה תחשב כחברת השקעה לפי ה-ICA - פרשנות שנקבעה עוד בשנת 1947¹⁶. בהתאם לפרשנות האמורה חברה תחשב כחברה שעיקר עיסוקה בניירות ערך בהתאם לחמישה מבחנים:

1. האופן בו החברה מציגה עצמה לציבור.
2. בחינת פעילות החברה בעבר.
3. מקור ההכנסות של החברה.

¹⁶ ראו החלטת רשות ניירות ערך בארצות הברית משנת 1947: *Re Tonopah Mining Co.*, 26 S.E.C. 426 (1947)

4. מקור הרווחים של החברה.

5. הרכב הנכסים של החברה.

לאחרונה נבחנה סוגיה זו בעניין Presto¹⁷. המדובר היה בחברה תעשייתית אשר לאחר עשרות שנים העבירה את הייצור שלה לקבלני משנה. העברה זו הותירה אותה עם מזומנים, אותם היא הייתה מעוניינת להשקיע באגרות חוב ובמניות. בעניין זה נקבע כי למעט הקריטריון החמישי, ארבעת הקריטריונים הראשונים מעידים כי אין המדובר בחברת השקעה, ועל כן אין להחיל עליה את הוראות ה-ICA. באותו פסקי דין שב בית המשפט והדגיש את החשיבות שבהפעלת פרשנות תכליתית המבוססת על עקרונות חלף אימוץ מבחנים כמותיים בלבד.

אנו סבורים כי מבחנים אלה שעמדו במבחן המציאות עשרות שנים בארה"ב, ראויים לאימוץ גם ביישום הפרשנות לתיקון החוק המוצע. בנוסף, אנו סבורים כי יש להימנע ככל האפשר מהחלה של הוראות החוק על חברות בעלות פעילות פיננסית זניחה ולהתמקד בחברות אשר לגביהן אין ספק כי המדובר בחברות השקעה.

לדעתנו הפתרון המוצע לתחולת הוראות חוק השקעות משותפות והמבחנים דלעיל מאפשרים יישום רגולציה מבוססת עקרונות תוך שמירה על וודאות משפטית ביחס לדינים החלים על הגופים הפועלים בשוק ההון.

4.1.3 חברות השקעה לצד קרנות נאמנות

א. פעילות במסגרת חברה

חוק השקעות משותפות קובע כיום כי פעילות במסגרת חוק זה חייבת להתבצע במבנה של קרן נאמנות. אנו סבורים כי פעילותן של חברות השקעה אינה חייבת להיות מוגבלת למבנה משפטי של קרן נאמנות דווקא. נהפוך הוא, לדעתנו יש לעודד פעילות בניירות ערך ובמכשירים פיננסיים באמצעות חברות ומבנים משפטיים נוספים באופן שיוביל לשכלול השוק ולפיתוח מוצרים פיננסיים חדשניים. עם זאת, יש לוודא כי מנגנוני הפיקוח הקבועים ביחס לקרנות נאמנות, ובעיקר הרציונאלים העומדים בבסיסם, יתקיימו גם ביחס לפעילויות ומוצרים פיננסיים אלו.

פעילות השקעה בניירות ערך באמצעות חברה תחייב עמידה בעקרון השקיפות. עקרון זה בא לידי ביטוי באופן שונה בכל מכשיר, בהתאם למאפייניו הייחודיים. לעיתים תדרש הבהרה אודות אסטרטגיית ניהול הכספים שגויסו, לעיתים ידרש קיומו של ציטוט רציף של

¹⁷ *SEC v. National Presto Industries Inc* (7th Cir. May 15, 2007)

השווי ההוגן של המכשיר ובמקרים מסוימים ידרש בנוסף גם דיווח שוטף בתדירות שתקבע אודות הרכב נכסי החברה. על כן, חברה שתבקש לפעול במסגרת חוק השקעות משותפות, לאחר התיקון המוצע, תהא מחוייבת בקיומו של עקרון זה.

ב. רישום למסחר בבורסה

כחלק מהמעבר לפעילות באמצעות חברות השקעה, בחנו את הצורך במתן אפשרות לניירות הערך של אותן חברות להיסחר באופן רציף בבורסה. אנו סבורים כי יש לאפשר מסחר כאמור, בכפוף לחובת עשיית שוק בניירות ערך אלה, בהתאם לכללים שיקבעו.

ג. הוראות שיחולו על חברות השקעה

במסגרת התיקון לחוק יש לייחד פרק נפרד לחברות השקעה שעיקר פעילותן השקעה משותפת בפיננסים, אך אינן קרנות נאמנות. ההיתר לחברה לפעול במסגרת חוק השקעות משותפות יחייב אותה במכלול ההוראות הרגולטוריות הקבועות בחוק זה ובתקנות על פיו, בשינויים המחוייבים, אלא אם זכתה לפטור כללי או ספציפי, כאמור לעיל. מבין ההוראות שתחולנה על חברות כאמור, מצאנו לנכון לציין את ההוראות העוסקות בתחומים הבאים: ממשל תאגידי, חובת הון עצמי וביטוח מפני הונאות, מגבלות על אופן השקעת הנכסים, הסדרת פעילות הנאמן, כללי רישוי, כללי Fit & Proper, אחריות אזרחית ופלילית, סמכות הגוף המפקח, כללי גילוי ודיווח (חלף חובות הגילוי על פי חוק ניירות ערך) וכללי פרסום ושיווק.

למעשה, מצאנו כי מרבית הוראות החוק ביחס לקרנות נאמנות רצויות וניתנות ליישום בכל הנוגע לחברת השקעה, בשינויים המחוייבים. עם זאת, בשלב זה הצוות מבקש מציבור המשקיעים וממנהלי החברות הפעילות בתחום ההשקעות הפיננסיות והצפויות להיות מושפעות מהמלצות הצוות, לבחון את ההוראות החלות על קרנות נאמנות אשר לדעתם אין מקום להחילן על חברות השקעה, או שיש לחילופין מקום לערוך בהן שינויים מהותיים.

ככלל, ההוראות החלות על קרנות נאמנות תהינה הרף העליון של הרגולציה שתחול על חברת השקעה. המדובר במקבץ הוראות קבוע וידוע מראש, אשר ממנו ניתן יהיה לבחון מתן פטור בהתאם לצרכים הספציפיים ולמאפיינים הייחודיים של אותו סוג של חברות השקעה, בכפוף להתקיימותם של מנגנונים מפצים שיבטיחו את שמירת עניינו של ציבור המשקיעים.

לאחר כניסתו לתוקף של תיקון החוק המוצע תבחן הרשות באופן רציף את הצרכים של החברות השונות, ותאזן בין אלה לבין הגנה על טובת ציבור המשקיעים. מקום בו ימצא כי יש ליתן הקלה או פטור תהא הרשות, כמו ה- SEC בארצות הברית, מוסמכת לעשות כן. כך

לדוגמא, מפורטות נסיבות בהן אנו סבורים כי יש ליתן פטור מהוראות מסוימות של חוק הקרנות.

ד. הצבעה בגין ניירות הערך בחברות המוחזקות – נקודה למחשבה

כפועל יוצא מהחלת הוראות חוק השקעות משותפות תהיינה חברות ההשקעה מחויבות במכלול ההוראות הקבועות בחוק זה, לרבות החובה לעשות שימוש בזכויות ההצבעה הצמודות לניירות ערך של תאגידי מדווחים. כלל זה נקבע על מנת להגביר את המעורבות של הגופים המוסדיים בנעשה בחברות המוחזקות על ידם וזאת משיקולי מדיניות הנוגעים לתפקיד הגופים המוסדיים בשוק ההון כמי שיכולים לסייע בפיקוח עקיף על פעילות אותן חברות. בעניין זה יש לציין את מסקנות הביניים של ועדת חמדני אשר ביקשה לשקול הרחבת חובה זו גם על מנפיקי תעודות הסל¹⁸.

עם זאת, נטען בפני הצוות כי לתעודות הסל מאפיינים ייחודיים אשר עשויים להוביל למסקנה שונה בכל הנוגע למעורבותם בהליכי ההצבעה בחברות אלה. נשמח לקבל את התייחסות הציבור גם לסוגיה זו.

4.1.4 הקלות לחברות השקעה ספציפיות

א. הקלות לחברות המנהלות נכסים

לחברות השקעה בהן מרכיב של ניהול נכסים תפקיד מרכזי בפיתוח שוק ההון, עם זאת, העובדה כי עיקר פעילותן השקעה בניירות ערך מעלה חשש כי יפגע עניינו של ציבור המשקיעים. על מנת לאפשר לחברות ההשקעה לתרום לפיתוח שוק ההון באופן אפקטיבי, וזאת מבלי לוותר על הצורך בהגנה על טובת המשקיעים, אנו סבורים כי ניתן להקל בהוראות המתערבות באופן ניהול נכסי החברה, מקום בו החברה עומדת בקריטריונים של חשיפה מקסימאלית, וזאת בנוסף לדרישת השקיפות ולחובת עשיית השוק, שהוזכרו לעיל.

לשם עמידה בדרישת השקיפות על החברה יהא לדווח את השווי ההוגן (NAV) של נכסיה בצירוף מצבת נכסים לפחות אחת ליום. לעניין אופן שערך הנכסים יחולו הכללים הקבועים ביחס לקרנות נאמנות.

ביחס למגבלת החשיפה אנו ממליצים כי החברות תדרשנה לבחון באופן רציף את חשיפתן המרבית היומית בהתאם למודל VAR (Value at Risk), ולהגביל חשיפה כאמור כך שלא

¹⁸ "הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל - דוח ביניים להערות הציבור" (אפריל 2007).

תעלה על ערך קבוע. בשלב ראשון מוצע כי ערך יומי זה יעמוד על 5% מנכסי החברה. עם הזמן, ניתן יהיה לשקול הגדלת הערך הנתון בסיכון בהתאם לשיקולי מדיניות ולצרכי המנפיקים, בכפוף למיתוג נפרד.

חברות שתעמודנה בקריטריונים דלעיל תופטרנה מהוראות חוק השקעות משותפות המגבילות את אופן השקעת נכסי החברה, כגון דרישות פיזור, מגבלות ביחס לרכישת נכסים לא סחירים, מגבלות בדבר ביצוע מכירה בחסר והשאלות ומגבלות ביחס לנטילת אשראי.

בנוסף, אנו סבורים כי לתעודות סל, לאור מאפייניהן הייחודיים, יש לקבוע מתווה נפרד, כפי שנפרט להלן.

ב. הסדר מיוחד לתעודות סל

תעודות סל צפויות לזכות בהקלות המפורטות לעיל בכל הנוגע לחברות השקעה המנהלות נכסים. כמו בחברות השקעה גם במקרה זה אנו סבורים כי יש לקבוע הוראות בנוגע לשקיפות וחשיפה מקסימלית, אך לאור מאפייניהם הייחודיים של תעודות הסל, אנו סבורים כי יש ליישם מגבלות אלה באופן שונה.

דוגמא זו מתחום תעודות הסל ממחישה את החשיבות במתן סמכות לרשות ניירות ערך לפטור פעילות מוגדרת מהוראות מסוימות בחוק השקעות משותפות. הענקת סמכות כאמור תאפשר לרשות ניירות ערך, לסייע בפיתוח מכשירים חדשים בשוק ההון הישראלי, במסגרת זמנים שלא תפגע בהתפתחותו של שוק ההון ובעמידתו בסטנדרטים בינלאומיים.

מבין המאפיינים המייחדים את תעודות הסל ניתן למנות את המירותן למדד ניירות ערך (בשווי או בעין), סחירותן הגבוהה, הבטחת ערך המדד, ואסטרטגיית השקעה המאופיינת ברמת עקיבה גבוהה אחרי המדד לייחוס. בשנים אחרונות תעודות הסל נרכשות על ידי הציבור הרחב בהיקפים הולכים וגדלים. הציבור, בהשקיעו בתעודות סל מצפה כי יתקיימו בה המאפיינים שפורטו לעיל, וכי תתקיים בתעודות הסל סחירות גבוהה שתאפשר לו לממש את השקעתו בכל עת. לפיכך, אנו סבורים כי על חברת השקעה המבקשת להנות מהגדרתן כ"תעודת סל" לקיים את ההוראות העיקריות הבאות:

1. אפשרות המרה יומית.

בעניין זה יש לוודא כי מנגנון ההמרה מאפשר קיומו של ארביטראז' אפקטיבי המוביל ליצירת שוויון, או קרבה משמעותית, בין השווי ההוגן לבין מחיר נייר הערך בשוק. כמו כן, יש לוודא כי עמלת ההמרה תוגבל ולא תפגע באופן משמעותי באפשרות לבצע ארביטראז'.

2. רמת עקיבה שתקבע

אנו ממליצים לקבוע רמת עקיבה שתיבחן באמצעות מודל (VaR). אנו סבורים כי יש לקבוע רף מקסימלי של ערך נתון בסיכון שאינו עולה על 1% משווי הנכסים המנוהלים באותה תעודה.

בכל הנוגע לדרישות השקיפות החלות על כל חברות ההשקעה יש לדעתנו לקבוע כי ערכם של המדד והנכסים המרכיבים אותו יפורסם באופן שוטף ורציף במהלך יום המסחר. כמו כן, נוכח העובדה שערך של תעודות הסל, במסחר בבורסה, אינו תואם את המדד הנעקב בשל גורמים כגון דיבידנד צבור, דמי ניהול וכו', אנו סבורים כי יש לפרסם את השווי ההוגן של תעודות הסל על בסיס יומי.

בנוגע לדרישה לעשיית שוק יהא על מנפיקי תעודות הסל למנות עושה שוק בהתאם לתקנון הבורסה.

ג. הקלות למכשירים לא מנוהלים

חברות השקעה פועלות לעיתים ללא ניהול אקטיבי של נכסיהן. דוגמא אחת הינה סטרקצ'רים - חברות המנפיקות תעודות התחייבות המגובות (Back to Back) בתעודות התחייבות, "נוטס" (Notes), בעלי תנאים זהים המונפקים על ידי בנק או תאגיד פיננסי אחר. דוגמא אחרת היא חברות המאגחות סוג מסוים של ניירות ערך, ונוקטות באסטרטגיית השקעה של החזקה סטטית בניירות הערך. פעילות זו מתבצעת בדרך כלל במסגרת חברה ייעודית (SPC) אשר אלה הם כל נכסיה והתחייבויותיה.

מכשירים כאמור מתאפיינים בשני סיכונים עיקריים – סיכון השוק הגלום במכשיר וסיכון האשראי של מנפיק ההתחייבות המגבה. במקרים בהם אין לחברת ההשקעה שיקול דעת או סמכויות ניהוליות, הסיכון התפעולי הגלום בהפעלת החברה מצומצם מאוד.

אנו סבורים כי מקום בו הנכסים הפיננסיים אינם מנוהלים ניתן להקל בדרישות הקיימות בחוק השקעות משותפות שתכליתן פיקוח על אופן ניהול הקרנות. למעשה, בהעדר ניהול החלטת ההשקעה היחידה נעשית בסמוך לפני הנפקת נייר הערך ומתוארת בתשקיף. הקלות אלו ראוי להתנות בחובת דירוג. על ניירות ערך המוצעים להיות מדורגים בדרגת השקעה. יצוין כי דירוג נכסים פיננסיים מתייחס לסיכון כי המנפיק לא יעמוד בהתחייבותו ולא לסיכון השוק הגלום במכשיר¹⁹. עם זאת, עדיין אנו רואים חשיבות בדירוג כאמור הבוחן את איתנותו הפיננסית של מנפיק ההתחייבות לציבור (ה-SPC) ואת המאפיינים המשפטיים והכלכליים של מכשיר זה, בייחוד במכשירים דוגמת חברות איגוח.

¹⁹ על כך ראו בסעיף 5.3 להלן.

בדומה לחברות ההשקעה האחרות, בכל הנוגע למרכיב השקיפות אנו סבורים כי יש לחייב בגילוי רציף ושוטף במהלך היום של השווי ההוגן של ההתחייבות שהונפקה לציבור. כמו כן, יש במקביל לחייב עשיית שוק, בהתאם לכללים שיקבעו. יש לוודא כי לא נוצרים פערים בין הציטוטים של עושי השוק לשווי ההוגן המפורסם במקביל.

בחברות השקעה נעדרות ניהול אלה בעלות המאפיינים שתוארו לעיל אנו ממליצים להקל בתחומים הבאים:

1. ממשל תאגידי – אנו סבורים כי ראוי לבחון מתן פטור מדרישות ממשל תאגידי ברמת החברה ובלבד שהן מתקיימות ברמת **הקבוצה** אליה משתייכת החברה המנפיקה ובהינתן אחזקה מלאה על ידי החברה האם. למשל, הדרישה למינויו של מבקר פנימי, די לה שתהא ברמת הקבוצה, תוך שימת דגש על כך שמבקר זה בוחן בין היתר גם את פעילות כל חברות הקבוצה.
2. חובת מינוי נושאי משרה – ובלבד שברמת הקבוצה מתקיימים הסטנדרטים הנדרשים מנושאי משרה על פי חוק השקעות משותפות.
3. ניתן לשקול לפטור את החברה גם מחלק מחובות הגילוי השוטף, כגון דוח מצבת נכסים חודשי, נוכח העדר הרלוונטיות שבגילוי כאמור.

4.2 רובד המתווכים הפיננסיים

בשנים האחרונות הונפקו בישראל מכשירים פיננסיים מתקדמים ומורכבים מאוד לציבור הרחב. בין היתר הונפקו שכבת Equity של CDO זר, סטרקצ'רים מסוג Reverse Convertible ומסוג Range Note. גם בתחום תעודות הסל, ניתן לראות מגמה של מעבר למוצרים מורכבים יותר בדמות תעודות נוסחא ממונפות, תעודות מעורבות (80/20, 90/10), תעודות עם מדדים מתחלפים ועוד. גם ניירות ערך של חברות השקעה עם אסטרטגיה מורכבת, ולעיתים לא ברורה, מצאו דרכם לציבור הרחב.

למשקיע מן הציבור אין את הכלים והיכולות המקצועיות להבין את מורכבותם של מוצרים כאמור אף אם כל המידע הרלוונטי מונח בפניו. כפועל יוצא מכך, קיים קושי בתמחור מוצרים אלה.

באירופה ובארצות הברית, הפצת מוצרים מורכבים לציבור הרחב (Retail) מוגבלת מאוד, בין אם מסיבות משפטיות ובין אם בשל מגבלות עצמיות שהמנפיקים גוזרים על עצמם (בין היתר, בשל חשש לתביעות עתידיות ולפגיעה במוניטין)²⁰. לעומת זאת, בישראל הונפקו לציבור עד כה מכשירים שלרוב אינם נמכרים לציבור בארצות הברית ובאירופה.

תכונות אלה של המוצרים המורכבים, יחד עם המסגרת הרגולטורית בחו"ל, אשר מנעו את הפצת מוצרים אלה לציבור באותן מדינות, לא מנעו הפצת מוצרים כאמור לציבור הישראלי. נכון למועד כתיבת מסמך זה מתבקש רישומם למסחר של מוצרים מורכבים אף יותר, אשר טרם הוצעו לציבור במדינות מפותחות מקבילות.

חברי הצוות סבורים כי על מנת להתמודד עם סוגיה זו יש לנקוט באמצעים הבאים:

1. מיתוג מוצרים מורכבים.
2. החלת חובת ייעוץ לגבי מוצרים מורכבים.
3. מניעת התמריצים המעודדים רישום למסחר בבורסה של מוצרים המיועדים למוסדיים בלבד, וניתוב מוצרים אלה לרצף המוסדי.
4. מניעה תכליתית של ניגודי העניינים הפוטנציאליים במערך הייעוץ הפיננסי.

להלן נתייחס בהרחבה לאמצעים אלה.

²⁰ ראו למשל את מודל ה-NASD בארה"ב ואת כללי ה-MIFID באיחוד האירופי.

4.2.1 מיתוג מכשירים פיננסיים מורכבים

נוכח היקף המוצרים הפיננסיים המורכבים שהופצו בשנים האחרונות לציבור הרחב, אנו ממליצים כי יקבעו קריטריונים לפיהם יובחנו המוצרים המורכבים ממוצרים פיננסיים פשוטים.

במסגרת המוצרים המורכבים ניתן למנות תעודות סל מורכבות (הכוונה לתעודות ממונפות, מתחלפות ומעורבות), תעודות בחסר, נגזרות אשראי, מוצרים מובנים וניירות ערך שאופן התמחור שלהם מחייב מיומנות פיננסית מיוחדת שאינה מצויה בידי הציבור הרחב²¹. כמו כן, תכללנה במסגרת זו חברות השקעה אחרות נעדרות אסטרטגיית השקעה ברורה. מוצרים שאינם מורכבים יכללו מניות והמירים, אג"ח סטרייט ותעודות סל "רגילות".

רשימה זו, אינה רשימה סגורה, ויש לבחון אותה שוב בטרם תאומץ כמו גם על פני השנים. לפיכך, אנו ממליצים כי רשות ניירות תעדכן את הרשימה בהתאם להתפתחויות בתחום. כך למשל, מוצר שנתפס כמורכב בתקופה מסוימת, עשוי לאחר מספר שנים ובעקבות חשיפה מוגברת לציבור, לצאת מקטגוריה זו.

הבחנה באמצעות מיתוג המוצר הפיננסי, אינה מוגבלת אך למוצרים מורכבים. יש לבחון מצבים נוספים בהם יצירת קטגוריות של מוצרים שונים ומיתוגם באופן שונה וברור תקל על הציבור בבואו להחליט היכן להשקיע. כך למשל, ניתן ליצור אבחנה בין מוצרים פיננסיים המבטיחים את קרן ההשקעה לבין כאלה בהם תנאי המכשיר כוללים אפשרות אובדן הקרן בשל חשיפות שוק (להבדיל מסיכונים אשראי).

לאחר יצירת הקטגוריות השונות חשוב להקפיד וליצור טרמינולוגיה אחידה שתאבחן בין מוצרים בעלי מאפיינים כלכליים שונים. כך למשל, אנו מציעים כי רק מוצר המבטיח את קרן ההשקעה יקרא 'אג"ח' או 'אג"ח עם קרן מובטחת'. מעת לעת יהיה מקום לבחון קריטריונים יותר מורכבים ומפורטים וליצור אבחנות נוספות, אם כי חשוב שתשמר הפשטות ונמנע מעודף סיווגים וקריטריונים.

4.2.2 החלת חובת ייעוץ ביחס למוצרים פיננסיים מורכבים

לעיתים המוצרים הפיננסיים או הפעילות בניירות ערך שמבצעת חברת ההשקעה הם מורכבים עד כדי כך שנראה כי פערי הידע והמומחיות בין המנפיקים לציבור אינו יכול להיות מגושר על ידי הוראות גילוי בלבד, ויש לסייע לציבור להבין את מורכבות המוצר. על כן, קודם לרכישת המוצר המורכב, אנו ממליצים כי המשקיע יעבור הליך של בחינת תאימות בין מאפייניו האישיים לבין מאפייניו של המוצר המורכב. בחינה כאמור תהווה תנאי לרכישת מוצרים מורכבים, למעט מוצרים שיופטרו באופן מפורש מחובה זו.

²¹ תמחור חלק מניירות אלה מחייב שימוש במודלים פיננסיים ומתמטיים מורכבים.

ייעוץ ביחס למוצרים פיננסיים כאמור יחייב את המתווכים הפיננסיים, להעניק ללקוח, באמצעות יועץ מוסמך ייעוץ מקצועי המגובה באחריות מקצועית. כך תתאפשר בחינת פרופיל הלקוח ומאפייני המוצר וקיום תאימות בין פרופיל הלקוח למוצר המורכב שמוצע לו לרכוש. בהתאם למתווה המוצע, לא יתאפשר למנפיק או ללקוח להימנע או לוותר על קבלת ייעוץ כאמור. עם זאת, לאחר קבלת ייעוץ כאמור יהא רשאי כל לקוח לקבל החלטת השקעה מושכלת ולבחור בעצמו אם לרכוש מוצר זה אם לאו.

חברי הצוות סבורים כי הקישור שנעשה בין יועץ ספציפי למוצר מסוים שנרכש על ידי לקוח מסוים, צפוי להוות סוג של בלם מאזן שימנע הפצה מסיבית, לא אחראית, של מוצרים כאמור בקרב הציבור הרחב.

יודגש כי חובה זו לא תחול לגבי מכירת מוצרים פיננסיים מורכבים למשקיעים מתוחכמים. בעניין זה הגדרת משקיע מתוחכם היא בהתאם להגדרה שהוצגה בדוח זה בהצגת הרגולציה אודות רובד המנפיקים.

עם זאת, כפי שצינו לא לגבי כל מכשיר מורכב יש לחייב בייעוץ. ישנם מכשירים לגביהם הצוות סבור כי אין לחייב בייעוץ:

1. ניירות ערך מדורגים המבטיחים את קרן ההשקעה בהם קיימת שקיפות שוטפת ביחס לשווי המוצר. דרישת השקיפות תחייב קיומו של שוק פעיל בניירות הערך – משמע מינוי עושה שוק (כפי שפורט לעיל) ודיווח יומי של השווי ההוגן (NAV).

2. מוצרים מסוימים שהצוות סבר כי ראוי לסווגם כ"מוצרים מורכבים", אם כי מורכבותם נמוכה יחסית. לגבי מוצרים אלה חשוב שהציבור יהא מודע כי אין המדובר במוצר פשוט אך עם זאת לאור העובדה כי המוצרים הפכו להיות שכיחים בקרב משקיעים מן הציבור הרחב ואף משיקולי מדיניות נדמה כי אין מקום להתנות את רכישתם בייעוץ מוקדם. מבין מוצרים אלה ניתן למנות תעודות בחסר "רגילות", תעודות מעורבות (80/20, 75/25 וכו')²² ואופציות כיסוי.

גישה זו בה בחרנו עולה בקנה אחד עם אסטרטגיית יו"ר הרשות. המתווה מאזן בין הצורך לפתח את שוק המכשירים הפיננסיים ולאפשר לציבור הרחב ליהנות ממגוון המכשירים הקיים בו לבין הניסיון להימנע מפגיעה באמון הציבור. זאת, נוכח החשש לפגיעה אפשרית במשקיעים שאינם מבינים את מהות המוצר אותו משווקים להם. הפתרון המוצע מהווה החמרה לעומת המצב הקיים, ביחס למוצרים מורכבים, אך כאמור אין המדובר באיסור

²² יצוין כי כוונתנו לתעודות מעורבות המאפשרות השקעה משולבת במספר תעודות סל רגילות במשקלות שונים, ללא מורכבות נוספת.

מוחלט. יודגש כי, בדומה לכללים שהותוו ברובד המנפיקים, אנו ממליצים כי חובת הייעוץ לא תחול לגבי משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים.

חובת הייעוץ, בניגוד למגבלת נגישות מלאה, מאפשרת למנפיקים לפנות לציבור המשקיעים, ולמכור להם מוצרים אלה, כמובן בכפוף לגילויי תשקיפי ולייעוץ מקצועי. יש לציין כי חובת הייעוץ פירושה, נכון להיום, חסימה של מוצר פיננסי מלהירשם למסחר בבורסה לניירות ערך. בשלבים מאוחרים יותר, בדומה לנהוג באירופה, ניתן יהיה לשקול פטור מחובת ייעוץ למוצרים מורכבים בהם גודל היחידה המינימלי יהיה בסך חצי מיליון ש"ח²³. פטור כאמור, יאפשר לאותם מוצרים להיסחר באופן חופשי בבורסה. כמו כן, במקביל ליישום חובה זו, יש לבחון באופן מקיף את הסדרת פעילותם של ברוקרים ודילרים בשוק הישראלי. נודה לקבלת התייחסות הציבור גם לסוגיה זו, ובפרט לפטור מחובת הייעוץ לקבוצה מסוימת של מוצרים פיננסיים מורכבים.

4.2.3 מניעת התמריצים המעודדים רישום למסחר בבורסה של מוצרים המיועדים

למוסדיים בלבד, וניתוב מוצרים אלה לרצף המוסדי.

מנפיקי המוצרים המורכבים אינם רואים בציבור הרחב את הלקוחות העיקריים של המוצרים המורכבים אותם הם מנפיקים. מוצרים מורכבים אלה מיועדים לרוב לגופים מוסדיים דוגמת קרנות נאמנות, קופות גמל וקרנות פנסיה. למרות זאת, הם בוחרים בהליך לא פשוט ולא זול של הנפקה לציבור – הליך המחייב עמידה בסטנדרטים גבוהים של שקיפות, גילוי והוראות נוספות הנאכפים על ידי רשות ניירות ערך.

הסיבה לכך שאותם מנפיקים בוחרים בדרך של הנפקה לציבור הינה התרומה המכרעת לשיווק המכשיר הנובעת מהפיכתו לסחיר. הסחירות מאפשרת לגופים המוסדיים להתגבר על שלושה מכשולים עיקריים: כללי השערות, מגבלות בנוגע לרכישה ואחזקה של נכסים לא סחירים והצעה ליחידים בעלי ממון רב (High Net-Worth Individuals).

מצב דברים זה (רישום ניירות הערך בבורסה להבדיל מהרצף המוסדי) חושף את ציבור המשקיעים הרחב למוצרים פיננסיים שאין להם יכולת מקצועית להעריכם ולעיתים אף ללא יכולת כלכלית לשאת בהפסדים הגבוהים העלולים להתלוות להשקעה באותם מכשירים – כל זאת, כאשר מראש מכשירים כאמור אינם מיועדים להם.

²³ ראו את ההתייחסות של דוח האיחוד האירופי להשקעות אלטרנטיביות שפורט לעיל, שם ניתנות דוגמאות להקלות מקום בו נקבע גודל יחידה מינימלי בשיעור דומה.

א. כללי שערור

הגופים המוסדיים כפופים לכללי שערור הנקבעים על ידי "שערי ריבית". כללי השערור האמורים יוצרים פעמים רבות פער בין השווי ההוגן (הכלכלי) של המכשיר הפיננסי לבין השווי בספרי הגוף המוסדי בהתאם לכללים האמורים. אותם גופים מוסדיים אינם נדרשים לכללי שערור אלה, מקום בו המדובר בנכס סחיר.

אנו ממליצים על התאמת כללי השערור של הגופים המוסדיים באופן שיביא לידי ביטוי באופן מדויק את ערכם הכלכלי של אותם מכשירים. על כן, מוצע לבחון מול הגורמים המוסמכים בנושא, כיצד לפתור את האנומליה הכלכלית שנוצרה בגין כללי שערור אלה. יש לציין כי במהלך עבודת הצוות, פרסם אגף שוק ההון במשרד האוצר טיוטת חוזר²⁴ שהכללים הקבועים בה מקדמים באופן משמעותי את הטיפול בנושא זה²⁵. יחד עם זאת, גם בחוזר זה קיימות הוראות אשר מעודדות ניתוב מכשירים פיננסיים מורכבים לשוק ה-Retail, כמו למשל, הטלת מגבלות על הנפקות פרטיות (מינוי 3 עושי שוק בהתקיים תנאים מסוימים), ולא על ניירות ערך שמונפקים לציבור ונסחרים בבורסה.

ב. הקלה במגבלות בנוגע לנכסים לא סחירים

נוכח המגבלות המוטלות על משקיעים מוסדיים ביחס לשיעור האחזקה בנכסים לא סחירים, מקום בו הנכס המוצע סחיר, גופים כמו קרנות נאמנות, יכולים לרכוש אותו ביתר קלות, ובכך מעגל המשקיעים הפוטנציאליים גדל באופן משמעותי.

איננו סבורים כי יש לפטור משקיעים מוסדיים מסוימים דוגמת קרנות נאמנות מחובתם להשקיע בנכסים סחירים, ולו בשל העובדה שהם מחויבים בפדיון היחידות כלפי ציבור המשקיעים באותן יחידות. עם זאת, יש מקום לבחון הקלות מסוימות שיוענקו באופן הדרגתי לגופים אלה על מנת שיוכלו להשקיע, במגבלות מסוימות, גם במכשירים פיננסיים מתוחכמים. בנוסף, יש לבחון דרכים נוספות להגברת הסחירות וההשתתפות של גופים מוסדיים במסחר ברצף המוסדי.

מאחר וההמלצות בעניין זה כרוכות זו בזו (כך למשל, ההמלצה לאפשר לקרנות נאמנות לרכוש ניירות ערך ברצף המוסדי תלויה במציאת דרך להגברת הסחירות ברצף המוסדי), ומכיוון שקבלתן כרוכה בשינוי משמעותי של ההוראות הקיימות היום, מוצע ליישמן בהדרגה²⁶.

²⁴ "הוראות בדבר חישוב שווי נכסים לא סחירים של גוף מוסדי", אגף שוק ההון, ביטוח וחשבון - משרד האוצר, טיוטת חוזר גופים מוסדיים 2007-10 מיום 10.6.07.

²⁵ בטיטת החוזר נקבע, בין היתר, כי במידה ונוצר רווח ביום רכישת נייר הערך על ידי הגוף המוסדי כתוצאה משינוי בין מחיר הרכישה לבין מחירו על בסיס מודל או הערכת מומחה, הרי שרווח זה לא יוכר מיידית ויפרס לאורך חיי הנכס. בכך יבוטל העיוות הקיים ולפיו חלק מהגופים רוכשים ניירות ערך מסיבות של הכרה מיידית ברווח ולא מסיבות כלכליות טהורות.

²⁶ לאחרונה פורסמה טיוטת תקנות השקעות משותפות אשר מונחת על שולחנה של ועדת הכספים, לאפשר לקרנות נאמנות להשקיע לא יותר מ-5% מנכסיהן ברצף מוסדי ובניירות לא סחירים אחרים, בכפוף לעמידה בתנאים המפורטים שם.

ג. הצעה ליחידים בעלי ממון רב

מנפיקי המכשירים הפיננסיים המורכבים משווקים את מוצריהם בעיקר לגופים מוסדיים. יחד עם זאת, קבוצה נוספת של משקיעים פוטנציאליים הינם יחידים בעלי ממון רב, שכבר בימים אלה רשות ניירות ערך בוחנת אם יש מקום לחייב אותם בהגנה הפטרנליסטית הקבועה בדיני ניירות ערך.

אנו ממליצים לאמץ את המתווה המוצע ביחס לחוק ניירות ערך, שעיקרו הוספת אותם יחידים לקבוצה הכלולה בתוספת הראשונה בחוק ניירות ערך, כך שאלה לא יכללו במניין 35 הניצעים שמעבר להם מחויב מנפיק בפרסום תשקיף.

אנו סבורים כי מניעת התמריצים האמורים תסייע רבות להתמודד עם התופעה של הפצת מכשירים מורכבים לציבור המשקיעים. הפתרונות המוצעים יובילו מחד לחסכון בהוצאות ובזמן בהליך ההנפקה ומאידך ימנעו הצעת מכשירים כאמור לציבור הליך אשר המנפיקים כלל אינם מעוניינים בו.

4.2.4 מניעה תכליתית של ניגודי העניינים הפוטנציאליים במערך הייעוץ הפיננסי

במסגרת ועדת בכר נקבע כי יש למנוע מיועצים פיננסיים, מלייצר מוצרים פיננסיים תחליפיים לקרנות הנאמנות, לקופות הגמל ולתעודות הסל. בהתאם לתפיסה האמורה, על היועצים להתרכז בתחום הפצת המוצרים הפיננסיים.

בשל תפיסה זו נקבע בסעיף 17 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן ולעיל – "חוק הייעוץ") כי "על אף האמור בכל דין, יועץ השקעות או תאגיד קשור אליו לא ינפיק תעודות סל".

בפועל, אחת הדרכים בהן ניתן לעקוף את האיסור העקרוני שהותווה בוועדת בכר הוא שיווקם של מוצרים מובנים או פיקדונות מובנים לציבור שתשואתם נגזרת ממדדי ניירות ערך. הצעת מכשירים פיננסיים כאמור לציבור למעשה מחזירה את היועצים לתחום אשר לפי ועדת בכר, נקבע כי אין מקומם בו נוכח ניגוד העניינים הפוטנציאלי. לאור זאת, הימשכות מצב כאמור, מנוגדת לתכלית סעיף 17 לחוק הייעוץ ועשויה ליצור הטיה בהפצת המוצרים הפיננסיים ושיווקם. באופן זה, מערך הייעוץ עלול להימצא שוב בניגוד עניינים מובנה אל מול הלקוחות לו הוא מייעץ.

לאור דברים אלו, מוצע בשלב זה לאכוף את הוראות סעיף 17 לחוק הייעוץ גם ביחס למוצרים פיננסיים תחליפיים לתעודות הסל וקרנות הנאמנות וזאת לאור תכלית הוראות החוק ותכלית ועדת בכר.

בהמשך הדרך, ככל שיצברו ניסיון, נתונים וידע ביחס לאופן בו היועצים משווקים מוצרים מובנים או פיקדונות מובנים שתשואתם נגזרת מניירות ערך (להבדיל ממוצרי מדדים),

מוצע לבחון האם יש להטיל מגבלות נוספות על שיווק כאמור. זאת, בכדי להתמודד עם ניגוד העניינים המובנה של גוף המנפיק מוצר ומשווקו בכפיפה אחת.

4.3 סיכום ביניים

מכלול זה של הוראות חוק והמלצות, בשני הרבדים – רובד המנפיקים ורובד המתווכים הפיננסיים - יעניק פתרון משולב להסדרת פעילותם של תאגידי פיננסים, תוך שימת דגש על אבחנה בין השוק המוסדי והמתוחכם לבין השוק הציבורי (ה-retail).

עם זאת, נוכח הידיעה כי פתרון כאמור מחייב הליך חקיקה, הוקם תת צוות, אשר בחן את ההתמודדות עם פעילותם של תאגידי כאמור בתקופת הביניים עד השלמת החקיקה הנדרשת, והמלצותיו מובאות בפרק 5 להלן. בעניין זה, יש להדגיש, כי תוצרים רבים של עבודה זו, יושמו בפועל במהלך השנה האחרונה.

5. המלצות לתקופת הביניים

נוכח העובדה שמכשירים פיננסיים רבים הונפקו לציבור בישראל תחת האכסניה של חוק ניירות ערך, מוצע להמשיך ולחזק הן את הגילוי והן את ההסדרה של מכשירים כאמור במסגרת הכלים הקיימים במצב המשפטי הנוכחי. חלק מהמלצות אלו, לאור חשיבותן, יושמו כבר במהלך עבודת הצוות, בעיקר ביחס לתעודות סל המרכזות כיום את עיקר פעילותן של חברות ההשקעה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

5.1 המשך השיפור בדרישות הגילוי

מוצע לכלול בגילוי התשקיפי ובמסגרת הדוחות התקופתיים תיאור תמציתי של תנאי המוצר הפיננסי אותו מציעה ו/או מנהלת החברה. הכרה בצורך לתמצת את המידע בעבור המשקיע בתחום המכשירים הפיננסיים קיימת בארצות הברית ובאנגליה, ואף מיושמת כיום בתחום קרנות הנאמנות. תמצית כאמור מכילה לרוב מידע אודות מאפייני הפעילות הפיננסית, מדיניות ההשקעה, הסיכונים הגלומים בה והעלויות למשקיע. יצוין, כי המלצה זו מיושמת החל מתחילת 2007 על ידי סגל הרשות.

כמו כן, מוצע לאמץ מודל של דיווח שוטף, אשר אינו קיים בתאגידים מדווחים ריאליים (שם הדיווחים הם תקופתיים או מיידיים). דיווח כאמור יכלול נתונים אודות הרכב תיק הנכסים המנוהל, מדדי סיכון שונים (סטטיית תקן, VAR וכו'), ונתונים שונים הרלוונטיים לפעילות החברה כגון תשואת התיק, דמי ניהול ככל שישנם, תקבולים שונים (ריביות, דיבידנדים), שווי להמרה, וכדומה.

5.2 הסדרה נוספת באמצעות כללי הבורסה

בשנים האחרונות הבורסה בתיאום עם רשות ניירות ערך קידמה באופן משמעותי את הסדרת תחום תעודות הסל באמצעות קביעת כללי רישום ושימור נפרדים וייחודיים לניירות ערך מסוג זה. בימים אלה הבורסה שוקלת מהו האופן הראוי להתאים את הוראות כללי הרישום והשימור גם בכל הנוגע למכשירים פיננסיים אחרים.

מהלך זה מקובל מאוד בארצות הברית ובאנגליה, שם לבורסות תפקיד חשוב בפקוח על המסחר במוצרים פיננסיים. כפי שפירטנו לעיל, אנו סבורים כי כצעד משלים ליצירת שוק מוסדי משוכלל ופעיל יש לאפשר למשקיעים מתוחכמים שאינם מוסדיים גישה לרצף המוסדי, ולקבוע כללי מסחר מתאימים בהתאם למאפיינים הייחודיים של אותם מכשירים פיננסיים.

5.3 בחינת מתודולוגית הדירוג של מכשירים פיננסיים

חברות הדירוג מדרגות את סיכון האשראי של החברה או המוצר הפיננסי. הן אינן מתייחסות לסיכון השוק הגלום במכשיר. מכאן, שמכשירים פיננסיים בהם גלום סיכון רב עשויים לקבל דירוגים גבוהים ולעיתים אף דירוג של AAA מקום בו הגוף שהנפיק את המוצר הפיננסי הינו בעל סיכון אשראי נמוך. עם זאת, באם תנאי המכשיר כוללים סיכונים שוק היכולים להוביל להפסד כל קרן ההשקעה, לדוגמא, אין בכך בכדי לפגוע בדירוגו.

מתודולוגיה זו יחד עם העובדה שדירוג גבוה נתפס על ידי הציבור כמתן הכשר למכשיר, כמכשיר סולידי בעל סיכון מוגבל מחייבים לדעתנו בחינה משותפת של הנושא אל מול חברות הדירוג במקביל להעלאת מודעות הציבור בנושא. במסגרת הבחינה ראוי כי תישקל האפשרות ליצור אבחנה בין דירוג אשראי בחברות רגילות לבין דירוג אשראי של מנפיקי מוצרים פיננסיים בייחוד היכן שקרן ההשקעה עלולה להיפגע.

בימים אלה בוחנות חברות הדירוג את הדרך להתמודד עם סוגיה זו. בין היתר נבחנת האפשרות לקבוע סולמות דירוג נפרדים למכשירים פיננסיים, אשר ימותגו באופן שונה מסולמות הדירוג הנוכחיים. כמו כן, מושם דגש על צירוף פסקה המסבירה את מהות הדירוג (Disclaimer) בכל פרסום של מכשיר פיננסי מדורג.

נספח א' – תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות

מצ"ב נוסח מוצע לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994:

1. תיקון סעיף הגדרות

"ניירות ערך" – כמשמעותם בחוק ניירות ערך, לרבות ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה, מניות רדומות, אופציות, חוזים עתידיים, נגזרים, תעודות השתתפות, ולרבות כל אינטרס כלכלי בנייר ערך;

"ניירות ערך להשקעה" – ניירות ערך למעט ניירות ערך של חברה נשלטת;

"הבורסה" – הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

"שליטה" – כהגדרתה בחוק ניירות ערך;

"הסדר" – לרבות חברה, תאגיד, אגודה שיתופית, שותפות, נאמנות, גוף הממונה על פי דין, וכל קבוצת אנשים - מאוגדים או לא.

"משקיע מורשה" – כל גורם הכלול בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, וכן יחיד לו ניירות ערך בסך של לפחות חמישה עשר מיליון שקלים חדשים.

"גורם פטור" – כל יישות המוזכרת בסעיפים 2(ב) ו-2(ג).

2. החלפת פרק ב' לחוק השקעות משותפות

"פרק ב': ייסוד קרן

סימן א': מהותה של קרן

2. (א) חוק זה יחול על כל הסדר, שמטרתו או עיקר פעילותו היא השקעה, החזקה, בעלות או מסחר משותפים בניירות ערך להשקעה, או שהוא מוצג באופן האמור.

(ב) על אף הוראות סעיף קטן (א), לא יחול חוק זה על הסדר שמספר המשתתפים בו אינו עולה על מאה ושנעשה בלא פניה לציבור. במניין המשתתפים לא יכלל מי שמוגדר כמשקיע מורשה. לעניין סעיף זה ימנה תאגיד בהתאם למספר המוטבים הסופיים בו.

(ג) על אף הוראות סעיף קטן (א), לא יחול חוק זה על הגורמים הבאים:

(1) תאגיד בנקאי.

(2) חברה ביטוח.

(3) עושה שוק, בכל הנוגע לפעילות בניירות ערך שעניינה עשיית שוק.

(4) חתם.

(5) כונס נכסים במסגרת הליכי כינוס.

(6) קופת גמל.

(7) קרן פנסיה.

(8) הבורסה, חבר הבורסה ומסלקת הבורסה.

(9) תאגיד הפועל כדין במדינת חוץ והנתון לפיקוח בתחום עיסוקו, אשר אילו ניהל את אותם עסקים בישראל היה נכלל בסעיפים (1) עד (8).

(10) תאגיד שקיבל את אישור הרשות לאור פעילותו, מאפייניו והדינים החלים עליו.

(ד) על אף הוראות סעיפים קטנים (ב) ו-(ג), ניירות ערך שהועברו לידי, גורם פטור לא יועברו לידי גורם שאינו גורם פטור, אלא במקרים הבאים:

(1) ירושה על פי דין.

(2) מתנה.

(3) הסדר חלוקת רכוש על פי דין, דוגמת גירושין, כינוס נכסים, פירוק. השר רשאי לקבוע תקנות שיסדירו את היקף ההגבלה על העברת ניירות הערך ואת הדרכים בהן אותם ניירות ערך יועברו, לרבות קביעת כללים למניעת פעולות שיעמדו בסתירה למטרת הסעיף.

3. (א) הסדר שחוק זה חל עליו לא ייעשה אלא על ידי קרן להשקעות משותפות בנאמנות, שתיווסד בהסכם לניהול בנאמנות לפי חוק זה (בחוק זה — הסכם הקרן) או על ידי חברת השקעה.

(ב) קרן תהיה מורכבת מיחידות, שכל אחת מהן מקנה זכות שווה בקרן.

4. (א) רשות ניירות ערך רשאית, לפטור כל הסדר, נייר ערך או פעילות שחוק זה חל עליהם, מכל הוראה מהוראותיו, באופן מלא או חלקי.

(ב) בבואה לשקול אם ליתן פטור זה תבחן רשות ניירות ערך אם הדבר ישרת את טובת הציבור, ויעמוד בקנה אחד עם מטרות חוק זה ועם הצורך בהגנה על ציבור המשקיעים, ורשאית היא להתנות את הפטור בתנאים.

3. הוספת פרק ב'1 לחוק השקעות משותפות

"פרק ב'1: חברת השקעה

(א) הסדר שחוק זה חל עליו ושאינו מאוגד כקרן נאמנות, רשאי להתאגד כחברת השקעות.

(ב) על חברת השקעות יחולו ההוראות החלות על קרנות נאמנות למעט הסעיפים הבאים...²⁷.

²⁷ סעיפים אלה יקבעו בהתאם לפירוט שהוצג בדוח ולאחר שיתקבלו הערות הציבור.

נספח ב' - השפעות המלצות הצוות על שוק ההון בישראל

במסגרת בחינת ההמלצות השונות נבדקו ההשלכות של המלצות אלה על פעילויות פיננסיות שונות בשוק ההון. בין היתר נבחנה השלכתן של ההמלצות על פעילותן של תעודות סל, סטרקצ'רים וחברות השקעה.

להלן טבלה המציגה את ההשלכות העיקריות של המלצות הדוח על מוצרים הפיננסיים העיקריים הקיימים כיום בשוק ההון בישראל. יצוין כי בהתאם למתווה המוצע, כל חברות השקעה תדרשנה לעמוד בתנאי גילוי ושקיפות שיוגדרו עבורן בהתאם למאפיינים הייחודיים של כל חברה. מעבר לכך, ישנן מגבלות נוספות אשר חברה שלא תעמודנה בהן, תידרשנה לעמוד בכל ההוראות החלות על קרנות נאמנות סגורות לשם הצעת ניירות הערך שלהן לציבור.

חברות השקעה המנהלות נכסים – חברות אלה תדרשנה לדווח את השווי ההוגן (NAV) של נכסיהן בצירוף מצבת נכסים פעם ביום. לעניין אופן שערך הנכסים יחולו הכללים הקבועים ביחס לקרנות נאמנות. ביחס למגבלת החשיפה אנו ממליצים כי החברות תדרשנה לבחון באופן רציף את חשיפתן המרבית היומית בהתאם למודל VAR (Value at Risk), ולהגביל חשיפה כאמור כך שלא תעלה על 5% מנכסי החברה. חברות שתעמודנה בקריטריונים דלעיל תופטרנה מהוראות חוק השקעות משותפות המגבילות את אופן השקעת נכסי החברה, כגון דרישות פיזור, מגבלות ביחס לרכישת נכסים לא סחירים, מגבלות בדבר ביצוע מכירה בחסר והשאלות ומגבלות ביחס לנטילת אשראי.

תעודות סל – תדרשנה למתן אפשרות המרה יומית, תוך הגבלת עמלת ההמרה ושמירה על קיומו של מנגנון ארביטראז'. בנוסף, רמת העקיבה של תעודת הסל תוגבל לחשיפה מקסימלית של ערך נתון בסיכון שאינו עולה על 1% משווי הנכסים המנוהלים באותה תעודה. בכל הנוגע לדרישות השקיפות יש לפרסם באופן שוטף ורציף את ערכם של המדד והנכסים המרכיבים אותו. כמו כן, נוכח העובדה שערך של תעודות הסל, במסחר בבורסה, אינו תואם את המדד הנקב בשל גורמים כגון דיבידנד צבור, דמי ניהול וכו', אנו סבורים כי יש לפרסם את השווי ההוגן של תעודות הסל על בסיס יומי. בנוגע לדרישה לעשיית שוק יהא על מנפיקי תעודות הסל למנות עושה שוק בהתאם לתקנון הבורסה.

חברות השקעה ללא מרכיב של ניהול נכסים - יש לחייב בגילוי רציף ושוטף במהלך היום של השווי ההוגן של ההתחייבות שהונפקה לציבור. כמו כן, יש במקביל לחייב עשיית שוק, בהתאם לכללים שיקבעו. יש לוודא כי לא נוצרים פערים בין הציטוטים של עושי השוק לשווי ההוגן המפורסם במקביל. בחברות כאמור המדורגות בדרגת השקעה אנו ממליצים להקל בתחומים כמו ממשל תאגידי, חובת מינוי נושאי משרה ובתחום הגילוי השוטף.

מכשירים פיננסיים במתווה המוצע

.1 היבט הייעוץ:

משיקים "מתוחכמים"	ציבור
<ul style="list-style-type: none"> ▪ כל המוצרים לציבור ▪ קרנות גידור ▪ קרן מנוהלת ללא שקיפות ▪ כל מוצר אחר... 	<p><u>מכשירים שאינם מורכבים:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ מניות והמירים ▪ אג"ח חברות ▪ תעודות סל ▪ אג"ח שצמוד למדד מניות 1:1 <p><u>מכשירים מורכבים - פטור מחובת ייעוץ</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ אג"ח מובנה הכולל קרן מובטחת + דרגת השקעה + שקיפות⁽¹⁾ + ז"ק⁽²⁾ ▪ תעודות בחסר ▪ אופציות כיסוי על מדדים ומניות ▪ תעודות מעורבות (20/80)
	<p><u>מכשירים מורכבים – חובת ייעוץ:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ תעודות מורכבות – ממונפות, מתחלפות, נוסחאות מורכבות ▪ חברות השקעה המנהלות נכסים (למעט תעודות סל)
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ אג"ח מובנה שאינה מקיימת במצטבר את התנאים דלעיל

(1) שקיפות – קיימות דרכים להערכת השווי ההוגן באופן שוטף (יומי). אחת החלופות לכך הינה עשיית שוק, לפי כללי הבורסה.

(2) עד שנתיים

על כל המכשירים הפיננסיים המונפקים לציבור יחולו הכללים החלים על קרנות נאמנות, למעט המכשירים המפורטים להלן, שיקבלו פטור מחלק מהכללים :

מכשירים שאין בהם ניהול אקטיבי	מכשירים שיש בהם ניהול נכסים אקטיבי	
	תעודות סל	חברות השקעה – אין אסטרטגיית השקעה
חובת שקיפות שתבחן ביחס לכל מכשיר בנפרד		
חובת עשיית שוק בהתאם לכללי הבורסה כתנאי לרישום למסחר		
<u>תנאים נוספים :</u>	<u>תנאים נוספים :</u>	<u>תנאים נוספים :</u>
א. חובת גילוי רציף ושוטף במהלך היום של השווי ההוגן של ההתחייבות שהונפקה לציבור. ב. דירוג בדרגת השקעה.	א. חשיפת VAR של 1% מסך הנכסים המנוהלים. ב. שקיפות לגבי NAV. ג. דו"ח נכסים יומי	א. המדד והנכסים המרכיבים אותו ידועים ושקופים (אין "קופסא שחורה"). ב. עקיבה בפועל אחר המדד – חשיפת VAR של 1% מסך הנכסים המנוהלים. ג. אפשרות המרה יומית (הגבלת עמלת ההמרה ושמירה על מנגנון הארביטראז').

טבלה מסכמת

תעודות סל	חברות השקעה המנהלות נכסים	חברות השקעה ללא מרכיב ניהול נכסים (כדוגמת סטרקצ'רים)		
+	בכפוף לשקיפות (NAV) ולמגבלות (VAR) חשיפה	+	אפשרות להתאגד כחברה (להבדיל מקרן נאמנות)	רובד המנפיקים
בכפוף לעשיית שוק ושקיפות	בכפוף לעשיית שוק ושקיפות	בכפוף לעשיית שוק ושקיפות	מסחר שוטף בבורסה	
+	+	+	אפשרות פנייה לציבור	
+	+	+	אפשרות הנפקה למשקיעים מתוחכמים	
+	+	ברמת הקבוצה בכפוף לדירוג	החלת כללי ממשל תאגידי	
הקלות, בכפוף למגבלות של חשיפה בהתכסות, וכן פיזור ושקיפות המדד	הקלות, אם מוגבל בחשיפה (1%), ומקיים דיווח יומי של NAV והרכב נכסים	הקלות, אם מדורג בדרגת השקעה וקיימת שקיפות אודות השווי ההוגן	מגבלות על אופן השקעת הנכסים	
+	+	+	חובת מינוי נאמן	
+	+	בהעדר ניהול, יחול ברמת הקבוצה	כללי Fit & Proper	
+	+	+	חובת פרסום תשקיף (בהתאם לחוק השקעות משותפות)	
+	+	+	חובת גילוי שוטף (בהתאם לחוק השקעות משותפות)	

+	+	+	פרסום ושיווק לציבור	
פשוט, למעט תעודות סל מורכבות	תלוי באופן ההתכסות	מורכב	מיתוג	רובד המתווכים הפיננסיים
אין, למעט תעודות ממונפות ומתחלפות	+	פטור מקום בו נייר ערך מדורג לז"ק עם הבטחת קרן ושקיפות אודות השווי ההוגן	חובת ייעוץ	

*

*

*