



רשות ניירות ערך

פיתוח שוק ניירות ערך מסחריים

ריכוז הערות ציבור והצעת חקיקה

28.12.2016

אבי לאור
אבי וורשביאק
אילן ציוני
רון קליין

כללי

כחלק מהצעדים בהם נוקטת הרשות לפיתוח שוק ההון, אישרה מליאת הרשות ביום 25 בדצמבר 2016 מתווה מעודכן לפיתוח שוק ניירות הערך המסחריים. זאת, לאחר שפרסם סגל הרשות בספטמבר 2016 מסמך להערות ציבור העוסק בבחינת החסמים לפיתוח שוק ניירות הערך המסחריים (סחירים ושאינם סחירים) (להלן: "נע"מיס"), ובהמשך לבחינת ההערות שהתקבלו כמפורט להלן.

במסמך הוצגה התפתחות הדין והדין הקיים בנוגע לניירות ערך סחירים, תוארה התפתחות שוק הנע"מים בענף קרנות הנאמנות לרבות ניתוח החסמים הקיימים, נסקר הדין המשווה תוך התמקדות בשוק הנע"מים בארצות הברית וכן הובאו המלצות סגל הרשות להסרת החסמים בשוק הנע"מים בישראל.

כפי שפורט במסמך, על מנת לפתח שוק ניירות ערך מסחריים בישראל יש לעמוד בדרישות הבאות:

1. הליך מהיר ויעיל להנפקת ניירות ערך מסחריים, תוך צמצום לוחות הזמנים והפחתת העלות הנדרשת להנפקת ניירות הערך ורישומם למסחר;
2. יציבות המכשיר - קיימת חשיבות מיוחדת להבטחת יכולת מחזור החוב, כך שהוא יהווה חלופה ממשית לאשראי הבנקאי (ON-CALL) אשר על אף היותו אשראי לזמן קצר, בפועל משמש את החברות כאשראי שניתן להמשיך ולמחזרו לזמן ארוך בהתאם לצרכי החברה, ללא תלות במצב השווקים הפיננסיים.

להלן יפורטו בקצרה המלצות הסגל המרכזיות כפי שהובאו במסמך שפורסם בספטמבר 2016:

1. **מועד פירעון סופי ("גלגול" המכשיר ל-5 שנים):** המכשיר יונפק לתקופה של עד שנה. אולם, כדי להבטיח את גמישות המכשיר, מוצע לאפשר מחזור אוטומטי של המכשיר לתקופות נוספות של עד שנה אחת ועד 5 שנים בסה"כ. עם זאת, למשקיע תהיה זכות לדרוש את פדיון המכשיר בערך ההתחייבותי שלו, בכל מחזור שאורכו כאמור, לא יעלה על שנה.
2. **הפחתת אגרות:** לאור המרווחים הנמוכים המאפיינים הנפקות נע"מים, הוצע להפחית משמעותית את שיעורי האגרה מ-0.03% ל-0.01% (שליש מהעלות המקורית), במסגרת הוראת שעה למשך שלוש שנים. לצד זאת, הוצע לפטור תאגיד מתשלום אגרה נוספת בעת גלגול אוטומטי של הנע"מים.
3. **סיווג קרנות כספיות בנוגע לנע"מים הנסחרים בבורסה:** הוצע ליצור הבחנה בין קרנות כספיות, קרי, יצירת סיווגי משנה לקרנות כספיות, כאשר תחת סיווגים שונים יסווגו הקרנות הכספיות הרשאיות להחזיק באג"ח קונצרני (לרבות נע"מ סחיר ו/או לא סחיר) והקרנות הכספיות שאינן רשאיות להחזיק באג"ח קונצרני. במסגרת זו הוצע ליצור את הסיווגים הבאים:
 - א. קפ"מ (קרן פקדונות ומלוות) - קרן כספית הרשאית להחזיק רק מלוות ופקדונות.
 - ב. קרן כספית ללא קונצרני - רשאית להחזיק פקדונות, מלוות ואג"ח מדינה.

ג. קרן כספית עם קונצרני - בנוסף להחזקות המנויות בסעיף ב' הקרן תהיה רשאית להחזיק גם אג"ח קונצרני וניירות ערך מסחריים (סחיר ושאינו סחיר), כאשר סך החשיפה לניירות כאמור תוגבל לשיעור של 25% משווי נכסי הקרן, תחת מגבלת חשיפה למנפיק שתעמוד על 2.5% משווי נכסי הקרן.

4. **החלת מודל מדורג בקרנות כספיות בנוגע להשקעה בנע"מים לא סחירים** : הוצע לשקול החלת מודל מדורג בקרנות כספיות שעל פי מדיניות ההשקעות שלהן תוכלנה להשקיע באג"ח קונצרני, כך שהתחייבות המנפיק לפדות את נייר הערך המסחרי הלא סחיר מיום קבלת הוראת פדיון ממנהל הקרן, יכול שתעלה על 30 ימים.

לאור הערות הציבור שהתקבלו, נערכו התאמות להצעת החקיקה. יצוין כי לא התקבלו הערות לנוסח התיקון המוצע להגדרת נע"מים בחוק ניירות ערך. **לריכוז הערות הציבור שהתקבלו ראה נספח א' להלן. לתיקונים המוצעים לאור הערות הציבור, ראה נספח ב' להלן.**

להלן עיקרי המתווה הסופי לאור הערות הציבור:

1. **מועד פירעון סופי ("גלגול" המכשיר ל-5 שנים)** : לא חל שינוי בעקרון זה. יחד עם זאת, מוצע כי לעניין לוחות הזמנים לגלגול המכשיר, על התאגיד יהיה להודיע על רצונו לגלגל את הנע"מ לא פחות מ- 30 יום לפני מועד הפדיון ולא יותר מ- 45 יום לפני המועד האמור. בנוסף, במקרה בו משקיע מחליט לפדות את הנע"מ, יידרש להודיע לתאגיד על כך, לא יאוחר מ- 15 ימים מיום הודעת התאגיד על הגלגול, כך שבכל מקרה יעמדו לרשות התאגיד 15 ימים לפחות להיערך לפדיון החלק של הנע"מ שלגביו התקבלו הודעות פדיון.

2. **הפחתת אגרות** : לא חל שינוי בעניין זה.

3. **מגבלות השקעה בקרנות כספיות אשר רשאיות להשקיע ברכיב קונצרני** : לאור הערות ציבור שהתקבלו, בקרנות הכספיות הרשאיות להחזיק, בין היתר, באגרות חוב קונצרניות תוסר מגבלת החשיפה שנקבעה בהמלצות (חשיפה של עד 25% משווי נכסי הקרן שיושקעו באג"ח קונצרניות ובנע"מים ותחת מגבלת חשיפה למנפיק שתעמוד על 2.5% משווי נכסי הקרן). סגל הרשות סבור כי המגבלות הקבועות כיום בדין ביחס להשקעה באג"ח קונצרני (לרבות ניירות ערך מסחריים סחירים) בקרן כספית, הכוללות מגבלה על השקעה בתאגיד, מגבלה ביחס לדירוג החוב, מגבלה ביחס למח"מ כלל הנכסים המוחזקים בקרן והטווח לפדיון של אגרות חוב המוחזקות בקרן, מספקות הגנה ראויה למחזיקי היחידות, וכי אין צורך בקביעת מגבלות נוספות מעבר לאלו הקבועות בדין.

4. **מגבלת חשיפה לניירות ערך מסחריים לא סחירים בקרנות** - התנאים יושוו כך שלא יהיה הבדל בין הפעילות המותרת לקרן כספית לבין זו המותרת לקרן "רגילה", בכל הנוגע למגוון ההשקעות הלא סחירות המותרות להשקעה.

**נספח א' - ריכוז הערות ציבור בנושא ניירות
ערך מסחריים**

	גורם מעיר	סעיף בנוסח להערות ציבור	נושא	הערה	התייחסות מוצעת
1	איגוד מנהלי הקרנות רוסארו שירותי חיתום אקסלנס נשואה חיתום בורסה בן בוקסמן בנק דקסיה	1.8.3.3	מגבלת חשיפה לאג"ח קונצרני ולניירות ערך מסחריים בקרנות כספיות	<p>המעירים מבקשים להסיר את מגבלת החשיפה הקונצרנית (בשיעור שלא יעלה על 25% משווי נכסי הקרן, בצירוף מגבלת החשיפה למנפיק בשיעור של עד 2.5% מהשווי האמור), בקרנות המסווגות תחת הכותרת "קרן כספית עם קונצרני", מהטעמים הבאים:</p> <ol style="list-style-type: none"> מגבלות אלו יפגעו בגמישות מנהלי הקרנות, וביכולתם להשיא תשואה גבוהה יותר למשקיעים (לרבות תשואה עודפת - אשר מופקת מחוב בדרגת ביטחון גבוהה מאוד). המגבלה עלולה לפגוע בשוק ניירות הערך המסחריים, שכן פוטנציאל ההשקעה בנע"מים קטן משמעותית. קרנות כספיות תוכלנה להשקיע בנע"מים בחלק קטן יותר מנכסיהן בהשוואה למצב היום. הדבר עלול לגרום צמצום השוק, עלייה בתשואות ובהתאם לכך חוסר כדאיות בהנפקת סדרות חדשות. מגבלת הדירוג בהחזקת נע"מים בקרנות כספיות, מקטינה מלכתחילה את סיכון המנפיק ע"י חשיפה לגופים איתנים בלבד. השוק הישראלי מצומצם ולא ניתן למצוא בו מנפיקים איכותיים בפיזור כה רב. אין להשוות בין חשיפה למנפיק דרך נע"מ לא סחיר לבין חשיפה לאג"ח קונצרני או לנע"מ סחיר. בראשון, ישנה אפשרות כלשהי שלא לקבל את הכסף מהחברה המנפיקה במקרה קיצון. לעומת זאת, בשני ניתן למכור את האג"ח הקונצרני/הנע"מ הסחיר בשוק, ובכך למזער סיכון זה. עצם סיווג הקרן הכספית כקרן כספית עם חשיפה קונצרנית מהווה גילוי בהיר ושקוף בדבר הסיכונים הגלומים למשקיע בקרן כאמור, ככל שכאלו עלולים להתממש. כיום ניתן ליצור חשיפה של עד 25% משווי נכסי הקרן לנע"מים לא סחירים, בנוסף לחשיפה בשיעור של עד 75% מהשווי האמור לנע"מים סחירים ואג"ח קונצרני (במגבלות דירוג מחמירות), כך שההגבלה שתחול בהיבט של החשיפה הקונצרנית תהיה משמעותית מאוד. לחילופין, ניתן להקים תת קטגוריה המאפשרת שיעור חשיפה קונצרנית מירבי של עד 100%. כמו כן, מוצע להפריד בין החשיפה הקונצרנית הסחירה לבין החשיפה הקונצרנית הלא סחירה, כך שהן לא תבואנה זו על חשבון זו, והגבלה על החשיפה הקונצרנית הסחירה לא תחול על החשיפה הקונצרנית הלא סחירה. 	<p>ההערה התקבלה.</p> <p>לאחר בחינה נוספת סגל הרשות סבור כי המגבלות הקבועות בד"ן ביחס להשקעה באג"ח קונצרני (לרבות ניירות ערך מסחריים סחירים) בקרן כספית, הכוללים מגבלה על השקעה בתאגיד, מגבלה ביחס לדירוג אגרת החוב, מגבלה ביחס למח"מ כלל הנכסים המוחזקים בקרן והטווח לפדיון של אגרות חוב המוחזקות בקרן, מספקים הגנה ראויה למחזיקי היחידות, וכי אין צורך בקביעת מגבלות חדשות מעבר לאלו הקבועות בד"ן.</p> <p>כלומר, תחת הסיווג "קרן כספית עם קונצרני", לא יוטלו מגבלות מעבר לאלו הקבועות כיום בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמוטר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תשנ"ה-1994.</p>
2	רוסארו שירותי חיתום בורסה	1.8.3.3	תעודות פיקדון	מוצע להבהיר כי תעודות פיקדון אינן נכללות בהגדרת אג"ח קונצרני. מניתוח מצב השוק הנוכחי ככל שכוללים את תעודות הפיקדון, אחוזי ההחזקה בקרנות מסוימות באג"ח קונצרני עולה על 25%. יש להניח שקרן כספית תשקיע את עיקר החלק המיועד לאג"ח קונצרני בתעודות פיקדון ולכן לא תוכל להשקיע בנע"מים.	עמדת הרשות ביחס לתעודות פקדון לא השתנתה. תעודות אלו לא הונפקו על ידי המדינה ולכן בהגדרה הן אג"ח קונצרני. ברם, לאור ההקלה המפורטת לעיל, "קרן כספית עם קונצרני" תוכל להחזיק בתעודות פקדון, בכפוף למגבלות הקבועות בהוראות הד"ן (ביחס לאג"ח קונצרני בקרן כספית) ולא בכפוף למגבלות המפורטות בהערה זו.
3	אקסלנס נשואה חיתום	1.8.3.3	יצירת סיווגי משנה לקרנות הכספיות	יצירת סיווג המשנה "קרן כספית ללא קונצרני" תביא להסטת חלק לא מבוטל משווי הנכסים המנוהלים בקרנות הכספיות הקיימות היום לסיווג זה, ללא הגדלה של סך שווי הנכסים בקרנות הכספיות. סביבת הריבית הנמוכה אינה מאפשרת להמחיש את השוונות בתשואות בין קרנות עם קונצרני לבין קרנות ללא קונצרני. בהתאם, התוצאה של סיווגי המשנה הינה הקטנת היקף ההשקעה הפוטנציאלי בנע"מ.	<p>ההערה נדחת.</p> <p>סיווגי המשנה מסייעים למשקיע בבחירת הקרן המתאימה לו על כל המשתמע מכך.</p>
4	בנק דקסיה	4.15.2	מגבלת חשיפה לאג"ח קונצרני ולניירות ערך	יש לערוך הבחנה בין מנפיק שהינו מוסד בנקאי לבין מנפיק קונצרני. תעודות ההתייבות המונפקות על ידי בנק והמסווגות כחוב, הן באותה דרגת נשייה של פיקדונות בנקאיים, כך	<p>ההערה נדחת.</p> <p>הערה זו מתייחסת למגבלות שממילא הוסרו. עם זאת, נציין בהקשר זה כי כללי ההשקעה החלים על מנהלי קרנות מתייחסים לסוגי</p>

				מסחריים בקרנות כספיות	שמבחינת סיכון אשראי אין סיבה להבחין בין פיקדונות בנקאיים לבין נע"מ ומכשירי חוב אחרים (להבדיל ממכשירי הון שונים המונפקים על ידי הבנקים). לפיכך, יש צורך ביצירת זהות מבחינת המגבלות המוטלות על ההשקעה של קרנות כספיות בחשיפה של הקרנות לבנקים בדרך של הפקדת פיקדונות לבין חשיפה לבנקים בדרך של רכישת נע"מ או מכשירי חוב אחרים.
5	אקסלנס נשואה חיתום	4.15.3	מגבלת חשיפה לניירות ערך מסחריים לא בקרנות כספיות	1. לא ברור האם השיעורים המפורטים ביחס לניירות ערך מסחריים לא סחירים הינם מצטברים. 2. שווי ההחזקות בנע"מ לא סחיר ופיקדונות הניתנים לפדיון לתקופה שבין 90-60 יהיה כ- 200 מיליון ₪ (לפי שווי נכסים נוכחי בקרנות הכספיות – 20 מיליארד ₪). מוצע לשקול הגדלת שיעורי ההשקעה המירביים במודל, או לשקול מודל אחר שישימו בו פועל יהיה אפקטיבי. 3. לא ברורה תחולת המודל על קרנות שאינן קרנות כספיות. יש מקום לשקול להגדיל את השיעור המרבי להשקעה בתעודות חוב ופקדונות הנקוב בתקנה 8(ב) ביחס להשקעות של קרנות שאינן כספיות, באופן שיאפשר את הגדלת מעורבותן הפוטנציאלית של הקרנות האחרות בשוק הנע"מ, ביחוד על רקע הפדיונות הכבדים בקרנות הכספיות.	1. ההערה התקבלה. השיעורים מצטברים - ההבחנה תובהר בנוסח התקנות. 2. ההערה נדחית. המתווה המוצע מטרתו עידוד שוק ניירות הערך המסחריים הסחירים. עם זאת וכצעד נוסף, הקלה הרשות אף במגבלות החלות על ניירות ערך מסחריים לא סחירים. הקלות אלו ניתנו תוך איזון בין הרצון לפתח את שוק הנע"מים הלא סחירים, ובין הרצון למזער ככל הניתן את סיכון הנזילות בקרן. 3. ההערה התקבלה התנאים יושוו. אף קרן שאינה כספית תוכל להשקיע במוצר האמור (רכיב זה מוגבל ל- 5% משווי נכסי הקרן).
6	איגוד מנהלי הקרנות		מסחר ניירות ערך מסחריים בבורסה	1. יש לשקול הוספת מקומות לפני הנקודה העשיריית במחירי הנע"מים. 2. החלת דרישה בדבר עושה שוק בנע"מים סחירים, וקיום אפשרות ליצירת נע"מים סחירים עם אפשרות קריאה תקופתית לכסף, ימתנו, למיטב הבנת האיגוד, את התנודתיות במחירי הנכסים, ויהיו לעזר בפיתוח שוק נע"מים איכותי.	1. אופן הצגת מחירי ניירות ערך נקבע על ידי הבורסה ותלוי בהיתכנות מחשובית. עם זאת, סגל הרשות יעביר את בקשת האיגוד בעניין זה לסגל הבורסה. 2. בשלב זה, סגל הרשות סבור כי אין להטיל חובות ומגבלות נוספות ביחס לניירות ערך מסחריים.
7	בן בוקסמן	4.15.2	מסחר ניירות ערך מסחריים בבורסה	אם שוק הנע"מים יתעורר, לא יהיה צורך בעושה שוק כפי שאין צורך בעושה שוק באג"ח קונצרני. עושה שוק הינו מתודת שוק אנכרוניסטית שאיננה תורמת באופן מהותי לסחירות של רוב המוצרים בשוק המודרני מלבד קצוות חסרי סחירות באופן קיצוני.	
8	בן בוקסמן		מדד נע"מים	אם יש מספיק ניירות ערך מסחריים, מוצע להקים מדד בורסה.	החלטה כאמור הינה לשיקול דעתה של הבורסה או של עורך מדד אחר.
9	אקסלנס נשואה חיתום	1.8.1	מועד פירעון סופי ("גלגולי")	למנגנון הגלגול ניתן משקל לא מבוטל על ידי מנפיקים, לרבות אופן ביצועו. קיים חשש כי ככל שגלגול הנע"מ לא יעשה באופן רציף (כברירת מחדל) אלא באופן המחייב פרסום דוח הצעה וקבלת הסכמות מחודשות מהמחזיקים, אזי שיעור הפדיונות יהיה גבוה ו/או תוגדר פלטפורמה לדיון מחודש בתנאי הנע"מ באופן שצפוי לפגוע באפקטיביות של מנגנון הגלגול וביתרונות שלו על פני הצעה מחודשת של נע"מ. לאור האמור סבורים כי הניסיון בתחום הנע"מים מאפשר בשלב זה לייצר מנגנון גלגול אוטומטי באופן שברירת המחדל לגלגול תהיה חידוש לתקופה נוספת אלא אם המנפיק או מחזיק הנע"מ יודיעו על רצונם בפדיון. סבורים בהקשר זה כי משך החיים הקצר של הנע"מ והזכות הקיימת למשקיעים לדרוש פדיון מוקדם מהווים הגנה לחשש כי מנגנון גלגול אוטומטי יפגע במשקיעים.	כבר בהצעה נקבע כברירת מחדל המנגנון לפיו הגלגול נעשה באופן אוטומטי: חברה המעוניינת לגלגל את המכשיר לתקופה נוספת תפרסם הצעה לחידוש הנע"מ וככל שמשקיע לא הודיע על רצונו בפדיון המכשיר, הוא ייחשב כמי שהסכים לגלגול המכשיר לתקופה נוספת שתקבע בהצעה.
10	הבורסה לניירות ערך בת"א	1.8.1	מועד פירעון סופי ("גלגולי")	1. תומכים בעיגון המנגנון הקיים כיום בנע"מ הפרטי לפיו ניתן לגלגל את המכשיר לתקופה של עד 5 שנים, אך מציעים שחברה שתצעה לבצע זאת לא תידרש לפרסם דוח הצעת מדף לצורך הגלגול, אלא תעשה זאת בדרך של דיווח מידי, וזאת על מנת לצמצם עלויות לחברה ולהפוך את ההליך לפשוט ויעיל.	1. ההערה נדחית. ההליך של דוח הצעת מדף הוא הליך מסודר ומאורגן יותר, במסגרתו החברה לוקחת אחריות על הגלגול. מעבר לכך, זוהי הפלטפורמה הנכונה היות שיש כאן הצעה

<p>לציבור. יצוין כי כיום הליך של דוח הצעת מדף הוא פשוט ולא צפוי לסרב ולסבך יתר על המידה את מנגנון הגלגול.</p> <p>2. ההערה התקבלה. המלצת הסגל היא כי המנפיקה תודיע על רצונה לגלגל את הנע"מ בתקופה שתחל לא פחות מ- 30 יום לפני מועד הפדיון ותסתיים לא יותר מ- 45 יום לפני מועד הפדיון. בנוסף, מרגע הודעת המנפיקה על רצונה לגלגל את הנע"מ כאמור, על המשקיע להודיע לחברה על רצונו לפדיון הנע"מ לא יאוחר מ- 15 ימים לפני מועד הפדיון, כך שלמעשה לחברה יהיה פרק זמן של לכל הפחות 15 ימים להיערך לפדיון החלק של הנע"מ שלגביו התקבלו הודעות פדיון.</p> <p>3. ההערה התקבלה. המלצת הסגל הינה כי בדוח ההצעה לגלגול המכשיר יפורטו תנאי הנע"מ המעודכנים ובכלל זאת שיעור הריבית והמועדים לביצוע הפדיון המוקדם. לעניין הדירוג, תהא חובה לכלול דירוג מעודכן ובלבד שהסדרה מדורגת. ככל שמדובר בנע"מ שהונפק ללא דירוג אין לחברה חובת פרסום דירוג כאמור.</p> <p>4. ההערה התקבלה. מלוחות הזמנים המפורטים לעיל נובע כי למסלקה יעמדו לכל הפחות 15 ימים לביצוע ההליך.</p> <p>5. ההערה התקבלה.</p>	<p>2. משיחות שניהלו עם גורמים הפעילים בתחום עולה שחברות מבקשות לדעת כ-30 יום לפני מועד הפדיון השנתי של הנע"מ מהו הסכום אותו תצטרכנה לשלם במועד זה. על מנת לאזן בין רצון החברה לדעת מוקדם ככל שניתן על הכמות שתפדה, לבין רצון המשקיעים להחליט על פדיון בסמוך לפני תום השנה, מוצע לאפשר לחברה להודיע בדיווח מידי לא יאוחר מ-21 יום לפני מועד הפדיון על רצונה לגלגל את הנע"מ לשנה נוספת (חברה תוכל להודיע גם קודם).</p> <p>3. בדיווח המידי תציין החברה את שיעור הריבית לשנה הנוספת והאם שונתה בהשוואה לריבית הקיימת, וכן את המועדים לביצוע הפדיון המוקדם. בנוסף תפרסם החברה עדכון לדרוג שניתן ע"י חברת הדרוג לסדרה. משקיעים שיבקשו לבצע פדיון מוקדם ולא ירצו לגלגל, יודיעו על רצונם לבצע פדיון מוקדם בהתאם ללוחות הזמנים שתפרסם החברה.</p> <p>4. על מנת לאפשר לחברי המסלקה להודיע ללקוחותיהם על הפדיון המוקדם, מוצע לקבוע מרווח זמן של 7 ימי מסחר בין מועד הדיווח המידי של החברה על ביצוע פדיון מוקדם, לבין הודעת חברי המסלקה למסלקה על כמות הנענים לביצוע הפדיון המוקדם. בהתאם לחוקי העזר של המסלקה, החברה תדע 6 ימי מסחר לאחר מועד הודעת חברי המסלקה כאמור, את הכמות לגביה התקבלו בקשות לפדיון מוקדם.</p> <p>5. בדוח הצעת המדף / תשקיף לפיו תנפיק החברה לראשונה את הנע"מים יהיה עליה לפרט מנגנון זה, כולל לוחות הזמנים לפרסום הדיווח המידי על האפשרות לבצע גלגול.</p> <p>6. בתיקון הנחיות הבורסה לעניין רישום למסחר של נע"מים תיווסף דרישה לפיה לא ניתן להנפיק בניכיון נע"מים שהחברה המנפיקה מעוניינת לגלגלם וכן לא ניתן ליצור ניכיון לאורך כל התקופות הנוספות.</p>				
<p>1. ראו התייחסות לעיל. התקופה תהיה בין 30 ל-45 יום לפני מועד הפדיון.</p> <p>2. ההערה התקבלה. דוח הצעת המדף אמור להיות בהגדרתו תמציתי וממוקד בפרטי ההצעה.</p>	<p>1. ממליצים כי ייקבע שדוח הצעת המדף האמור יפורסם כ-30 ימים בטרם הסתיימה תקופת הנניר הקודמת, וזאת על מנת לאפשר לחברות להיערך לפירעון פוטנציאלי, הן מבחינת תזרים מסומנים והן מבחינות אחרות.</p> <p>2. ממליצים כי הפורמט לדוח הצעת המדף האמור יהיה תמציתי וקצר ככל הניתן, ויכלול הפניות לדוח הצעת המדף שעל פיו הונפקה הסדרה לראשונה. בכך יושג חסכון הן בעלויות והן בזמן הכנת הדוח עבור החברות המנפיקות.</p>	מועד פירעון סופי ("גלגולי")	1.8.1	רוסארו קפיטל	11
<p>ההערה התקבלה. תתווסף הערה כאמור.</p>	<p>סבורים כי יש להבהיר שתשלום אגרה נוספת במהלך תקופת הגלגול יידרש רק במקרה של <u>הרחבת</u> סדרת ניירות הערך המסחריים בהשוואה לגודל הסדרה המקורי. המלצת סגל הבורסה לעניין זה תכלול פטור מדמי רישום על גלגול סדרת נע"מ לשנה נוספת, כך שתשלום דמי רישום יידרש רק על הרחבת הסדרה בהשוואה לגודל הסדרה המקורי. בנוסף, סגל הבורסה ימליץ להפחית את דמי הבדיקה הנגבים בגין דוח הצעת מדף / דיווח מידי של גלגול / הרחבת סדרה של נע"מ.</p>	עמלות	1.8.2	הבורסה לניירות ערך בת"א	12
<p>ההערה נדחית. לאחר חשיבה שנעשתה בנושא הוחלט כי אין מקום לפטור מתשקיף, בין היתר, בשים לב לכך שמדובר בהצעה לציבור ולפשטות של הליך הגיוס באמצעות דוח הצעת מדף. ההצעה הספציפית נדחית מאותם טעמים העומדים בבסיס הוראות החסימה במקרים של הקצאה פרטית.</p>	<p>רצוי לעגן פטור מתשקיף להצעת נע"מים, אולי תוך הגבלת ההיצע הראשוני (אך לא המשני) למשקיעים מסווגים. זוהי סיבה מהותית הצלחת המוצר האמריקאי. אם ניתן יהיה לגייס באמצעות מכרז פשוט ואחיד, ועם נייר בעל תנאים פשוטים - אז זה יקרה.</p>	פטור מתשקיף		בן בוקסמן	13
<p>ההערה נדחית.</p>	<p>רצוי לאפשר לקרנות ולמוסדיים אחרים להשקיע בנע"מים לטווח קצר ע"פ דירוג כללי של המנפיק ולא דירוג ספציפי של ההנפקה. כשם שקרן כספית איננה בוחנת דירוג ספציפי לפקדון</p>	דירוג של המנפיק		בן בוקסמן	14

<p>הנפקת חוב מכל סוג אמנם קשורה לדירוג המנפיק, ברם, בכל סוג של חוב מונפק, ישנם במקרים מסוימים, מאפיינים שונים הדורשים התייחסות שונה.</p>	<p>ספציפי שלה בבנק (למרות שהוא פוטנציאלית חשוף בצורה אחרת בשל תאריך וגודל לעומת פקדונות אחרים בבנק, לסיכון חדלות הפירעון של הבנק) – אין סיבה לבחון זאת כאן.</p>				
<p>ההערה התקבלה. המלצת הסגל המקורית היא כי גלגול הנע"מ לא יהווה אירוע מס. הנושא נמצא בטיפול מול רשות המסים.</p>	<p>אחד הכלים לפיתוח אפיק ההשקעה בנע"מ כחלופה אטרקטיבית ביחס לפיקדון הבנקאי הוא בדרך של הסדרת עיקרון רצף מס במסגרת מנגנון הגלגול הרלוונטי עבור ציבור המשקיעים הרחב החייב במס. סבורים כי תכלית מנגנון הגלגול היא להוות אמצעי להארכת מועד הפירעון מעצם היותה רלוונטית לציבור מסוים של משקיעים (זה המחזיק בנע"מ בלבד) ותוך שמירה על זהות המנפיק ועל המסגרת המשפטית ומאפייני המכשיר. לאור האמור, יש מקום להבחין את מנגנון גלגול הנע"מ מאירועי החלפת חוב אחרים ובנסיבות הייחודיות הנ"ל לקבוע כי גלגול הנע"מ לא יהווה אירוע מס. הסדרת רצף מס תתרום לאטרקטיביות של מכשיר הנע"מ עבור הציבור והמנפיקים כאחד לאור היתרונות הברורים הגלומים בדחיית מס עבור הציבור הרחב והתמריץ הנובע מהם להמשיך ולהשקיע בנע"מ, אשר יגדילו במידה מסוימת את ודאות המנפיקים.</p>	<p>הסדרת רצף מס</p>		<p>אקסלנס נשואה חיתום</p>	<p>15</p>
<p>ההערה התקבלה. הנושא נמצא בטיפול מול רשות המסים.</p>	<p>טרם התקבל אישור מרשות המסים לפיו אירוע הגלגול אינו אירוע מס. אישור זה נדרש שכן אם יראו את אירוע הגלגול כאירוע מס, במועד הגלגול יבוצע פדיון של הנע"מ הקיים ויונפק נע"מ חדש. מהלך זה כרוך בעלויות שפוגעות בכדאיות המכשיר.</p>	<p>הסדרת רצף מס</p>		<p>הבורסה לניירות ערך בת"א</p>	<p>16</p>

נספח ב' - תיקוני חקיקה

תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' ___) (ניירות ערך מסחריים), התשע"ו - 2016

א. שם החוק המוצע

תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' ___) (ניירות ערך מסחריים), התשע"ו - 2016

ב. מטרת החוק המוצע והצורך בו

ניירות ערך מסחריים הם אגרות חוב לטווח קצר המהווים חלק ממקורות המימון של התאגידים, הנדרש להם לצורך הפעילות השוטפת ולהרחבת עסקיהם. להרחבה ולגיוון מקורות המימון נודעת חשיבות רבה לשם חידוש וחיזוק הצמיחה במשק, ולשם עידוד ושכלול שוק ההון כחלופה למימון הבנקאי.

מנקודת מבט התאגיד המציע, נייר ערך מסחרי מתחרה במישרין באשראי הבנקאי לזמן קצר ומספק לפירמות העסקיות אשראי שוטף לניהול פעילותן. מנקודת מבטם של המשקיעים, נייר ערך מסחרי מהווה תחליף ישיר לפיקדון בנקאי, תחליף המספק תשואה גבוהה יותר.

בארצות הברית ובאירופה מהווה שוק ניירות הערך המסחריים רכיב מרכזי בשוק הכסף והוא מתאפיין בנזילות גבוהה וביציבות יחסית. לעומת זאת, שוק ניירות הערך המסחריים בישראל אינו מפותח, והוא אינו מהווה תחרות לאשראי הבנקאי. על רקע האמור, מוצע לערוך תיקון חקיקה שיאפשר הסרת חסמים ויעודד הנפקת ניירות ערך מסחריים בהיקפים גדולים כאמצעי לבר-בנקאי למימון פעילות התאגידים.

ג. עיקרי החוק המוצע

מוצע לתקן את הגדרת "ניירות ערך מסחריים" שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך כך שהרשות תוסמך לקבוע כללים, שקיומם יאפשר חידוש תקופת הפירעון של ניירות הערך המסחריים, לתקופות שלא יעלו על שנה כל אחת, ובסך הכל עד לתקופה מרבית של חמש שנים.

ד. השפעה על תקציב המדינה ועל התקן המינהלי

לתיקונים המוצעים לא צפויה השפעה על תקציב במדינה ועל ההיבט המנהלי והתקן במשרד האוצר.

ה. השפעת החוק המוצע על חוקים קיימים

יתוקן חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968

מצורף נוסח החוק המוצע.

הצעת חוק מטעם הממשלה:

תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' ___) (ניירות ערך מסחריים), התשע"ו - 2016

תיקון חוק ניירות ערך מס' ____ 1. בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968¹ (להלן – החוק) - בסעיף 1, במקום ההגדרה "ניירות ערך מסחריים" יבוא:

"ניירות ערך מסחריים" – ניירות ערך המונפקים בידי תאגיד, שהם התחייבות התאגיד לשלם למחזיק סכום כסף, במועד שאינו מאוחר מתום שנה מיום ההצעה (להלן - תקופת הפירעון), ואינם ניתנים למימוש או להמרה לניירות ערך אחרים; וכן ניירות ערך כאמור שתקופת הפירעון שלהם הוארכה בהתאם לכללים שקבעה הרשות לתקופות שמשך כל אחת מהן לא עולה על שנה, ומשכן המצטבר של תקופות הפירעון לא עולה על חמש שנים;".

תחילתו של חוק זה שלושים ימים מיום פרסומו.

תחילה

¹ ס"ח התשכ"ח, עמ' 234; התשע"ה, עמ' 181.

חקיקת משנה

תקנות ניירות ערך (הצעת מדף של ניירות ערך), תשס"ו-2005

בתוקף סמכותי לפי סעיף 23א(ז)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - החוק), לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

1. בתקנות אלה –

"אירועים" – אירועים לאחר תקופת הדיווח, כהגדרתם בכללי החשבונאות המקובלים;

"דוח אירועים" – דוח בדבר אירועים מהותיים שאירעו אחרי מועד חתימת הדוחות ועד סמוך למועד פרסום דוח הצעת המדף;

"דוח מייד" – כמשמעותו בסעיף 36 לחוק;

"דוח הצעת מדף" – כמשמעותו בסעיף 23 א(ו) לחוק;

"התקופה להגשת הזמנות" – כמשמעותה בסעיף 24 לחוק;

"כללי הארכת תקופת הפירעון" - כללי ניירות ערך (הארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים), התשע"ז – 2016²;

"מועד חתימת הדוחות" – מועד חתימת הדוחות הכספיים השנתיים או הביניים האחרונים שפרסם התאגיד בהתאם לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים, לפי המאוחר;

[...]

4. (א) בדוח הצעת מדף יובאו כל שינוי או חידוש מהותיים שאירעו בכל עניין שיש לתארו בתשקיף המדף; לעניין זה יראו דיווחים שהגיש התאגיד לאחר פרסום תשקיף המדף כדיווחים שנכללו בדוח הצעת מדף על דרך של הפניה; כמו כן יכלול דוח הצעת המדף גם את הפרטים האלה אם הם נוגעים להצעה:

(1) ניירות הערך המוצעים והשיעור באחוזים שהם יהוו מזכויות ההצבעה ומן ההון המונפק והנפרע לאחר ההנפקה וכן בדילול מלא;

(2) כמות ניירות הערך המוצעים; בהצעה אחידה עם טווח כמויות כהגדרתה בתקנות אופן הצעה לציבור, יובאו הכמות המזערית והכמות המרבית של ניירות הערך המוצעים;

(א2) לגבי תעודות התחייבות מוצעות, סך כל ערכה הנקוב של הסדרה והפרטים המנויים בפרטים (1)(ח) עד (יא), (3), (4) ו-(8) לחלק א' של התוספת השמינית לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים, בשינויים המחויבים;

(3) הריבית ותנאי ההצמדה שיישאו ניירות הערך המוצעים;

(4) מועדי המימוש או ההמרה של ניירות הערך המוצעים;

(5) (נמחקה);

(6) (נמחקה).

(ב) בדוח הצעת מדף ייכללו הפרטים המנויים בתקנת משנה (א) וכן

² יוסף בפרסום;

הפרטים המנויים בתקנות 7, 9, 10, 16, 18 עד 25, 29, 31(א), 32, 33, 35 עד 43, 44ב, 51, 61, 63, 69 לתקנות פרטי תשקיף, בשינויים המחויבים ולפי העניין..

(ב) בדוח הצעת מדף להנפקת ניירות ערך מסחריים יכללו הפרטים המנויים בתקנת משנה (א), הפרטים המנויים בתקנות 7, 9, 18, 20 עד 23, 25, 31, 39, 40, 44ב, 61, 63, 69 ו - 72(א)(1) עד (8) לתקנות פרטי תשקיף בשינויים המחויבים וכן תיאור מנגנון הארכת תקופת הפירעון לפי כללי הארכת תקופת הפירעון.

(ב2) בדוח הצעת מדף להארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים יכללו הפרטים המנויים בתקנת משנה (א), הפרטים המנויים בתקנות 7, 18, 20 עד 22, 31, 44ב, 61, 63, 69 ו - 72(א)(1) עד (8) לתקנות פרטי תשקיף בשינויים המחויבים וכן תיאור מנגנון הארכת תקופת הפירעון לפי כללי הארכת תקופת הפירעון.

(ג) על הצעה לציבור תוך כדי המסחר בבורסה יחולו הוראות אלה:

[...]

תקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), תשנ"ה-1995

1. בתקנות אלה –

"התמורה המחושבת" –

[...]

4א. (א) המציע ישלם לרשות אגרה, עם הגשת בקשה להתיר פרסומו של תשקיף מדף כמשמעותו בסעיף 23א(1) לחוק, ואולם תוספת האגרה תשולם רק בעד ניירות ערך אשר התקופה להגשת הזמנות לגביהם, נקבעה בתשקיף המדף במועד פרסומו.

(ב) בלי לגרוע מהאמור בתקנת משנה (א), מוצעים ניירות ערך על פי תשקיף מדף כמשמעותו בסעיף 23א(1) לחוק, ופורסם דוח הצעת מדף, תשולם תוספת אגרה; תוספת האגרה תשולם בעד ניירות ערך המוצעים במועד פרסום דוח הצעת המדף, והיא תשולם מדי חודש, עד ליום ה-14 בו, לגבי ניירות הערך שהוקצו במשך החודש הקודם (להלן – התמורה).

(ג) על אף האמור בתקנת משנה (ב), הסכום הכולל של תוספת האגרה שתשולם בקשר עם תשקיף מדף להצעת ניירות ערך מסחריים לא יעלה על 1/100 אחוז (מאית האחוז) מן השווי המרבי של ניירות הערך המסחריים על פי התשקיף, שיכול שיהיו בידי הציבור במועד כלשהו.

(ד) לא שולמה תוספת האגרה במועד האמור בתקנת משנה (ב), היא תשתנה בשיעור השינוי שחל בין המדד שפורסם בחודש שבו התקבלה התמורה

לבין המדד שפורסם לאחרונה לפני מועד תשלום תוספת האגרה.
[...]

תחילתן של תקנות אלה ביום פרסומן.
תוקפן של תקנות אלה עד [] התש"פ ([] 2020).

—

כללי ניירות ערך (הארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים),
התשע"ז - 2016

ניתנת בזה הודעה, כי בתוקף סמכותה לפי סעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968³ (להלן – החוק), קובעת רשות ניירות ערך (להלן – הרשות) כללים אלה להארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים:

- הגדרות
1. בכללים אלה:
- ”תקופת הפירעון” – כמשמעותה בהגדרה ”ניירות ערך מסחריים” שבסעיף 1 לחוק.
- הודעה על הארכת תקופת הפירעון
2. תאגיד שהחליט להאריך את תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים שהנפיק יפרסם על כך דוח שיכלול פרטים אלה:
- (1) שם הסדרה;
- (2) תום תקופת הפירעון של ניירות הערך המסחריים נכון למועד ההודעה ותום תקופת הפירעון במקרה בו יאריך התאגיד את תקופת הפירעון;
- (3) המועד האחרון להודעה של מחזיק בניירות ערך המסחריים על התנגדותו להארכת תקופת הפירעון, בהתאם להוראות סעיף 4;
- (4) אם הסדרה או התאגיד מדורגים – דוח דירוג עדכני;
- (5) כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע סביר השוקל אם להיענות או להתנגד להארכת תקופת הפירעון.
- מועד הגשת ההודעה
3. דוח כאמור בסעיף 2 יוגש לא יותר מ – 45 ימים ולא פחות מ – 30 ימים לפני תום תקופת הפירעון.

³ ס"ח התשכ"ח, עמ' 234; התשס"ח, עמ' 260.

4. התנגדות מחזיק להארכת תקופת הפירעון
מחזיק בניירות ערך מסחריים רשאי להודיע לתאגיד על התנגדותו להארכת תקופת הפירעון עד 15 ימים ממועד הגשת ההודעה כאמור בסעיף 2(3); הודיע מחזיק על התנגדותו כאמור, לא תוארך תקופת הפירעון של ניירות הערך המסחריים שברשותו.
5. הארכת תקופת הפירעון
הארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים תיעשה באמצעות דוח הצעת מדף לפי תקנות ניירות ערך (הצעת מדף של ניירות ערך), התשס"ו-2005.⁴
6. לא יראו הארכת תקופת פירעון שבוצעה בהתאם לכללים אלה כהצעת ניירות ערך.
7. תחילה תחילתם של כללים אלה ביום פרסומם.

_____ התשע"ז

(_____ 2016)

(חמ __)

שמואל האוזר

יושב ראש רשות ניירות ערך

⁴ ק"ת, התשס"ו, עמ' 27; התשע"ז _____

תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר להחזיק בקרן ושיעוריהם

המרבאים)(תיקון), התשע"ו-2016

בתוקף סמכותי לפי סעיף 59, 62(א) ו-131(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994⁵, לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

תיקון תקנה 1 .1 (א) בתקנה 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרבאים), התשנ"ה-1994⁶ (להלן – התקנות העיקריות) -

(1) אחרי ההגדרה "קרן כספית" יבוא:

"קרן כספית ללא קונצרני" – קרן כספית שבהסכם הקרן שלה נקבע כי תהיה קרן כספית ללא קונצרני;";

(2) בהגדרה "תעודת חוב", המילים "ומשך החיים הממוצע שלו אינו עולה על תשעים ימים" – יימחקו.

תיקון תקנה 2 .2 בתקנה 2 לתקנות העיקריות, בפסקת משנה (8)(א) במקום "משלושים" יבוא "מתשעים".

תיקון תקנה 2א .3 בתקנה 2א לתקנות העיקריות -
(א) בתקנת משנה (א) -

(1) בפסקה (1), בסופה יבוא "או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;";

(2) בפסקה (2), בסופה יבוא "או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;";

(ב) אחרי תקנת משנה (ו) יבוא:

⁵ ס"ח התשנ"ד, עמ' 308; התשע"ד, עמ' 646.

⁶ ק"ת התשנ"ה, עמ' 317; התשע"ו, עמ' 256.

”(ז) על אף האמור בתקנה 2 ובתקנה זו, רשאי מנהל קרן כספית ללא קונצרני להחזיק בקרן כאמור שבניהולו נכסים שמותר להחזיק בקפ”מ ובנוסף באגרת חוב שהוציאה מדינה, הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנה אחת, וכן באגרת חוב כאמור הנושאת ריבית משתנה ששיעורה נקבע אחת לשישה חודשים או פחות; הוראות תקנות משנה (ב)-(ד) יחולו על קרן כאמור כאילו הייתה קרן כספית”.

תיקון תקנה 8 .4 במקום תקנת משנה 8(ב) לתקנות העיקריות יבוא :

”(ב) שווי פקדונות לזמן קצוב יחד עם שווי תעודות חוב אשר יש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן ובקרן כספית – לא יעלה על עשרים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהתקיימו כל אלה :

(1) שווי פקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים יחד עם שווי תעודות חוב אשר יש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7-90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א), לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

(2) שווי תעודות חוב אשר מנהל הקרן מחזיק בהתחייבות המנפיק לפדותן בתוך 30-60 ימי עסקים לא יעלה על 2% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

(3) שווי תעודות חוב אשר מנהל הקרן מחזיק בהתחייבות המנפיק לפדותן תוך 60-90 ימי עסקים לא יעלה על 1% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.”.

תיקון התוספת 5 . בתוספת, בסולם דרגות לטווח קצר, בסופו יבוא :

דרגה A-1 או יותר	F1	P-1 או דרגה גבוהה יותר	P1 או דרגה גבוהה יותר	A-1 או יותר	”דרגת איגרת חוב לצורך תקנה 2(א)(1)
A-1 או יותר	F1	P-1 או דרגה גבוהה יותר	IP או דרגה גבוהה יותר	A-1 או יותר	דרגת איגרת חוב לצורך תקנה 2(א)(2)

התשע"ו _____

(2016 _____)

(חמ 2157-3)

משה כחלון

שר האוצר