

# רשות ניירות ערך

## תמצית דיון ישיבת רשות מס' 11-2004 שהתקיימה ביום 19.12.2004 במשרדי הרשות בירושלים

### 1. תיאור מנפיקי נכסים מגבים וישויות לייחוס בהנפקת ניירות ערך מובנים

**הצגת הנושא:** בהמשך לדיונים קודמים במליאה, בנוגע לגילוי שיש ליתן ביחס לניירות ערך מובנים מובא לדיון נושא תיאור מנפיקי ה- Notes והישויות לייחוס בתשקיף אגרות חוב מגובות נכסים מסוג CLN ו-CDO.

בשנתיים האחרונות הונפקו לציבור אגרות חוב מגובות נכסים מסוג CLN (Credit linked Notes) ומסוג CDO (Collateralized Debt Obligation)<sup>1</sup>. אגרות חוב כאמור משלמות למשקיע קרן וריבית קבועה, ובלבד שלא יקרו אירועי אשראי (כהגדרתם להלן) בישות לייחוס או תיק לייחוס (כהגדרתם להלן).

#### **מבנה העסקה:**

החברה המנפיקה את אגרות החוב לציבור ("החברה"), שהנה חברה ייעודית חד תכליתית (SPC) רוכשת בתמורת ההנפקה Notes או פיקדון מתאגיד אחר (עד עתה היו אלו בנקים זרים) (התאגיד האחר, להלן: "הבנק", ה- Notes או הפיקדון, להלן: "הנכס המגבה").

הנכס המגבה הנרכש מהבנק משלם לחברה תשלומים בגובה (קרן וריבית) ובעיתוי שאינם נחותים מתשלומי החברה לבעלי האג"ח (Back to Back) והתקבולים הצפויים ממנו הנם מקור המימון היחיד לתשלומים לבעלי אגרות החוב.

זרם התשלומים מהנכס המגבה לחברה (ובהתאמה מהחברה לבעלי האג"ח) מותנה בכך שלא יתקיים אירוע אשראי לישות לייחוס, או שלא יתקיימו אירועי אשראי למספר חברות בתיק לייחוס כפי שהוגדרו בתנאי הנכס המגבה.

**ישות לייחוס** היא תאגיד או גוף בודד (עד עתה היו אלו מדינת ישראל וחברת החשמל), ואילו **תיק לייחוס** הוא תיק המורכב ממספר רב של חברות או גופים (עד עתה דובר בכ- 100 חברות) ישראליות או זרות, המדורגות על ידי חברת דירוג. זהות החברות בתיק לייחוס נקבעת על ידי הצדדים לעסקת הנכס המגבה (קרי ה- SPC והבנק). עד כה דובר במקרים בהם תיק ה- CDO היה סטטי (קרי רשימת החברות הייתה סגורה) וסינטטי.

במכשירי ה- CDO נשוא התשקיפים שהוצעו לציבור עד כה לא הייתה זיקה בין הישות לייחוס ובין המנפיק. במילים אחרות, לא דובר בגיוס "עקיף" שנעשה על ידי הישות לייחוס.

**אירוע אשראי** מוגדר אף הוא בתנאי עסקת הנכס המגבה, והוא מתרחש מקום בו החברה לייחוס נקלעת למצוקת אשראי משמעותית (בתשקיפים שפורסמו עד עתה אירוע אשראי הוגדר כחדלות פירעון, פריסת תשלומים או אי תשלום). אירוע האשראי אינו חייב להיות ביחסים בין החברה לייחוס ובין הבנק שהרי כאמור התיק הוא סינטטי ואין הכרח כי לבנק יהיו השקעות בפועל בחברה לייחוס.

בקרות אירועי אשראי למספר חברות הכלולות בתיק לייחוס (באג"ח מסוג

<sup>1</sup> CDO הנו מקרה ספציפי של CLN.

CDO) או בקרות אירוע אשראי לישות לייחוס (אג"ח מסוג CLN) תיפגע הריבית ו/או הקרן המשולמת לחברה ובהתאמה תיפגע באותו האופן הריבית ו/או הקרן המשולמת לבעלי האג"ח.

בהתאם לתקנות ניירות ערך (פרטי תשקיף, מבנהו וצורתו תשכ"ט-1969) (להלן "התקנות") חייב המנפיק לגלות בתשקיף כל פרט החשוב למשקיע סביר.

הסיכונים העיקריים הגלומים באג"ח מהסוג האמור, הם סיכוני האשראי של התאגיד המנפיק את הנכס המגבה (להלן לשם הנוחות: "מנפיק ה-Notes") וכן סיכוני התיק לייחוס/ הישות לייחוס.

## השאלה שעמדה לדיון:

לאור הסיכונים העיקריים הטמונים במכשיר עולה השאלה מהו היקף התיאור הנדרש ביחס לכל אחד מאלו (מנפיק ה-Notes והישות/ התיק לייחוס).

לאחר בחינה מעמיקה שנעשתה ברשות, של מכשירים מסוג המכשירים האמורים, סבור סגל הרשות כי בעובדה שמדובר במכשירים פיננסיים, או בעובדה כי קיים דירוג של המנפיק הזר ו/או הגוף או התיק לייחוס, אין כדי להחליף את הצורך בפרטים אודות המנפיק והישות לייחוס (ובתיק לייחוס פרטים אודות מאפייני התיק שיפורטו להלן).

הסגל סבור כי יש לדרוש פירוט אודות מנפיק ה-Notes והישות/התיק לייחוס בשל היותם פרט חשוב למשקיע בניירות ערך מובנים מן הסוג האמור.

## הצעת הסגל:

### לדרוש גילוי כדלקמן:

#### • גילוי אודות מנפיק ה-Notes:

גילוי מלא כאילו היה מנפיק ה-Notes התאגיד המנפיק, למעט מקום בו מנפיק ה-Notes עומד בשני התנאים המצטברים להלן – א. הנו בנק מפוקח. ב. מדורג בדרגת השקעה<sup>2</sup>.

לגבי בנק העונה על שני התנאים כאמור, תידרש החברה לגלות את זהותו ואת הדירוג שלו.

#### • גילוי אודות ישות לייחוס או מספר מועט של ישויות לייחוס:

גילוי מלא כאילו הייתה הישות לייחוס התאגיד המנפיק, וזאת בשל היותו של המידע בגדר פרט חשוב למשקיע סביר.

מוצע שלא לדרוש תיאור כאמור של ישות לייחוס מקום בו מתקיימים בתעודות ההתחייבות שני התנאים להלן:

א. הישות לייחוס הנה **תאגיד מדווח** (קרי תאגיד שניירות הערך שלו הוצעו על פי תשקיף לציבור בישראל או שרשום למסחר בבורסה בתל אביב<sup>3</sup>) הממלא אחר חובות הדיווח (ולכן המידע לגביו מצוי בציבור) ומדורג בדרגת השקעה. לגבי ישות לייחוס כאמור די יהיה בציון זהותה, הדירוג שלה ועובדת היותה תאגיד מדווח.

תנאי לכך שלא יידרש במועד התשקיף תיאור של הישות לייחוס הוא כי היה ויושעה התאגיד ממסחר בבורסה בשל כך שלא עמד בחובות הדיווח, או היה ויסיים התאגיד את חובות הדיווח שלו, יעמדו

<sup>2</sup> עם כניסת התיקון לתקנה 51 לתוקף, יחול האמור גם על מבטח.  
<sup>3</sup> לרבות תאגיד ברישום כפול המדווח מכוח סעיף 35 לא לחוק.

## אגרות החוב לפירעון מייד.

ב. תעודות ההתחייבות מדורגות בדרגת השקעה. יצויין כי עם כניסת תקנה 51 המתוקנת לתוקף (בעתיד), ובהנחה שהנפקות מסוג זה תעשנה כשמנפיק ה- Notes עונה על דרישותיה (קרי הנו בנק או מבטח המדורג בדרגת השקעה), הרי שבהתאם לאותה תקנה, ממילא תהיינה תעודות ההתחייבות מדורגות בדרגת השקעה כתנאי לפטור מתיאור מנפיק ה- Notes.

מקום בו מדובר ב"גיוס עקיף" של הישות לייחוס שנעשה באמצעות חברת ה- SPC, או שה"ישות לייחוס" מקבלת טובת הנאה כלשהי בשל ההנפקה לא נראה בהנפקה כאמור מכשיר פיננסי ולכן הנפקה כאמור לא תיכנס בגדר החלטה זו.

החלטה זו מצמצמת החלטה קודמת של הרשות אשר ממנה השתמע כי במכשירים כגון אלו אין חובה לתאר את הישות לייחוס.

### • גילוי אודות החברות הכלולות בתיק לייחוס

על החברה המנפיק לפרט בטבלה את כל החברות הכלולות בתיק לייחוס בצירוף עמודות המכילות את הקריטריונים הבאים: דירוג החברות, ענף הפעילות שלהן, אזור גיאוגרפי, האם יש בתיק חברות קשורות אליהן, האם נסחרות, אם לאו (בהתאם לצורך) וכל מאפיין אחר ששימש בבניית התיק.

בנוסף לכך, נדרש קיבוץ המאפיינים לעיל בהתאם למפורט להלן:

1. פירוט מספר חברות בכל ענף שיש בו יותר מ- 3 חברות לרבות ציון הענף (למשל- תקשורת- 14 חב', תעשייה 5 וכו').
2. פירוט פיזור גיאוגרפי (כמה חברות בכל יבשת, תוך הפרדה בין מזרח אירופה למערבה).
3. גילוי האם החברות לייחוס נסחרות, אם לאו, מקום בו כחלק מתנאי אגרת החוב יש אפשרות כי מחיר הפדיון/פירעון יקבע בהתאם לציטוטי מחירים של התחייבויות החברות לייחוס.
4. פירוט חפיפה בסיכונים של החברות לייחוס- למשל, כמה מן החברות הן חברות הן באותה קבוצת שליטה, יחסי ספק לקוח, ערבויות צולבות וכו'.
5. פירוט קבוצות הדירוג, ומספר החברות בכל קבוצת דירוג (כמה בין BBB- ל BBB+, כמה בין A- ל A+, כמה בין AA- ל AA+ וכמה ב AAA).
6. פירוט הדירוגים הספציפיים של החברות הנמוכות ביותר בתיק כדלקמן: אם למשל, בתיק 100 חברות לייחוס נקבע כי הקרן ו/או הריבית נפגעות לראשונה בקרות 6 אירועי אשראי, נבקש כי יאמר לגבי 6 החברות בעלות הדירוג הנמוך ביותר, כמה בכל דרגה (לשם דוג': 3 מדורגות BBB-, 2 מדורגות BBB ואחת BBB+). מאפיין זה מוצע לציין גם על גבי הכריכה.
7. כל מאפיין עיקרי אחר ששימש בבניית התיק.

עמדה זו מצמצמת את ההקלות שניתנו בקשר עם רמת הגילוי הנדרשת באג"ח מסוג CLN, בהחלטת רשות שהתקבלה לפני למעלה משנה בקשר עם הנפקת אג"ח המגובות ב- notes שסיכון האשראי שלהם נגזר מסיכון האשראי של חב' החשמל ומדינת ישראל. אז נקבע כי מאחר ומדובר במכשיר פיננסי יש חשיבות רבה לתיאור המכשיר ולא לתיאור הגופים בהם מושקעת תמורת ההנפקה או הישות, ויש להסתפק בתיאור המנגנון ובדירוג של תעודות ההתחייבות.

יחד עם זאת, לאור העובדה כי לא ידרש תיאור של ישות לייחוס שהיא תאגיד מדווח כשהתעודות מדורגות בדרגת השקעה, ואף לא של מנפיק Notes שהוא בנק המדורג בדרגת השקעה, הרי שהשינוי המוצע כאמור לא היה בו כדי לשנות את התוצאה הספציפית בקשר עם אגרות החוב המגובות בסיכון האשראי של חברת החשמל משום שלאור היותה תאגיד מדווח גם היום לא היה נדרש תיאור או תיאור מנפיק ה- Notes בעניינה שהנו בנק מדורג.

**החלטה:**

לקבל את המלצת הסגל באשר לגילוי הנדרש בתשקיפים מהסוג האמור.

## **2. הצעה לתיקון סעיפים 9(ד)(1), 77(א) ו-97 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשס"ד-1994 (במסגרת הצעת תיקון מס' 10 לחוק)**

**הצגת הנושא:**

באחת מישיבות המליאה הקודמות הובאה לאישור הצעה לתיקון מס' 10 לחוק. בינתיים, בעוד ההצעה ממתינה לתורה לדיון בועדת שרים, אנו שוקלים להכניס במסגרתה תיקונים במספר סעיפים נוספים: תיקון אחד מהותי, בסעיף 9 לחוק, שאת הצורך בו אנו מבקשים להעלות לדיון, ושני תיקוני הבהרה, בסעיפים 77 ו-97. נציג אותם להלן אחד לאחד.

**סעיף 9** – אחד מתנאי הכשירות של נאמן, הקבוע בסעיף קטן (א)(1) הוא אי תלות בינו לבין מנהל הקרן, בדומה לדרישות אי תלות של רואה חשבון, וזאת משום שתפקידו לפקח על מנהל הקרן. ההוראה היא כי חברה לא תשמש כנאמן אם היא (או חברה קשורה) מחזיקה ביותר מ-10% בהון המונפק של מנהל הקרן או חברה השולטת בו, או אם מנהל הקרן או חברה קשורה אליו שולט בה או בחברה קשורה אליה. היינו, אין סימטריה בין דרישות אי התלות בשני המצבים – כשהנאמן מחזיק במנהל הקרן וכשמנהל הקרן מחזיק בנאמן. עלתה השאלה אם החזקות מהסוג המתואר לא עלולות ליצור מצב של ניגוד עניינים אצל הנאמן לקרנות. לפי הוראת החוק כפי שהיא היום, מצב חדש זה לא יפגע בכשירות החברה לנאמנות לשמש כנאמן לקרנות. השאלה המועלית כאן לדיון אם ראוי לתקן את הוראת סעיף 9(א)(1), באופן שתהיה סימטריה בין שיעורי ההחזקה של מנהל קרן בנאמן ושל נאמן במנהל קרן, הפוגעים בדרישת אי התלות, או באופן אחר. לעניין הצורך בסימטריה יש גישות שונות.

**סעיף 77(א)** - הוראת הסעיף מחייבת מנהל קרן להשתתף ולהצביע באסיפה כללית של חברה שהנפיקה ניירות ערך המוחזקים בקרן שבניהולו. עמדתנו היא שהוראה זו משמעה חובה לנקוט עמדה, היינו להצביע בעד או נגד. בפועל מנהלים רבים נמנעים בהצבעה. עד היום לא אכפנו את החוק בהתאם לעמדתנו, ואולם קבלנו החלטה להתחיל לעשות כן. לאור הפרקטיקה הנוהגת, ולאור העובדה שבדבר חקיקה אחר המטיל חובה דומה על מנהלי קופות גמל נאמר במפורש כי יש להצביע בעד או נגד, מוצע לקבוע נוסח מפורש כזה גם בסעיף 77(א).

**סעיף 97** – כחלק מתכנית עבודת הפיקוח, הכוונה היא להגביר את עריכת הביקורות אצל גופים הנתונים לפיקוחנו, ובכלל זה מנהלי קרנות. בחוק ניירות ערך יש הוראה המאפשרת לבצע ביקורות על ידי הסמכת גורמי חוץ שאינם עובדי רשות (out sourcing). הוראה זו נחקקה לפני חקיקתו של חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, וכל סמכויות הרשות רוכזו בחוק ניירות ערך, לרבות אלה הנוגעות לקרנות. יחידה בקרן הייתה בגדר נייר ערך כהגדרתו בחוק ניירות ערך. לאחר חקיקת חוק השקעות משותפות, יחידה בקרן כבר אינה בגדר נייר ערך, ויש ספק אם ניתן להשתמש בסמכות שבחוק ניירות ערך לשם עריכת בקורות אצל גופים שפעילותם מוסדרת על פי החוק. מוצע לקבוע סמכות מפורשת בחוק השקעות משותפות להסמיך גורמי חוץ לעריכת בקורות.

## תמצית הדיון בנושא:

### דיון בסעיף 9:

הוצגה גישה התומכת בצורך בסימטריה. החזקות מנהל הקרן בנאמן כמו גם החזקת הנאמן במנהל הקרן יוצרת השפעה הפוגעת באי התלות, או לפחות יוצרת מראית עין של אי תלות. אין הבדל לעניין זה בין שני המצבים, ואין סיבה לחוסר הסימטריה.

הוצגה גם גישה לפיה חוסר הסימטריה מוצדק. השאלה צריכה להבחן על פי מידת החשש להשפעה על שיקול דעתו של הנאמן במילוי תפקידו כמפקח על מנהל הקרן. במקרה בו הנאמן מחזיק במנהל הקרן, אי התלות נוצרת עקב זהות אינטרסים ביניהם. אם ההחזקה שלו מהותית, יש חשש שימנע מגילוי פגם אצל מנהל הקרן במקרה שבו גילוי הפגם יפגע ברווח שלו מההשקעה במנהל הקרן. לעניין זה נקבע בחוק שיעור של 10% כמבחן להחזקה מהותית מספיק היוצרת חשש לניגוד עניינים כאמור. במקרה ההפוך, כאשר מנהל הקרן מחזיק בנאמן, המבחן הוא אם שיעור ההחזקה של המנהל יוצר מידת השפעה כזו שיש בה כדי להטות את שיקולי הנאמן, היינו האם המנהל יכול להכתיב לנאמן להימנע מגילוי פגם. לעניין זה החוק בחר במבחן השליטה, היינו היכולת לכוון את פעולותיו של הנאמן. זהו מבחן גמיש במידה מסוימת. בנסיבות מסוימות, שיעור החזקה מסוים יוצר שליטה, ובנסיבות אחרות שיעור גבוה יותר אולי לא מקנה שליטה.

גישת יו"ר הרשות היא כי בנסיבות דומות ייתכן בהחלט שקשר דומה לא יראה תקין. נדרש שיקול דעת. החזקה ישירה של מנהל קרן בנאמן בשיעור של 10% נראית בלתי תקינה.

### דיון בסעיף 77(א):

הועלתה השאלה האם שלילת הזכות להימנע יכולה לעמוד במבחן משפטי. נאמר כי בהתחשב במעמדם המיוחד של מנהלי קרנות, אשר קבלו על עצמם תפקיד לנהל את ענייניהם של בעלי היחידות, בהתחשב בתכלית ההוראה לנצל את כוחם של המוסדיים בעיקר בעסקאות עם בעלי עניין, ובהתחשב בכך שקולות הנמנעים אינם נספרים בהצבעה, הוראה המחייבת את מנהלי הקרנות לנקוט עמדה היא מידתית.

**סעיף 97** – כחלק מתכנית עבודת הפיקוח, הכוונה היא להגביר את עריכת הביקורות אצל גופים הנתונים לפיקוחנו, ובכלל זה מנהלי קרנות. בחוק ניירות ערך יש הוראה המאפשרת לבצע ביקורות על ידי הסמכת גורמי חוץ שאינם עובדי רשות (out sourcing). הוראה זו נחקקה לפני חקיקתו של חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, וכל סמכויות הרשות רוכזו בחוק ניירות ערך, לרבות אלה הנוגעות לקרנות. יחידה בקרן היתה בגדר נייר ערך כהגדרתו בחוק ניירות ערך. לאחר חקיקת חוק השקעות משותפות, יחידה בקרן כבר אינה בגדר נייר ערך, ויש ספק אם ניתן להשתמש בסמכות שבחוק ניירות ערך לשם עריכת בקורות אצל גופים שפעילותם מוסדרת על פי החוק. מוצע לקבוע סמכות מפורשת בחוק השקעות משותפות להסמך גורמי חוץ לעריכת ביקורות.

לגבי סעיף 9, יערך דיון נוסף על ידי הסגל. תיקוני ההבהרה שהוצעו בסעיפים 77(א) ו-97 מאושרים.

### החלטה: