

# רשות ניירות ערך

## פרוטוקול ישיבת רשות מס' 1-2008

שהתקיימה ביום ג' 15.1.2008 במשרדי הרשות בירושלים

### בהשתתפות:

חברי מליאה: משה טרי, יו"ר  
צבי אקשטיין, אורלי דין, חגי יחיא האני, דבורה חן, יהלי כהנוב, מאיר סוקולר, מיכל עקביה.  
אורח: זוהר גושן

חברי סגל: טל אבן-זהב, שרון אופיר, אסנת אופיר-שדה, איגור איבנצקי, אריאלה איסנר, שוני אלבק, יהודה אלגריסי, אלעזר אמיר-הימל, שרון בלומנפלד, ניר בראון, סימון ברון, משה ברקת, שיראל גוטמן-עמירה, פנינה גיא, דורית גילת, גיתית גור-גרשגורן, מאיה גרטי-גלבוע, אורלי דורון, אבי דנון, אלחנן הרמור, יעל וייס-אפרון, איציק זקן, עדי כהן, דודו לביא, גליה לוי, רונן מדר, אשר פלייסינג, עזר צפריר, דניאל רימון, איטה שוחט

### סדר היום

1. אישור פרוטוקולים:  
פרוטוקול ועדת רשיונות + ועדת פטורים (חריגים) מס' 7-2007 מיום 10.10.2007  
פרוטוקול ישיבת רשות 8-2007
2. אישור תשקיפים חוזרים.
3. תיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995.

4. תקן חשבונאות מספר 15 בנושא ירידת ערך נכסים, והתאמתו לתקינה הבינלאומית בחשבונאות.
5. אי גביית דמי ניהול בקרן נאמנות - האם הטבה אסורה.
6. גילוי בדבר נתונים להערכת שווי תעודות סל ומוצרי מדיים בדיווח מידי הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך התשכ"ח - 1968
7. שונות.

### הדין

מ. טרי: זו המליאה האחרונה שלי וקודם כל אני רוצה לברך את דבורה חן על הצטרפותה אלינו וכמובן את ידידי היקר היו"ר הבא שנמצא כאן. אני חושב שזו גאווה לכולנו, קודם כל לי שאחד כזה מחליף אותי ובאמת גאווה לרשות שזוהר נאות לבוא ולקחת את התפקיד אז אין שום ספק שלכולנו באמת גאווה גדולה ואני שמח מאד.

זוהר לא מרגיש טוב אבל הוא בא באופן מיוחד כדי להיות איתי בישיבה האחרונה ואני רוצה להודות לו על זה. אני משאיר את עובדי וחברי הרשות בשבוע הבא או לאחר מכן. מה אני צריך להגיד לחברי הרשות? חברי המליאה החדשים והישנים. קודם כל תודה רבה, מאד נהניתי. לא רק שמאד נהניתי אני חושב שהיו לנו ישיבות ודיונים מאד מהנים, מאד פוריים, מאד פתוחים. יעל אומרת לי שאני קצת מאיים ולפעמים צועק, אז לא התכוונתי להפחיד אף אחד ולא התכוונתי לצעוק על אף אחד, זה חלק מההתלהבות בכל הדיונים. אני אומר לכם מכל הלב, היתה לי הנאה צרופה לבוא לכאן בלהט, להתווכח עם כל אחד מכם, אם זה עם דרוקר ואם זה עם דרורה ומיכל וצביקה. עם דבורה ועם יהלי עוד לא הספקתי אבל את זה יעשה בטח בהנאה גדולה, יתווכח ויוביל זוהר.

תודה מכל הלב. אני בטוח שאתם תהנו מהיו"ר החדש שהוא גם חכם, גם משכיל, גם נעים הליכות וזה רק קצת, מותר להגיד מקצת שבחו. לא כל שבחו ומעבר לזה, שוב תודה ואני מקווה שאני מבחוץ אקרא שממשיכות להתקבל כאן החלטות אמיצות, נכונות, הגיוניות ושיהיה בהצלחה. לפני שנפתח את הישיבה זוהר ידבר.

ז. גושן: אני מתנצל שאני מרגיש לא טוב וצריך ללכת אבל אריה מינטקביץ' שאני מניח שאתם מכירים אותו, אמר לי אחרי שנודע על המינוי, תפרוש עכשיו אתה יכול רק לקלקל אז אני הולך.

מ. טרי: להתראות. היו"ר הנכנס הלך ונתחיל את הישיבה.

### 1. אישור פרוטוקולים:

פרוטוקול ועדת רשיונות + ועדת פטורים (חריגים) מס' 7-2007 מיום 10.10.2007 פרוטוקול...

### 2. אישור תשקיפים חוזרים.

מ. טרי: פרוטוקולים. האם יש הערות?

א. דין: לגבי הפרוטוקול של ועדת רשיונות וועדת פטורים. השתתפתי אך ורק בוועדת הפטורים וזה לא משתקף מהפרוטוקול. בוועדת רשיונות אני לא יכולה להיות חברה כי אני לא עובדת מדינה בעצם.

א. איסנר: זו הייתה ישיבה כפולה. כל האנשים שהופיעו באותה ישיבה כפולה הופיעו כנוכחים.

י. אלמוג: היה עוד פרוטוקול שנשלח אליכם, פרוטוקול מליאה שלא רשום כאן ברשימה כי הוא נשלח אחר כך במייל. זה מאושר בכפוף להערה שאם תהיה.

מ. טרי: תשקיפים חוזרים. האם יש הערות? אין, אושר.

### 3. תיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995.

א. שוחט: מדובר בהצעה לתיקון קטן בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות. לגבי סעיף הביטוח. החוק בנוסחו היום מטיל חובה על היחיד להצטייד בביטוח או לקבל רשיון. גם על היחיד וגם על החברה. אנחנו מציעים לשנות את זה, לגבי היחיד בלבד ולגבי החברה להשאיר את המצב על כנו

והחובה להיות בעל ביטוח יהיה רק לגבי עיסוק ולא לגבי קבלת הרשיון. זו פחות או יותר הצעת החוק.

ש. אלבק: הסוגיה הונחה על השולחן לאור תופעה שזיהינו, תופעה בה אנשים עושים את הבחינות, עומדים בכל הדרישות והצרכים על פי החוק ובסופו של דבר כשהם באים לקבל את הרשיון הנכסף אומרים להם לא, אתם לא זכאים כי אין לכם ביטוח.

מ. סוקולר: ביטוח כנגד מה זה?

ש. אלבק: ביטוח שעושה מנהל תיקים הוא למעשה חלק מסל הדרישות, הביטוח הוא ביטוח ביצועי.

י. אלמוג: מחדל רשלני כלפי לקוח.

ש. אלבק: ביטוח מקצועי פשוט וזה במרכאות "כרית הבטחון" של הלקוח אל מול מנהל התיקים.

מ. עקביה: למה זה רע שהוא לא מקבל רשיון אם הוא לא עושה ביטוח?

ש. אלבק: כי הוא זכאי לרשיון אבל הוא לא מקבל אותו בפועל. זה מעין משהו טכני אז אמרנו בואו נעשה שינוי שיאפשר לו לקבל את הרשיון אבל הוא לא יוכל לעסוק במקצוע.

מ. עקביה: אבל יש לו רשיון.

מ. טרי: כשאת קיבלת את הרשיון של עריכת דין, קיבלת אותו. קיבלת תעודה נכון? רצית לשים אותה. פה הוא לא יכול, פה הוא לא מקבל רשיון.

י. אלמוג: בעריכת דין הביטוח הוא לא חלק מתנאי הרשיון ובשום מקצוע, ביטוח הוא לא חלק מתנאי הרשיון. הוא חובה שמוטלת עליך כעוסק.

מ. עקביה: הוא אפילו לא חובה.

- א. דורון : אבל הביטוח בחוק הסדרת העיסוק הוא חלק מהחוק.
- ש. אלבק : בשביל זה אנחנו רוצים לשנות. זה בדיוק העניין.
- א. דורון : לא, אתם למעשה, אם אני מבינה נכון אתם בעצם מוותרים לו על כך שהוא יטול על עצמו ביטוח בעת שהוא מקבל את הרשיון ואז, אין לכם נקודת כניסה אחרת שבה אתם בודקים את זה.
- ש. אלבק : ואם הוא עושה ביטוח לחודש ומבטל אותו ואז מתחיל לעבוד בלי, אז מה.
- מ. טרי : אני אחדד את הנקודה. למה נדרשנו לדבר הזה? אנחנו נדרשנו לדבר הזה משום שבחוק כתוב שהביטוח הוא חלק מתנאי הרשיון. באו אנשים, אמרו, גמרנו את הבחינות, עמדנו בכל, רוצים את התעודה, רוצים להראות לסבא הנה אנחנו מביאים תעודה. באה הרשות ואומרת אנחנו לא יכולים להוציא את התעודה, למה? אין לך ביטוח. הוא אומר אני סיימתי ועמדתי בכל הבחינות. אני רוצה את הנייר. רוצה לתלות בבית. אני בעל תעודה ובחוק כתוב שאתה חייב לעשות ביטוח. עכשיו מה ששוני בא ואומר, מסביר איך אנחנו נותנים מצד אחד את הזכות הזאת שיהיה לו את הנייר מצד שני איך הדבר הזה צריך להיות מבחינת המידה ושלא יתחלקו ויכנסו כל מיני גורמים שלא תהיה לנו עליהם שליטה. זו המסגרת. עכשיו תנו לשוני להשלים.
- ש. אלבק : הדבר הוא מאד פשוט כמו ביתר הדרישות שחלות על מנהל התיקים, כל מי שיעבוד ללא רשיון הוא עובר עבירת משמעת.
- מ. עקביה : ללא ביטוח לא ללא רשיון.
- ש. אלבק : ללא ביטוח סליחה, הוא עובר עבירת משמעת.
- א. דורון : עבירה פלילית.
- א. שוחט : לא זה משמעת, זה לא פלילי.
- ש. אלבק : עבירת משמעת. וכך תתבצע האכיפה על העניין הזה כאשר התוספת, אין תוספת משמעותית לאכיפה בכך שהוא לא מקבל את הרשיון בפועל אם הוא

לא מבצע ביטוח ביום שבו הוא זכאי לרשיון ואנחנו עשינו "טרייד אופ" פשוט מאד בנושא הזה.

י. אלמוג:

המהות היא זאת. צריך להפריד בין הכשירות שלך כאיש מקצוע לבין העובדה שכשאתה פועל ואתה עוסק אתה צריך ביטוח וזה שני דברים נפרדים ולא צריך להפגיש ביניהם ב מועד מתן הרשיון. זאת אומרת יכול להיות מצב שבו אתה בגרת, השלמת את כל הבחינות המקצועיות. אתה כשיר כאיש מקצוע לקבל את הרשיון, כמו בהרבה מקצועות, זה לא מותנה בשאלה של הביטוח. כשאתה מתחיל לעסוק, אז חלה עליך חובת הביטוח ולכן יכולים להיות מצבים ויש מצבים שאנשים כשירים מקצועית לעסוק במקצוע, הם רוצים להגדיר את עצמם כאנשים שמקצועית יכולים להיות יועצים ומנהלי תיקים אבל הם לא רוצים לעסוק במקצוע ואנחנו רוצים לאלה לתת את ההכשר המקצועי, את הרשיון אבל בנושא הביטוח יהיה חלק מהחובות בזמן העשייה.

ד. חן:

אני מבינה שהקטע של הביטוח הוא איזה שהיא מעמסה כספית למי שלא עוסק בכך אבל אני חושבת שבכדי שאפשר יהיה בפועל לאכוף את זה בעתיד, הייתי מלווה את השינוי הזה בהצהרה של האדם שהוא לא עוסק בתחום הזה, כלומר הוא יגיש הצהרה שאני לא עוסק וביום שבו יתחיל לעסוק, יחייב אותו להגיש הצהרה שאני שיניתי את המעמד שלי כי אחר כך יתחילו סיפורים, הוא לא הבין, הוא כן הבין. הוא לא בדיוק חשב או ידע. מי שרוצה לקבל רשיון ורוצה לקבל פטור מהביטוח שיתכבד ויגיש תצהיר שהוא לא עוסק.

מ. טרי:

מה שאת אומרת הוא שכל מי שיקבל רשיון נהיגה צריך להצהיר שהוא לא יעבור על חוקי התנועה.

ד. חן:

זה לא בדיוק. עובדה שעד היום הוא היה חייב בביטוח. אנחנו הולכים לקראתו בעניין הזה.

מ. טרי:

יעל כאן עשתה אבחנה בין קבלת הרשיון לבין האפשרות להתחיל לעבוד. קבלת הרשיון, הוא עמד בכל הבחינות. העיסוק, מחייב את הביטוח.

ד. חן:

אבל עד היום הוא לא יכול היה לקבל את הרשיון בלי הביטוח.

- צ. אקשטיין : זו הייתה טעות. אנחנו אומרים עכשיו שזו היתה טעות.
- מ. סוקולר : עד היום הוא לא יכול לקבל את הרשיון כי לא היתה אבחנה בין מה זה תנאי הכרחי למה זה תנאי מספיק.
- צ. אקשטיין : אין ספק שהמצב הנוכחי הוא אובר רגולציה והוא שונה מכל רגולציה כמעט בכל נושא אחר.
- מ. סוקולר : זה מה שרציתי להעיר שצריך להפריד ביניהם.
- מ. עקביה : אני רוצה לשאול השאלה אם זה אובר רגולציה היא לא בשאלה אם החובה לעשות ביטוח תהיה בתוך הרשיון או תהיה לצד הרשיון. השאלה אם בכלל רוצים לחייב ביטוח. מכיוון שאנחנו מחליטים שבמקצוע מסוג זה צריך לחייב ביטוח וזה שונה ממקצוע של עריכת דין או מדברים אחרים שבהם לא חייבים ביטוח אלא אנשים עושים את זה וולונטרית, כי פה אתה מנהל כספם של אחרים וכו' וכו', זה לא בלתי סביר להגיד שהמחוקק ידרוש ממנו לעשות ביטוח, זה לא נראה לי מופרך. לעומת זאת, החלטנו שאנחנו כן מטילים עליו חובת ביטוח אז הכלי הכי נוח והכי יעיל להטיל אותה זה לעשות את זה בתוך הרשיון כשבן אדם בא ומקבל ייעוץ הוא יודע שמי שבא ויש לו רשיון, עומד בכל הדרישות של החוק. אם זה ביטוח ואם זה תשלום אגרה ואם זה בחינות. אז מה המשמעות של לשים את זה מחוץ לרשיון.
- צ. אקשטיין : את צודקת. הכלי הכי נוח והכי יעיל אבל הכי לא טוב בשביל קיום העיסוק.
- מ' עקביה : למה? אז תיתן לו נניח להקפיא את הרשיון או משהו כזה.
- צ. אקשטיין : למה? נורא פשוט. רוב האנשים לומדים דברים ובערך 20-30 אחוז מהאנשים לא עובדים במקצוע שהם למדו.
- מ. עקביה : בסדר, שלא ישלם אגרה.
- ש. אלבק : אבל מיכל אם הוא עשה ביטוח ואחרי חודש הביטוח הסתיים והוא נותן ייעוץ, אז אין לזה סוף.

מ. עקביה : גם אם רוצים להחליט אגב מה שאתם רוצים להחליט, מה שמנוסח פה זה מי שיש לו רשיון חייב לעשות ביטוח. זה לא מי שיש לו רשיון ועוסק בו. התיקון לא משקף את מה שאתם אומרים.

ד. רימון : למה?

מ. עקביה : כי יחיד בעל רשיון יערוך ביטוח לכיסוי חבותו וכו' וכו'.

מ. טרי : בוודאי כדי לעסוק.

מ. עקביה : נגיד יחיד בעל רשיון המבקש לתת שירות עפ"י הרשיון יעשה ביטוח. מה שכתוב פה זה מי שיש לו רשיון, חייב בביטוח.

מ. טרי : מיכל אני רוצה לשאול אותך שאלה. מחר את הולכת ועושה את כל הבחינות. עמדת בכל. החלטת שעכשיו את נוסעת עם בעלך לחו"ל ואת רוצה את הרשיון להראות לסבא שלך.

מ. עקביה : אז שהרשיון יוקפא בינתיים. זה לא נראה לי בלתי סביר. מה שאמרתי אחר כך זה עניין טכני שהניסוח לא משקף את מה שאתם רוצים.

צ. אקשטיין : אני רוצה להעיר עוד הערה. הרי אנחנו גם לא דורשים, בן אדם שעסק בייעוץ ועכשיו הוא לא עוסק בייעוץ. התפקיד שלו עכשיו זה מנהל. אתם לוקחים לול היום את הרשיון? הוא צריך ביטוח? לכן הנקודה היא שיהיו לך הרבה מאד יועצים בשוק לאורך זמן שלא עוסקים בייעוץ ולכן לא צריכים להצמיד את זה כמו בכל מקצוע אחר. הביטוח הוא לצורך העיסוק ולא לצורך התעודה.

מ. טרי : בדיוק.

צ. אקשטיין : ואנחנו התפקיד שלנו כרגולטורים הוא לעשות את החיים פשוטים וקלים ולא לעשות את החיים לנו פשוטים וקלים.



ד. חן : דרך הסיפור הזה של הביטוח, אתה עוזר לבן אדם שהוא לקוח. הוא יודע היום שכשהוא בא למישהו יש לו ביטוח. ככה הוא צריך להתחיל לשאול אותו יש לך ביטוח, אין לך ביטוח.

מ. טרי : מה פתאום? לא.

מ. סוקולר : אני פשוט לא מבין את הטעון הזה אם אתה עומד בחוק או לא עומד בחוק.

י. אלמוג : רק עוד נקודה. המצב בשוק הוא כזה שרוב בעלי הרשיונות מבוטחים על ידי הגופים שהם עובדים בהם. אנשים עוברים מגוף לגוף ואנחנו כמובן לא רוצים למנוע את זה ובמעבר בין עבודות אנשים לא עושים ביטוח לעצמם אז יוצא מצב שגם מעמיס עלינו עומס ביורוקרטי מאד מאד מיותר שאנשים בין עבודות, חודש לא עובדים אין להם כאילו רשיון. אנחנו לוקחים את הרשיון, מחזירים את הרשיון, זה ממש לא הגיוני ומעמיס עלינו בצורה מיותרת.

מ. טרי : רבותי יש מישהו שמתנגד?

מ. עקביה : בסדר זה מוסכם גם עלי אבל תעשו תיקון בניסוח שזה ישקף את מה שאתם רוצים.

מ. טרי : אוקיי אישרנו את זה.

#### 4. תקן חשבונאות מספר 15 בנושא ירידת ערך נכסים, והתאמתו לתקינה הבינלאומית בחשבונאות.

ע. כהן : הצעה לתיקון תקן 15 שוב הועברה אלינו במסגרת ההסכם שיש עם המוסד מכח הסכם ההקמה שלו. ההצעה מדברת על תיקון להוראות תקן 15 שנוגע לירידת ערך של חברה כולה. זו התאמה לתקינה הבינלאומית של התקן הישראלי כשבכל מקרה ההתאמה הזאת תחול רק על חברות ישראליות כיוון שהתקן הזה ישאר בתוקף רק לגבי חברות ישראליות. מ-1/1/2008 על כל החברות המדווחות יחולו הכללים המלאים של ה IFRS וזו בסך הכל התאמה לגבי חברות פרטיות.

מ. טרי:

האם יש הערות? אין. אושר.

#### 5. אי גביית דמי ניהול בקרן נאמנות - האם הטבה אסורה

מ. טרי:

רבותי, הדבר הזה צץ בעקבות זה שאישרנו את ה MONEY MARKET FUNDS קרנות כספית ובאו מנהלי הקרנות וניסו לעשות כל מיני מבצעי שיווק ואמרו אנחנו לא הולכים לגבות דמי ניהול בשלושה החודשים הראשונים. מסתבר שהיתה החלטת מליאה מלפני שמונה שנים שאמרה שאי אפשר שלא לגבות דמי ניהול.

צ. אקשטיין:

למליאה פה יש זכות לקבוע את כל דמי הניהול? אני שואל את זה כשאלה. אני רוצה להבין, יש לנו זכות לקבוע את כל תנאי הניהול בכל קרנות הנאמנות?

מ. טרי:

נהיה יותר רציניים. רבותי, אני רוצה להגיד לכם שאני חושב שבסך הכל הדבר הזה היה חדש לי ולא ידעתי שאנחנו מתערבים איך לנהל את הקרנות אבל כפי שאתם יודעים, אני מניח שהחלטות שמתקבלות כאן היום, בעוד מספר שנים כשהשוק ישתנה, יכול להיות שיבוא מישהו ויגיד תשמע, מה שהיה בעת ההיא היה מתאים, היום הזמנים השתנו. יכול להיות שבתקופה שהבנקים החזיקו בקרנות ובקופות, ההחלטה הזו היתה מתאימה. היום כשאני מסתכל על השוק ואני אומר, עד איפה אנחנו נכנסים, אין לי שום ספק ואני רוצה שגם תשמעו דברים אחרים או את מכלול הדברים, אנחנו לא יכולים לקחת על עצמנו שום דבר שקשור לניהול. הניהול נתון בידי המנהלים של אותו גוף. איך הוא מנהל, מה הוא לוקח, איך הוא מפרסם, איזה הוצאות יש לו, כל השאלות האלה, זה לא לדיון על השולחן הזה. אנחנו מסתכלים, ומה רואים מולנו, רואים את המשקיע, רואים את בעל היחידה ואנחנו דואגים לו והשאלה שנשאלת האם זה טוב לו או לא טוב לו, אני אמרתי בקפדנות ובקנאות שאנחנו לא מנהלים את החברות, אנחנו לא מנהלים את הקרנות. אנחנו הסדרנו וקבענו את הכללים והציבור יודע מה הדברים החשובים שהוא צריך לדעת ועל זה אנחנו מקפידים. לבוא ולהגיד שמנהל קרן לא גובה דמי ניהול לשלושה חודשים, שבזה אנחנו מתערבים, לא נראה לי הגיוני ונראה לי לא נכון, במיוחד עכשיו. זו החלטה ניהולית גרידא. מחר אם ירצו להשקיע בפרסום אז נגיד לא, אתם יכולים להפסיד כסף אז אל תשקיעו

בפרסום. מחר הם ירצו לתת שכר למנהל כזה או אחר, אנחנו נגיד לא? אז אנחנו לוקחים על עצמנו את האחריות של מנהל הקרן. אנחנו קיימנו על זה דיונים רבים ואני מבקש שתציגו זאת וגם מה היה ביסוד או מה הנחה את ההחלטה שהיתה לפני שמונה שנים.

ד. גילת:

מה באמת עמד ביסוד החלטת המליאה הקודמת וזאת התשובה לצביקה. הרשות לא קובעת ולא מאפשרת דמי ניהול בקרנות ולא התכוונה לעשות זאת אף פעם אבל הגישה היתה שאי קביעת דמי ניהול במוצר כזה שאתה לא מוכר חומר גלם אלא אתה מוכר שירות מתמשך, זה כמו לתת הטבה ולתת הטבה בגין רכישת קרנות או החזקת קרנות היא אסורה. זו לא איזה הוראה שכתובה איפה שהוא בשולי החוק שאנחנו תקועים איתה, זו הוראת חוק שמייצגת נורמה שהרשות עושה הרבה לאכיפתה - שאין מתן הטבות, גם לא במישור היחסים שבין הקרן ללקוח בגין רכישת קרנות. השאלה באמת מה ההבדל בין לתת למשקיע את השירות הזה חינם ולא זו אף זו, אלא שהיום, יותר מאז זה לא סתם חינם אלא שהיום יש גם הוצאות ישירות בגין ניהול קרן. פעם הוצאות ישירות שאתה יכול לזקוף אותן לקרן, היו רק האגרות של הרשות. כל מנהל מנהל הרבה קרנות ויש כמובן את התקורה הכללית אבל הוצאות שאתה יכול לייחס אותן ישירות לקרן מסויימת היו אולי האגרות של הרשות שזה לא משמעותי. היום מנהלי קרנות משלמים לבנקים עמלת הפצה, שברמה הכי נמוכה שלה, בקרנות השקליות למשל היא 0.125 שזה גם לא הרבה אבל זאת הוצאה שברגע שמכרת יחידה, אתה משלם. לכן המחשבה היתה שבעצם מנהל קרן צריך לשלוח יד לכיס שלו כדי לממן את המכירה הזאת של יחידה, ואם הוא לא גובה שום דמי ניהול אז זו הטבה שהיא לא שונה מלתת נופש באילת למי שקונה יחידות בכך וכך שקלים. גם את סעיף 82 פרצנו כבר לפני שנה ואיפשרנו למפיץ לשלם למי שמחזיק באמצעותו יחידות כי רצו מאוד לעודד פה מערך הפצה אלטרנטיבי לבנקים, ואמרו זה לא ילך, אפילו אם המפיץ לא יגבה שום דמי הפצה ושום דמי משמרת, זה לא ילך לשכנע אנשים להעביר את הקרנות שלהם מהבנקים למפיץ אלטרנטיבי, אם אנחנו לא נאפשר לו ממש לתת, להכניס את היד לכיס שלו ולתת לבעל היחידות ציפור. איפשרנו לשלם אבל גם אז אמרנו, מותר לו לשלם סכום שהוא עד גובה דמי ההפצה שהמפיץ גובה ממנהל הקרן. זאת אומרת שהוא לא באמת אמור להביא את הכסף הזה מהבית, מפעילויות אחרות שהוא עושה אלא בדמי ההפצה שהוא גובה ממנהל הקרן עבור מכירת יחידה, אנחנו

נרשה לו להתחלק עם בעל היחידה. במובן זה, הגישה הזאת של לא להביא כסף מהבית היא כבר בתוך סעיף 82.

יחד עם זאת, זו לא האפשרות היחידה לפרש את סעיף 82. אפשר בהחלט להגיד שהטבה זה לא אם אתה נותן את היחידה בחינם. הטבה זה אם אתה נותן משהו חוץ מהיחידה, בנוסף על היחידה, עצם העובדה שאתה נותן את המוצר הזה בחינם, היא לכשעצמה לא הטבה. הבחנה בין הוצאות שהן מיוחסות ישירות לקרן לבין הוצאות תקורה כללית שהן, מפוזרות על כל הקרנות שלך. בעצם זו לא הבחנה עניינית, אין הבדל. אם אתה רוצה לא להרשות ולשלוח יד לכיס ולהוציא כסף, אז גם את כל הוצאות התקורה אתה צריך לוודא שהן מכוסות מדמי ניהול, ואם אנחנו נפרש כך את החוק, אז זה כבר באמת מוביל אותנו לעשות בדיקות שלא סביר שהרשות תעשה אותן. הרשות לא תלך ותבדוק את תקורת ההוצאות של כל קרן וכמה דמי ניהול היא צריכה לגבות בשביל לכסות אותן. זה ממש לא נראה מתקבל על הדעת שהרשות תכנס לזה. אין לה כלים וזה לא תפקידה.

בנוסף, ההוצאה הזאת של עמלת הפצה, זה לא נכון לצבוע אותה כהוצאה שהיא עצמה בגדר הטבה יותר מהוצאות תקורה כלליות כמו שרותי אנליסטים. דווקא אם אתה לוקח בחשבון הוצאות של ניהול קרנות, אלה הוצאות שנותנות הטבה ללקוח, יותר מאשר הוצאה כזאת של עמלת הפצה לבנקים, שבעצם זו הוצאת שיווק. אתה יכול להגיד שהיא לא שונה בהרבה מהוצאות פרסום. היא לא באה לשרת את טובתו של בעל היחידה, היא באה לשרת את עסקו של מנהל הקרן.

כלומר:

מ. טרי:

תשלום דמי הפצה לבנקים, ן אפילו כשאני, מנהל הקרן מכסה את זה מהכיס שלי, ן לא נכון להגיד שבכך אני נותן הטבה ללקוח, כי דווקא ההוצאה הזאת אם אתה בודק מהי, היא בעצם לא עבור שירות שבא להיטיב עם הלקוח. לכן האבחנה הזאת בין עמלת הפצה לבין כל הוצאות אחרות של ניהול קרן היא בעינינו אבחנה לא נכונה ומאחר שזה לא סביר לבדוק באמת מהן הוצאות ניהול קרן ולקבוע איזה שהוא שיעור דמי ניהול שמכסה אותן ואשר על כן כל שיעור שנמוך ממנו הוא מתן הטבה, הוא לא מעשי ולא סביר ואז זה משאיר אותנו עם שתי אפשרויות: או להגיד שאפס דמי ניהול זו הטבה, אבל כל דבר שמעל לאפס זה לא הטבה, וזה כבר מביא אותנו קרוב לאבסורד, או לרדת מהפרשנות שאי גביית דמי ניהול היא הטבה.

ד. גילת:

עד כאן אלה נימוקים שקשורים לפרשנות, האם סעיף 82 באמת מחייב אותנו לראות אי גביית דמי ניהול כהטבה או לא. מעבר לזה יש שיקולים של מדיניות. לפני שאתחיל להגיד מה השיקולים שלנו, או שהועלו במסגרת הבעד ונגד, אני אציג פה את עמדת השוק. קיבלנו שתי תגובות מהשוק לעניין הזה, ברגע שהתחילו לצוץ בעיתונים הקמפיינים של אי גביית דמי ניהול.

תגובה אחת ממנהל קרנות, מנהל ובעל שליטה בבית השקעות "מיטב", שהוא מנהל קרן בינוני, ואין לו חברת אם שהיא בבחינת, כיס עמוק מאחוריו, הוא לא בבעלות חברת ביטוח או משהו כזה והוא אומר: תשמעו, בעיני אפס דמי ניהול זו בהחלט הטבה כי אין היום מנהל קרן שיכול להרשות לעצמו לא לשלם עמלת הפצה לבנקים ומה שזה אומר, מי שגדול מספיק ויכול לממן את עמלת ההפצה הזאת מכיסו, הוא מי שיצליח למכור את הקרנות הכספיות שלו, מי שלא מסוגל לממן את עמלת ההפצה מכיסו, כמו מנהלי קרנות, לא רק קטנים אלא אפילו בינוניים כמוני, יעופו מהתחרות לפחות על הקרנות הכספיות.

מ. טרי: דורית בואי תגידי רק את ה"High Lights" כי כל החומר ניתן לחברים.

ד. גילת: קיבלנו שתי תגובות. אחת ממנהל קרן כפי שהצגתי ואחת של עורך דין שמייצג מנהלי קרנות מכל הסקלה שיש, בינוניים, קטנים וגדולים, שגם הוא סבור שמתן אפשרות להמנע מגביית דמי ניהול יפגע בתחרות בין מנהלי הקרנות וגם זה מעורר חשש לפגיעה באיכות השירות הזה שמנהל הקרן נותן. טענת המדיניות שכנגד היא שקודם כל, שמירת התחרות היא לא כל כך בבית ספרנו.

מ. סוקולר: זה לא המקום לדון בזה. התחרות זה לא נושא.

מ. טרי: נכון, ודאי.

ד. גילת: אם בכל זאת אנחנו רוצים לבחור את זה במונח של תחרות אז אנחנו צריכים אולי לראות לא רק את התחרות בין מנהלי הקרנות אלא גם בין מנהלי הקרנות לבין החלופה. אנחנו רואים את המכשיר הזה כחלופה לפקדונות בנקאיים אז אנחנו צריכים לראות את השוק הרלוונטי, גם את השוק שכולל

את הפקדונות הבנקאיים, אז אנחנו לא צריכים להפריע למנהלי קרנות להתחרות בשוק הזה ולעמוד בדרכם. זה גם המסר שבאמצעותו דחפנו את המכשיר החדש הזה שרצינו לקדם, וזה קצת מוזר שהרשות תעמוד עכשיו בדרכם של מנהלי הקרנות לחדור לשוק הזה עם המוצר החדש הזה.

מ. טרי: מה זאת אומרת הרשות תעמוד בדרכם?

ד. גילת: אני אומרת שהם עכשיו רוצים להביא מוצר חדש לשוק שאנחנו הרשות אמרנו, דעו לכם זה מוצר שהוא חלופי לפקדונות בנקאיים. אם אנחנו נפריע להם,

מ. טרי: נכון. אז מי מפריע?

ד. גילת: אם נאסור עליהם לקיים מבצעים של דמי ניהול 0 אז אולי אנחנו מקשים עליהם להחדיר את המוצר הזה לשוק הרלוונטי מול המתחרה הרלוונטי שהוא הפקדון הבנקאי.

בגדול כמובן המדיניות שלנו היא להתערב כמה שפחות בניהול, וזה עניין ניהולי טהור. עכשיו בצד השאלה הזאת של דמי ניהול אפס עלתה גם השאלה של דמי נאמנות אפס כי אחד ממנהלי הקרנות, זה שביקש להעלות את החלטת המליאה, בעצם היחיד אולי שביקש ולבחון מחדש את החלטת המליאה, גרר איתו למבצע הזה גם את הנאמן, וגם הנאמן הודיע שהוא עכשיו שלושה חודשים לא גובה דמי נאמנות, וזה עורר אצלנו קושי קצת יותר גדול. כי החשש לפגיעה באיכות השירות של הנאמנות הוא קודם כל באמת חשש, וגם המראית עין הזאת של שירותי נאמנות ב"מבצע", היא איכשהו מעוררת תחושה לא נוחה אצלנו. אבל יחד עם זה אנחנו לא רואים באמת הבדל ענייני בין אי גביית דמי ניהול לבין אי גביית דמי נאמנות. זה גם עסק ומותר לנאמן לשקול שיקולים שיווקיים כמו למנהל הקרן. אנחנו מציעים שנאמן שלא יגבה דמי נאמנות, אנחנו נבקש ממנו, אם זה יאושר, לכתוב איזו אמירה בכל פרסום שבו הוא מפרסם שהוא לא גובה דמי נאמנות, שאי גביית דמי הנאמנות לא תפגע באיכות הפיקוח שלו ואנחנו נצטרך לשים אותו במקום טוב בתכנית הפיקוח שלנו. אנחנו נפקח עליו דרך הניהול העסקי שלו ולא פיקוח על דמי הניהול.

מ. טרי :

נפתח את הנושא לדיון ואני רק רוצה להקדים ולומר. אני חושב שאנחנו בקפדנות ובקנאות צריכים לשמור על גבול התפקיד שלנו, שהוא לא להיות הגנת של המשקיעים. התפקיד שלנו זה לשים בפני המשקיעים את כל האינפורמציה, את כל הדברים הרלוונטיים והחשובים אבל החלטת ההשקעה היא שלהם, היא לא שלנו. בשום פנים ואופן אנחנו לא אחראים על הניהול ויש סגנונות ניהול כאלה ואחרים, חלקם מתאימים לי לך ולנו, חלקם לא. יש כאן מדרון חלקלק מאוד. נכון שהנושא הזה שאת מעלה לגבי הנאמן, אני מוכרח לומר ש הוא מפריע גם לי אבל גם הרבה דברים אחרים שאישרנו כאן, אולי זה לא היה לטעמי, אבל לא אני צריך להחליט לגבי המשקיעים, הם מחליטים. היו תשקיפים שאישרנו שאני לא הייתי קונה, אבל יש כאלה שאוהבים סיכון, שונאים סיכון. כאן בפירוש הדברים הם דברים פנימיים של מנהל הקרן. מנהל הקרן מחליט לנהל ככה, מחר הם יחליטו. שוב אמרתי, לגבי הוצאות פרסום מטורפות, אנחנו נכנס לזה? מה פתאום.

היו טענות שיש כאן סבסוד צולב. סבסוד צולב יש בכל מקום. תחרות - נכון שיש לנו עניין בתחרות אבל עם כל הכבוד לא אנחנו באים לקבוע מי כן ומי לא. יש כללים, התפקיד המרכזי שלנו זה הגילוי והאכיפה שלו. זה המוטו שצריך לעבור אצלנו כל הזמן והגישה שאנחנו נחשוב שזה לא טוב למשקיע, זה לא כאן. מה טוב למשקיע, לא אנחנו מחליטים, אז עכשיו אנחנו פותחים את הדיון.

מ. סוקולר :

אני רוצה להגיד שקראתי את המכתבים של סטפק ושל ארז ואני חושב שבטיעונים, אפילו אפשר להיות סימפטי כלפיהם, במובן הזה שלמשל הפחד מדמפינג, זה דבר שקיים בהרבה מאד מקומות. אבל אני חושב שבמקרה הזה, זה לא המקום לדון בזה. אם יש להם בעיה עם מבנה תחרותי לא הוגן, יש רשות אחרת שדנה בדברים האלה, לא פה. האם אין להם קייס בכלל? לא הייתי אומר.

מ. טרי :

בקשר למה שאמרת, אני בפורום המפקחים העליתי את הנקודה הזאת והיתה שם תמימות דעים שאין מקום.

מ. סוקולר :

זה לא השולחן הרלוונטי, אפילו אם יש להם קייס, זה לא השולחן הרלוונטי. אני חושב שהמקרה השונה אילו למשל היו אומרים כל מי שפותח אצלנו חשבון מקבל אופניים במתנה. זה משהו אחר לגמרי מאשר להגיד אני לא

גובה כסף. אופניים זה כבר עניין של גילוי. איזה אופניים, אני נותן דוגמה טפשית בכוונה.

מ. עקביה: זה אסור "פרופר".

מ. סוקולר: פה הייתי מתערב ואומר לא, אבל זה לא משנה כרגע. גם אם יש קייס ואני לא מוכן להגיד שאין קייס. זה לא המגרש לדון עליו.

מ. טרי: אני רוצה שתדעו, החברים החדשים, פה הכל פתוח לציבור. כל מילה שנאמרת כאן הציבור יודע, שמית, ואיך אומרים? אנחנו לא רק נאה דורש אלא גם נאה מקיים.

מ. סוקולר: זה לא המגרש המתאים לדון עליו.

מ. עקביה: אני ודאי מסכימה שאנחנו לא צריכים להתערב בניהול הקרנות ולא בהוצאות פרסום ולא בהוצאות אחרות, הכל טוב ויפה אבל סעיף 82 בדיוק בא לטפל בבעיית האופניים והוא כן סעיף פטרנליסטי. הוא לא רק סעיף של גילוי, הוא אומר אם מציעים לך אופניים או יחידת נופש או טיול גמלים, זה לא ראוי, זה אסור כיוון שזה יסנוור את עיני המשקיע והוא לא יבחר באיזו קרן להשקיע משיקולים ענייניים גרידא. דמי ניהול שונים מאופניים כי זה כן שיקול ענייני שצריך לשקול. אני חושבת ההבדל פה זה עניין הזמן. הם מציעים, אם אני מבינה את ההנחות האלה, לתקופת מאד קצרה, לחודשיים שלושה. הם לא אומרים דמי הניהול יהיו אפס בשנה הקרובה.

מ. טרי: אבל זה לא משנה.

מ. עקביה: רק שניה, ולכן זה כן נראה יותר דומה לאיזה שהיא הטבה שהיא עם רכישת הקרן או היחידות בקרן וזה לא דמי ניהול שלאורך זמן נשאר נמוכים ולכן אני כן חושבת שיש פה בעיה. אני לא בטוחה שזה דבר שאנחנו לא צריכים להתערב בו.

מ. טרי: שימי לב מה את אומרת. אם את באה ואומרת לגבי דמי ניהול, מחר הוא ירצה ללכת ולעשות פרסום, יפציץ את הטלויזיה ואת הרדיו, גם אז תתערבי?



- מ. עקביה : זה לא אותו דבר משום שפה זו הטבה.
- י. כהנוב : אם הוא יקח דמי ניהול 0.001 אז תסכימי? איפה הגבול? אני שואל, זה בסדר?
- מ. עקביה : בסדר אני מבינה שיש פה בעיות פרקטיות. יכול להיות שהגבול זה בהוצאות המחוייבות שלהם.
- ש. אלבק : בואי נדבר במישור המשפטי, שלושה חודשים, חצי שנה או שנה. בסופו של דבר דמי הניהול מה זה? זה לא שבן אדם בא ומשלם עמלה ואומרים לו אם אתה תקנה בחודשיים הקרובים אתה לא תשלם עמלה. זה לא המצב. דמי ניהול זה סכום שגובה מנהל הקרן מהקרן פעם בחודש וזה מכל הקרן ולכל מי שנכנס. לא רק מי שנכנס היום, ומי שנכנס מחר זה חל בתקופה שבה הוא קבע את זה ולכן זו לא הטבה שהיא הטבת כניסה, כי אם הוא יפסיק את זה אחרי שבוע, אז גם זה שרכש לא תהיה לו ההטבה הזאת. ולכן עצם העובדה שבמקרה הזה לא נקבע לוח זמנים קבוע, לא נקבע לוח זמנים קשיח לעניין הזה - והם יכולים אגב, כל מנהל קרן יכול חודש אחרי שהוציא את הקרן, לשנות את דמי הניהול. הוא צריך כמובן להודיע מראש וכל מיני דברים כאלה אבל זו הפרקטיקה - לכן זו לא הטבה שאתה יכול לבוא ולהגיד זאת הטבה שאני מוציא מהכיס ונותן למישהו על מנת לשנות את שיקול דעתו, היא מעבר לשיקולים הפרקטיים.
- מ. טרי : חבר'ה הרי מה התפקיד שלנו? אנחנו צריכים לראות לנגד עינינו את המשקיע, אנחנו צריכים לראות אותו לא את הקרן. האם הקרן מספקת לו את התמונה, את התנאים, את האינפורמציה את כל הדברים שהוא יכול לחיות איתם? שהוא יכול להתמודד איתם? אותו אנחנו צריכים לראות.
- צ. אקשטיין : אני רוצה להגיד דבר אחד- מבוא לכלכלה. אתם יודעים שיש במבוא לכלכלה תחרות היא תחרות מחירים. אין תחרות מחירים בלי לאפשר לאנשים לשחק עם המחירים, בטח כשיש מוצר חדש. קודם כל, בכלל צורת החשיבה מלכתחילה אם אנחנו רוצים ליצור תחרות בקרנות, אנחנו צריכים לאפשר להם גמישות משחק במחירים. זה אלף בית ממבוא לכלכלה, שיעור ראשון. שיעור שני. יש אתם יודעים ביקוש, היצע, אנחנו לא בשיווי משקל. היה לי הכבוד ועדיין יש לי את הכבוד להיות חבר ועדה בנושא של הגבלים עסקיים. זה מחיר לטובת הצרכן. בהתייחסות, ברגולציה לטובת הצרכן, סליחה ואני

אגיד, אני כן חושב שהמקום הזה רוצה לקדם את תחרות, נכון שזו לא המטרה העיקרית שלו ולא המשמעות אבל אם יש משהו שפוגע בתחרות, אנחנו צריכים להיות ערים לו. אני אגיד במקרה הזה, זה בהחלט תהליך תחרותי שנוצר בשוק. זה דבר ראשון. דבר שני, אני רוצה להגיד שאני ממש הייתי המום לקרוא בעיתון, ושאלתי את השאלה הזאת, שיש לנו זכות בכלל לקבוע את דמי הניהול. אני אומר את זה בגדול. אני לא יודע מאיפה זה בא. אני יודע שבנק ישראל לצורך התערבות,

מ. עקביה: זה רק אם אתה מפרש את זה כהטבה.

אני רוצה להגיע לנקודה. אני מדבר על התערבות במחירים של דמי הניהול, על זה אני מדבר, בדיוק להערה שלך שוני. אז אני אומר מלכתחילה אני הייתי חושב שיש צורך בדיון עקרוני בנושא הזה להבהיר לשוק מבחינת שקיפות של המערכת שלנו האם אנחנו מתערבים בדמי הניהול וזה קשור לבעיה המרכזית בעצם הגדרה מה זאת הטבה. אם יש סעיף 82 שמגדיר מה זאת הטבה, צריכים להגדיר אותו. אני חושב שצריכים להיות שקופים בהגדרה מה זאת הטבה. אני אגיד חד משמעית שהתערבות בדמי הניהול שזה הכלי המרכזי לתחרות מחירים בין השחקנים בתוך המערכת, לא יכול להקרא כהטבה, להערכתך. אני עושה את זה בצורה כללית, אולי יש יוצאי דופן אבל אני רואה את זה בצורה כזו, בטח שזה כללי על כל מי שמתנתף בקרן בנקודת הזמן שזה נכנס.

צ. אקשטיין:

מ. עקביה: זאת הנקודה.

ש. אלבק: אני לגמרי מסכים.

אני אומר את זה חד משמעית. התחלתי ממבוא לכלכלה לא סתם. הכלי המרכזי לתחרות ולמסחר בתוך המערכת ולשקיפות זה המחיר. אם אנחנו לא נותנים בו להתחרות, אז מה עשינו? אני מדבר מה עשינו ועדת בכר וכן הלאה, מה עשינו בהיבטים האלה.

צ. אקשטיין:

אז אני חושב שצריך להיות דיון עקרוני פה בנושא מה זאת הטבה, צריכה להיות החלטה, לא עכשיו. צריכה להיות החלטה האם אנחנו מתערבים בדמי הניהול. ואני אומר, באותם דברים שלמדתי ממה שאז שהגעתי הנה,

שקיפות, ההחלטה הראשונה שקיבלתי פה, הנושא של שקיפות ובהירות שלנו כרגולטורים זה הדבר הכי חשוב אני חושב. דרך אגב אני רוצה להגיד מילה בהזדמנות חגיגית זו. אני משתתף בכל מיני פורומים על רגולטורים במסגרת המכון לדמוקרטיה. אני חושב שהרשות מופיעה בדיונים, עוד לא היה פורום כדוגמה לרגולטור טוב. בין היתר בגלל השקיפות והצורה שהדיונים מתנהלים פה ולכן לצורך הנושא הזה, צריך לסגור את שתי הנקודות האלה. אני בטוח שאין פה בעיה של תחרות. יכול להיות סבסוד צולב אבל אין לנו כאן גוף מונופוליסטי. אין פה אף גוף שיש לו 80 אחוז בתוך המערכת ולכן...

ד. חן : אני גם מצטרפת למה שנאמר פה בקטע שאני לא חושבת שאנחנו צריכים להתערב בנושא. כמו שאמר פה יהלי, אם זה יהיה 0.01. אני בהקשר הזה כן הייתי מבקשת להבהיר, לפי מה שנאמר פה לא ברור לי, אם לפי הפרסומים, המשקיעים יודעים לכמה זמן בדיוק הסבסוד הזה או האפס.

הדבר הזה לדעתי צריך להיות ברור ואם הוא לא ברור מהפרסומים הראשוניים אז צריכים אולי לחייב אותם להבהיר כאשר הם מעלים את זה. כמו שכולנו יודעים כשאנחנו מצטרפים לכל מיני מבצעים בחיים, החל מרכישת עתונים וכלה ב....

מ. טרי : זה מצוין.

ד. חן : אבל ביום בהיר אחד מעלים את המחיר.

צ. אקשטיין : זה חלק מההצעה להחלטה.

ד. חן : זה הדבר הראשון. הדבר השני שלי פה באמת מפריע זה הקטע של הנאמן. בתחושת בטן שאני לא יכולה כל כך לנמק אותה כרגע, לי נראה שיש הבדל בין העניין של הנאמן שבכל זאת הוא מחוייב ואני מאד חוששת שאם הוא פתאום יצטרף למבצעים שיווקיים אז אולי מחר הוא לא יהיה כזה מצטיין בפיקוח הנדרש ממנו. לי יש יותר בתחושת בטן איזה שהוא הבדל בין שני הדברים.

ה. חג' יחיא : השאלה שנשאלת האם ההטבה הזאת לא תנוצל לרעה בקשר לשיעורי התוספת שיתווספו למחיר יחידה לאחר מכן. כי מחיר היחידה נגזר מהשווי הנכסי פחות הוצאות ניהול, פחות הוצאות נאמן ולאחר מכן ברגע שקונים את היחידה, צריכים לשלם עוד שיעור הוספה. שיעור ההוספה הזה נוסף לשווי הנכסי הנטו של הנכסים. שיעור ההוספה הזה באחוזים. השאלה אם זה לא ינוצל לרעה. יתן לך הטבה מצד אחד ומצד שני יעלה לך את אחוז ההוספה.

ש. אופיר : הדבר הזה נעשה בהרבה מקרים בהם למשל מנהל הקרן לא גובה עמלות קניה ומכירה על עסקאות בתוך הקרן ומעלה במקביל את השכר. יש הרבה מקומות למשחק. בענין אופי החלוקה בקביעת גובה דמי הניהול. ההוספה היא על פי חוק, חלק מדמי הניהול ויש עליה גילוי. במקרה של הקרנות הכספיות אני חושבת מטרה בהורדת דמי הניהול זה ליצור בדיוק את ה"שפיל" הקטן בתשואות בסופו של יום מה שרלוונטי במיוחד בשוק הקרנות הכספיות, אז כל דבר נוסף שהם יוסיפו לקרן יגרע מהתשואות ולא יתרום להם.

ה. חג' יחיא : הכוונה להוצאות שהתכוונת להוצאות פרסום וכאלה, הם לא משתקפים במחיר של היחידה.

י. כהנוב : הקרן תהיה פחות אטרקטיבית. אם מחיר יחידה יהיה יותר יקר בגלל זה, אז זה יהיה פחות אטרקטיבי ואנשים לא יקנו.

ה. חג' יחיא : השאלה אם צריכים לתת גם גילוי לגבי שיעורי הוספה.

י. כהנוב : הם נותנים גילוי.

ה. חג' יחיא : בתקופה הזאת גם של המבצע עצמו.

מ. טרי : את כל הגילוי הם נותנים.

ד. לביא : צריך להיות ברור כאן. קרן כספית, זה בעצם בשונה אולי מקרנות אחרות, זה "קומודיטי". זאת אומרת מבחינת המשקיע אין לו סיבה אפריורית להעדיף קרן כספית כזאת על פני האחרת אלא אם כן על בסיס פרמטר שהוא יכול לכמת. זאת הסיבה דרך אגב שגם מנהלי קרנות מסויימים יוצאים מגדרם על

מנת להראות שהמוצר הזה הוא זול מאד. מצד שני, מנהלי קרנות אחרים חרדים מפני מצב שבו מנהל קרן אחד ימכור את המוצר באפס והם לא יוכלו למכור את המוצר באפס, אז כולם יקנו רק את הקרנות של המנהל האחר. לא סביר במצב כזה שמנהל קרן כלשהו יגלגל עלות מסויימת על ההוספה כי ברגע שקרן כספית תגבה הוספה, מדובר פה בחסם טוטלי. אף אדם לא ירכוש קרן כספית עם הוספה. זה כמו מערכת שבה יש מדרון והמים תמיד מגיעים למקום הנמוך ביותר. הכסף יגיע לקרן הכספית שדמי הניהול בה הם הנמוכים ביותר. מי שדמי הניהול שהוא יגבה יהיו יותר גבוהים מדמי הניהול בקרן הנמוכה ביותר, הסיכוי שלו למכור את המוצר הזה מאד מאד נמוך.

י. כהנוב: לגבי החשש שהובע פה לגבי השכר של הנאמן. אני חושב שזה חשש שאין לו שום בסיס משום שקודם כל יש פיקוח בדרך כלל וכפי שאמרה יעל אלמוג אז בוודאי שנאמן יהיה מוצהר ומוכרז שהוא לא גובה דמי נאמנות אז הפיקוח יהיה גדול יותר. אני חושב שלא צריכה להיות שום בעיה אם הנאמן לפי זה יהיה נאמן או לא יהיה נאמן זה יהיה רע מאד.

ד. לביא: רק להעיר שהמבחן חייב להיות דיכוטומי. זאת אומרת כן אפס לא אפס אבל ברגע שנקבע למשל בקשר לנאמן שהוא לא יכול לגבות אפס, אז אנחנו נראה נאמן עם 0.0001.

י. כהנוב: כמו שאמרתי, נכון.

מ. טרי: אני רוצה לומר לך מיכל שאני מרגיש שבאה מחר קרן אומרת מי שבא ומעל 200 אלף דולר מקבל LCD מה פסול בזה?

מ. עקביה: החוק אומר שזה פסול.

מ. טרי: אני מדבר כרגע ברמה העקרונית. אני אומר לעצמי שימו לב לאן אנחנו הולכים.

מ. עקביה: אני השתכנעתי מצביקה שזה לא דומה ל LCD. אבל החוק אומר אחרת.

מ. טרי: אני בכוונה הולך רחוק ואני רוצה להעלות את השאלה הזו משום שהדבר הזה יצטרך להיות נדון על ידי המחליף שלי ועל ידכם. אני מסתכל ואני אומר

לעצמי עד איפה אנחנו הולכים. אני אומר את הדבר הכי מרכזי. אסור לנו בשום פנים ואופן להכנס לשיקולי הניהול כי בקלות אנחנו יכולים למצוא את עצמנו אחראים על דברים שזה לא התפקיד שלנו. תזכרו את זה, זה לא התפקיד שלנו. היו כל מיני ניסיונות להטיל עלינו אחריות שלא במקום. היו כל מיני ניסיונות. רבותי בואו נזכור אנחנו אחראים לגילוי. אנחנו אחראים לדבר הזה. זה הדבר הכי מרכזי אצלנו. ההחלטה של ההשקעה היא בידי המשקיע. אנחנו צריכים לשים לו את הכל בפנים. להגיד זה מסוכן ואפשר כאן להפסיד הרבה כסף. אפשר כאן לעשות אלף ואחד דברים אבל ההחלטה היא שלך. אם אנחנו חושבים שיש משהו שהוא מסוכן, צריך להגיד לו. אני חושב שיש דברים שהם חשובים, להגיד לו. להציף בפניו את כל האינפורמציה אבל לא להגיד לא. את זה לא. ניהול הגופים האלה, הקרנות, החברות, כי אין שום הבדל בין החלטה שאת דיברת על לא לקחת דמי ניהול לבין זה שמחר אני עושה פרסום בהיקפים שהקרן תפסיד. גם לגבי הנאמן, יכול להיות משיקולים שצביקה דיבר עליהם של תחרות, אני נאמן, מוכן לקחת על עצמי. עכשיו באה חברה רצינית ואני מוכן לתת לה מחיר חדירה, לא רוצה לקחת, רוצה להכנס. החובה שלנו תהיה לבדוק שאכן הנאמן עשה את הדברים כפי שצריך. אנחנו לא יכולים לברוח מהאחריות שלנו לראות שגילו את כל הדברים, שעמדו בכל ההתחייבויות אבל הפטרנליזם, אין לו מקום כאן. אנחנו לא אחראים על המשקיעים במובן של הטעמים שלהם. את זה אנחנו צריכים לזכור כל הזמן. כי פה בקלות אפשר לגלוש ולהגיד אנחנו אחראים על זה ואחראים על זה ואחראים על זה. אנחנו לא אחראים.

מ. עקביה: מה שאתה אומר משה מצדיק אולי לעשות דיון בשאלה של סעיף 82. אולי צריך לבטל אותו.

ד. חן: למה אתה לא מרשה לו לקבל מתנה?

מ. עקביה: יכול להיות שצריך לפתוח לדיון את סעיף 82 לא כרגע אבל באופן כללי אם אתה חושב שכל העניין הוא לא ראוי, אבל כרגע סעיף 82 קיים. ודאי שלא היום צריך להקדיש מחשבה לענין אני השתכנעתי ממה שצביקה אמר. זה לא דומה למקרה ה LCD משום שזה מוצע לכולם.

מ. טרי: מה שדובר שם ומה שניתן בדברים האחרים שניתנו ליועצים, ליועצים ניתנו הדברים ובעצם השתבש שם שיקול הדעת זה דבר אחר לגמרי. זה דבר אחר

לגמרי ולא לזה התכוונתי ובוודאי אמור לזה. אנחנו מדברים על דרכי הניהול של הקרן, על התחרות. על זה אנחנו מדברים.

ש. אלבק: סעיף 82 חל גם על ריטייל ואי אפשר לתת שום מתנות למישהו בגלל סעיף 82 ומה שמשא דיבר עליו זה על המצב הקיצוני שבו הוא הביא את זה כדוגמה, לא על מנת לבוא ולהגיד שאפשר לתת LCD.

מ. סוקולר: למה להעלות את זה בכלל?

ש. אלבק: כי היום אי אפשר לתת LCD כי זה מה שאומר החוק. אתם רוצים לתקן את סעיף 82 אז אפשר לדבר על זה אבל אין ספק שכיום החוק אומר שלא ניתן לתת מתנות לריטייל ולא מדובר פה על מתנה.

מ. טרי: אני מחזק את מה שאומר שוני שיהיה ברור אבל אני רוצה לחזור שוב לדברים שהם הכי מהותיים בעיני. שוב, אנחנו לא נכנסים לא לניהול של הגופים האלה ואנחנו גם לא אחראים על הטעמים של המשקיעים.

י. אלמוג: יש הבדל עצום בין הדוגמאות התיאורטיות שהובאו כאן לבין הנושא העומד לדיון. אנחנו מגבילים את הדיון הזה לנושא של דמי ניהול בקרן. חשוב לי להגיד את זה לפרוטוקול וכולנו מסכימים אנחנו לא פותחים עכשיו שום דבר. מדברים על נושא אחד, דמי ניהול של קרן. אנחנו החלטנו ואנחנו מביאים את זה בפני המליאה ושזאת לא הטבה.

מ. טרי: בפירוש זאת לא הטבה.

י. אלמוג: לגבי העמדות שלנו בנושאים אחרים - הרשות הביעה בעבר בנושאים האלה דעות והן עומדות בעיני, הן לא קשורות לדיון של היום.

צ. אקשטיין: האם אנחנו מקבלים החלטה עקרונית?

מ. טרי: לא, ספציפית.

צ. אקשטיין: אני שואל את השאלה. האם אנחנו מקבלים החלטה עקרונית?

- מ. טרי: לא. החלטה עקרונית תהיה עם המחליף שלי. ההחלטה פה היא ספציפית.
- י. אלמוג: אין החלטה עקרונית ואנחנו לא מעלים לדיון החלטות עקרוניות. יש החלטה מעשית מאד. ההחלטה המעשית היא דמי ניהול אפס בקרן. האם היא הטבה או האם לא. בואו נחליט בנושא הזה והיתר מאד ברור.
- צ. אקשטיין: זו החלטה רק לקרנות כספיות?
- י. אלמוג: לא, כל הקרנות.
- צ. אקשטיין: אני רק רוצה לבקש בקשה. אחרי ההחלטה הזאת אני כן מציע לקבל החלטה, שאנחנו נבקש מהצוות החכם שנסגור את הנושא הזה מה זאת הטבה בסעיף 82 לעתיד.
- י. אלמוג: הנושא של הטבה הוא מאד ברור והרשות התבטאה בו הרבה. אולי אתה לא מודע לזה אבל יש הרבה החלטות שהרשות יצאה איתן, שקופות ביותר לציבור. הן באתר והן מאד מאד ברורות ואולי פשוט אנחנו צריכים לעדכן אותך.
- צ. אקשטיין: אני שמעתי עכשיו שזו הטבה.
- מ. טרי: לא אנחנו מדברים על דמי ניהול. האם דמי ניהול זו הטבה או לא. רבותי יש מישהו שמתנגד? לא. אישרנו.

**6. גילוי בדבר נתונים להערכת שווי תעודות סל ומוצרי מדיים בדיווח מידי הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך התשכ"ח - 1968**

- מ. טרי: הנושא האחרון הוא נושא תעודות הסל.
- א. זקן: כמו שאתם יודעים מכשירים פיננסיים מונפקים פה, תעודת סל ומוצרי מדדים. למעשה יש להם שווי שהוא שווי שוק בבורסה שנגזר מהעסקה האחרונה. יחד עם זאת בכל מכשיר פיננסי ובעיקר לתעודת סל ומוצרי מדדים יש שווי שנגזר מההתחייבות הגלומה באותו נייר ערך. למעשה תעודת סל זה נייר ערך שמבטיח סוג מסויים של הבטחה לציבור. ההבטחה הזאת היא סוג



של נוסחה. הנוסחה מורכבת מפרמטרים ולכן למעשה כל משקיע שצריך לבוא ולקבל כמו שמושה אמר את כל הנתונים, לקבל את החלטת ההשקעה שלו הוא צריך לקבל את הפרמטרים הרלוונטיים לאותה תעודת סל.

אנחנו הגענו למסקנה שהרבה מאד מהפרמטרים האלה הם לא שקופים במידה שאנחנו חושבים שהם צריכים להיות בפני המשקיע. הם לא מקבלים גילוי ברמת תדירות רלוונטית. אני אתן שתי דוגמאות רק בשביל להמחיש. לצורך העניין דמי ניהול יורדים משווי התעודה כל יום. עכשיו אם ניקח תעודה שנסחרת במשך שנה שלמה או שנה וחצי ובין לבין שינוי קצת את דמי הניהול. הורידו טיפה, הוסיפו למעשה משקיע שרוצה לבוא ולדעת תכלס מה השווי של התעודה, כמה היא מבטיחה לו, כמה דמי ניהול הורידו כבר מאותה תעודת סל ביחס לשווי שלה, הוא צריך להתחיל לעשות חישוב ולבדוק כל יום ויום או אם תרצו ללכת למגנא ולבדוק מתי היה שינוי של כל אחד מאותם פרמטרים, דבר מורכב ומסובך ואנחנו חושבים שמן הראוי שיינתן גילוי באופן תדיר יותר. זה ברמת ההסדרה של פרטים נוספים.

דבר נוסף יש פרמטרים שמשתנים והם בידיעת החברה ולא בידיעת המשקיע. לדוגמה, דיווידנד החברה אומרת את הדבר הבא. אני כל שנה מחלק לך את הדיווידנד שצברתי. כמה דיווידנד צברה, סימן שאלה. אף אחד לא יודע. כשאנחנו באים להשקיע בתעודת סל אנחנו משקיעים גם על סמך השווי של המדד אבל אם תסתכלו בדוגמאות שיש לכם בניירות, ההבטחה היא למדד פלוס סוג מסויים של דיווידנד כאשר כל מנפיק למעשה משנה את השיעור לפי החלטתו. אנחנו באים ואומרים דבר מאד פשוט. אנחנו אומרים את זה ברמת Principial base, אמנם יש פה פירוט מאד רחב אבל האמירה, כל ההנחיה הזאת היא אמירה אחת פשוטה. כל מנפיק בסוף כל יום ועד יום שלאחר מכן יוציא דוח מידי עם הפרמטרים הכלכליים הרלוונטיים לכל תעודה. מהם הפרמטרים הכלכליים הרלוונטיים לכל תעודה? קודם כל יש נוסחה עם פרמטרים והם למעשה הפרמטרים העיקריים והאופי שלהם לצורך העניין כל מנפיק צריך ללכת ולבחון את זה.

אני אוסיף ואומר שההנחיה הזאת נעשתה לאחר חשיבה מאד ארוכה פה יחד עם בקשות מגופים מוסדיים וממשקיעים שונים ונעשתה בעצה אחת עם השוק, יחד עם השוק מתוך הבנה ויש את זה להגיד לזכות המנפיקים, מתוך ההבנה של המנפיקים שזה דבר שצריך. המנפיקים אפילו אני חושב, הדבר

שאנחנו מביאים לכם היום זו התחלה של סוג של תהליך שאנחנו עוברים. אני מניח שאנחנו עוד נלמד את השוק ונראה עוד איזה דברים צריך להוסיף. איזה דברים צריך להוריד. יש הנחיות הבאות שאנחנו רוצים להוציא שהם ישפרו את הגילוי ברמות נוספות אם זה אני סתם אקדים ואגיד ברמת סיכון של גילוי של VAR, דמי ניהול פיקטיביים ואחרים שאני מניח שבמליאות הבאות יעלו. סיכומו של עניין מדובר פה בגילוי שהמנפיקים מכירים, עברו איתנו. מסוגלים לעשות. חושבים שזה נכון לעשות. ככה גם המשקיעים, המשקיעים המוסדיים ומשקיעים אחרים וכמובן אנחנו סבורים שיש לתת את הגילוי למשקיע. מדובר פה בגילוי ותו לא. זה דבר שמתאים למכשיר.

מ. טרי: זה אגב אחד הדברים ששאלתי האם זה נתון שמכביד? לא. הנתון הזה נמצא וקיים ובכלל כל נושא תעודת הסל כפי שאמר איציק הוא בדיון. כל פעם אנחנו מנסים לשפר עוד משהו ועוד משהו על מנת לשפר את האינפורמציה שהמשקיע צריך לראות.

מ. עקביה: אני חושבת שזו יוזמה מבורכת להגביר את הגילוי בענין בתעודות הסל. אני חושבת שהמקום הזה הוא לא בהנחיות. זו הערה שלי שחוזרת שוב ושוב. צריך להתקין תקנות. אני לפחות עקבית.

מ. טרי: אני רוצה לומר לך משהו לסיום. אני חושב שהחובה שלי, החובה שלנו לבוא ולהגיד שאנחנו רואים משהו שעומד בפני המשקיע, חשוב לו, אז אם יש כלי משפטי שאנחנו יכולים להשתמש בו, גם בפרשנות לא הכי מוצקה, אני חושב שזו החובה הבסיסית ביותר שמוטלת עלינו ואני אומר לך שוב, אני חושב שזה כן המקום ולא רק זה המקום אלא זה מזמן היה צריך להיות. עד שנחכה לשינוי החקיקה בינתיים המשקיעים הולכים ונופלים וניזוקים אבל יישב פה מהמליאה הבאה משפטן שידע להתמודד איתך ועם הדברים האלה בטח ביתר קלות ממני. אני הפעלתי את השיקול וההגיון הפשוט וזה מה שהנחה אותי, בימי כל ימי חלדי.

צ. אקשטיין: מה עם נושא הסיכונים התפעוליים וסיכונים אחרים של הסל?

א. זקן: כמו שאמרתי אנחנו נמצאים בתהליך של גילוי, שלב אחר שלב, פריט אחר פריט. כרגע מדובר למעשה בשווי של התעודה. בפרמטרים הכלכליים. לאחר

מכן אני מניח שיבואו הנחיות נוספות וגילויים נוספים ורמות גילוי אחרות.  
יש את זה אגב בתשקיפים אבל זה בישיבות הבאות.

מ. ברקת : בתשקיף כבר אתה מקבל תמונה של הסיכונים התפעוליים, זה לא דבר שמתנה מיום ליום. אם קרה משהו דרמטי אז חייבים דיווח מיידי. התוספת של ה VAR.

צ. אקשטיין : אני לא יודע כמה ביטוח יש, מה יש.

א. זקן : על הכל יש גילוי מדוייק.

ש. אלבק : על כל נושא כרית הבטחון אם לזה אתה הולך.

צ. אקשטיין : כל כרית הבטחון על זה אני הולך.

ש. אלבק : אני אגיד. זה לא מטפל בכרית הבטחון וזה ברור. זה מטפל רק בגילוי.

צ. אקשטיין : אבל השאלה למה לא לגלות שאין כריות בטחון?

א. זקן : יש גילוי מלא. אני אחדד את זה. יש גילוי. היות וכרית בטחון זה דבר שהוא קיים והוא ברור אז יש גילוי בתשקיף. גילוי בדוחות התקופתיים היות ואין בזה שינוי אז אין גילוי. אם יהיה שינוי מהותי בכרית בטחון, אם ירד שווי הנכסים מעל שווי התחייבויות, דוח מיידי. כלומר הדברים האלה ברורים.

מ. טרי : נושא אחרון זה בעקבות ההערות של דרורה. אנחנו עושים תיקון.

צ. אקשטיין : יש לי הערה. אתה כבר מגלה את המדד דמי ניהול וכל המקדמים וכן הלאה. תגלה גם באותו מקום את כרית הבטחון. זה פרמטר חשוב לערך. למה שזה לא יהיה באינפורמציה כאן?

מ. טרי : כרית הבטחון היא קיימת. היא ניתנת.

א. זקן : בדיוק. היא לא משתנה גם. אני אסביר.

מ. טרי: היא גלויה מה זאת אומרת? כרית הבטחון זה ההון העצמי. וההון העצמי קיים בתשקיף.

מ. ברקת: צביקה תוספת הגילוי הזאת של פרמטרים שיש חשיבות לקבל אותם בתדירות גבוהה יותר.

מ. טרי: כל הדברים האחרים ניתנים בתשקיף והם קיימים, ואם יש שינוי הם צריכים להודיע מיידית. הם חייבים בדוח מיידית אם יש שינוי.

צ. אקשטיין: בסך הכל מה שרציתי להגיד שאם ישנם אלמנטים של הסיכון, רצוי שגם הם יהיו כאן בפנים אז יהיה לך כבר את הכל באותו מקום ואתה לא צריך לרוץ לתשקיף הרי חלק גדול מהדברים שישנם פה גם כן נמצאים שם.

מ. טרי: מה למשל?

צ. אקשטיין: אמרתי כרית בטחון.

מ. טרי: כרית בטחון זה לא הדבר. כרית בטחון זה ההון העצמי.

א. זקן: יש לי תשובה שתניח את דעתך. החל מה-1/1/2008 בעקבות ועדת גלאי 2, כל תעודות הסל מתחילות לחשב אחרי חצי שנה של עבודה יחד איתם, של הטמעת מודל VAR והם הולכים לחשב את זה. יש מודל שנקרא "הערך הנתון בסיכון" שהוא למעשה אחד המודלים המתקדמים וה VAR גם בוועדה למכשירים פיננסיים זה המודל שהומלץ וגם על ידי פרופ' דן גלאי. הדבר הזה נכנס ב-1/1/2008 אחרי עבודה של חודשים מאומצים אצל כל מנפיקי תעודת הסל. הם מתחילים לעבוד על זה עכשיו. כמו שאמרתי לכם, צפויים לכם גילויים נוספים. ברגע שנרגיש שהם מספיק בשלים, כי תזכרו אנחנו עדיין בחודש ינואר, לעשות את הדוחות האלה כמו שצריך ואנחנו הולכים דרך אגב יחד עם בנק ישראל בנושא הזה וברגע שנרגיש שהם מספיק בשלים לבוא ולתת דוחות ברמה יומית וברמת שבועית, הם יתנו את זה בצורה מסודרת ואני יכול להבטיח לך שבועות אתה תראה את זה.

מ. טרי: יש התנגדות? אז גם זה אושר.

## דיווח בדבר היתרים לפרסומי תשקיפי קרנות

מ.טרי : הדבר האחרון בהמשך למה שנקבע לגבי היתרים לפרסומי תשקיפי קרנות. אז מונח לפניכם פה החומר. אני מקריא : בישיבת המליאה שהתקיימה בנובמבר 2007 במסגרת הדיון בנוהל מתן היתר תשקיף חוזר של קרן נאמנות, הוחלט כי הסגל ידווח לרשות בחודש ינואר של כל שנה על מספר ההיתרים שניתנו לפרסום תשקיף וחלוקה על פי נהלי הבדיקה שעל פיהם הם נבדקו. מספר התשקיפים שהעלו שאלה עקרונית שהבואה להכרעת הרשות. בהתאם להחלטה זו להלן הנתונים בדבר ההיתרים שניתנו ב-2007.

בבדיקה מקוצרת, מסלול ירוק היו 402, בבדיקה חלקית מסלול צהוב היו 473 בבדיקה מלאה מסלול אדום 120, קרנות חדשות 180 סך הכל היתרים 1,175 היתרים. אף לא אחד מהתשקיפים האלה העלה שאלה עקרונית שהצריכה דיון והכרעה של ועדת תשקיפים.

### פרידה מהיו"ר היוצא

אני לקראת הסיום של הקדנציה שלי אני שוב רוצה להודות לכם מאד. ליהלי, לצביקה, לדבורה, למאיר, למיכל, לאורלי ולהאני ואני מקווה שבאמת תמשיכו, אני בטוח שתמשיכו, את המסורת שהיתה כאן ואני מקווה שמבחוץ אני ארגיש כל הזמן שייך אז תודה לכם.

י. כהנוב : אנחנו מאחלים לך הצלחה בדרכך החדשה ושתשמע רק דברים טובים ושגם אנחנו נשמע עליך דברים טובים.

מ. סוקולר : אני חושב שחוץ ממשה דרוקר שלא נמצא פה, אני חושב שלפחות במצטבר אני ותיק חברי המליאה, בהתחלה כנציג בנק ישראל ובשנה האחרונה כנציג הציבור ואני רוצה להגיד שאנחנו נחגוג השנה שישים שנה להכרזת המדינה אבל להקים מדינה זה תהליך והטיב של המדינה הוא בין השאר נקבע על ידי אופי המוסדות שלה ובהקשר הזה אני מצאתי את הרשות מוסד שאפשר ממש להיות גאים בו.

יש פה אנשים, גם מקצועיים, גם עצמאיים עם הרבה מחוייבות ולהט והדבר הזה הוא מאד מרשים ולא במקרה צביקה אמר את מה שאמר לפני כן שהוא שמע במכון לדמוקרטיה דברים טובים על הרשות.

הדברים האלה בין השאר, לא במעט תלויים בהנהגה ובהובלה ובהשראה שהיו"ר נתן ואני חושב שאנחנו כולנו אסירי תודה לך. בשם עצמנו אבל גם בשם המוסד שנקרא הרשות לניירות ערך ומאחלים לך דרך צלחה והרבה הנאה בשארית פעולותיך שבטוח שנשמע עליהם.

מ. טרי : תודה. אני נועל את הישיבה.

---

משה טרי, יו"ר

רשמה : אריאלה איסנר  
ערכה והדפיסה : ציפי בראשי