

רשות ניירות ערך

פרוטוקול ישיבת רשות מס' 11-2008

שהתקיימה ביום 14.12.2008 במשרדי הרשות בירושלים

בהשתתפות:

פרופ' זוהר גושן, יו"ר

חברי מליאה:

צביקה אקשטיין, אורלי דין, האני חג' יחיא, אסף חמדני, דבורה חן, אורלי ירקוני, יהלי כהנוב, מיכל עקביה ושי פלפל.

חברי סגל:

טל אבן זהב, שריה אורגד, שרון אופיר, אסנת אופיר-שדה, אריאלה איסנר, שוני אלבק יעל אלמוג, אלעזר אמיר-הימל, משה ברקת, צביקה גבאי, שיראל גוטמן-עמירה, גתית גור-גרשגורן, דורית גילת, אבי דנון, ישראל דרייפוס, אמיר הלמר, אלחנן הרמור, יעל וייס-אפרון, הילה זונדר, עדי טל, מוטי ימין, גלית כהן, דודו לביא, אשר פלייסינג, אורי קציר, דניאל רימון, איתי רנד, אוריה שילוני.

סדר יום

1. אישור פרוטוקולים:
פרוטוקול ישיבת רשות מס' 6-2008 מיום 20.7.2008
פרוטוקול ישיבת רשות מס' 7-2008 מיום 17.8.2008
פרוטוקול ישיבת ועדת ביקורת מס' 2-2008 מיום 14.9.2008
פרוטוקול ועדת פטורים במסגרת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה – 1995 מס' 4-2008 מיום 11.9.2008.
2. תשקיפים חוזרים.
3. לוח ישיבות מליאת הרשות למחצית הראשונה של שנת 2009.
4. הסמכת עובד הרשות על פי חוק ניירות ערך ותקנות לפיו.

5. תיקון תקנות ניירות ערך - התאמה לתקינה הבינלאומית (IFRS)
6. תיקון תקנת ניירות ערך לעניין גילוי בדו"ח הדירקטוריון בדו"ח התקופתי ובדוח הרבעוני בדבר הליך אישור הדוחות הכספיים בתאגיד מדווח.
 7. גילוי בדבר דירקטור בלתי תלוי בתאגיד והצהרות דירקטורים.
 8. הוראה למנהלי תיקים בענין גילוי נאות בדוח תקופתי ללקוח.
 9. חוק סמכויות רשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה) התשס"ט-2008.
 10. יצירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים - דיון בהערות ציבור.
 11. שונות.

הדין

- ז. גושן: נתחיל בישיבה. אישור פרוטוקולים ותשקיפים חוזרים. סעיף 3 הוא לוח ישיבות למחצית הראשונה של 2009, לידיעתכם.
- א. איסנר: רק דבר אחד. יש ישיבה ב-30 למרץ, כתוב שם יום א' אבל זה יום ב' והתכוונו ליום ב'.
- ז. גושן: לפני שנתחיל בישיבה אני רוצה להציג את הילה זונדר, היועצת המשפטית של מחלקת תאגידים, היא הצטרפה אלינו, בבקשה הילה.
- ה. זונדר: שמי הילה, אני עורכת דין. הגעת מהשוק הפרטי ממשרד עורכי דין שעוסק בעצם בשוק ההון בעיקר, גם על הפאנים הפרטיים שלו של איגוחים ושוק לא סחיר. הייתי שותפה במשך 7 שנים, 12 שנים בסך הכל. פרשתי מהשוק הפרטי ובאתי לפה.
- י. כהנוב: מה שם המשרד?
- ה. זונדר: משרד סאמט. פרשתי מהשוק הפרטי אחרי שסיימתי את הנפקת בז"ן שהיתה שיא או כמו שאבי אמר זה גם היה שיא לרשות. עכשיו אני כאן ומקווה לתרום הרבה מאד מהניסיון הפרקטי והמקצועי ולהנות בעיקר.
- ז. גושן: תודה רבה. ברוכה הבאה. זה מינוי שאנחנו שמחים וגאים עליו. נעבור לסעיף 4 הסמכת עובד רשות.

4. הסמכת עובד הרשות על פי חוק ניירות ערך ותקנות לפיו.

ש. גוטמן: במסגרת עבודת מחלקת תאגידיים, הרפרנטים שלנו עוסקים בפעולות שונות שדורשות הסמכה מכוח חוק ניירות ערך. ההסמכות השונות מפורטות לכם כאן ולכן לא אחזור על הסעיפים. הצטרפו אלינו לאחרונה מספר עובדים שנקובים כאן, אני רק אציין את שמם. הילה כבר הציגה את עצמה, עו"ד ורד סלומון, אתגר סוארי, יבגני אוסטרובסקי, איתי רנד, אתי כהן וגל כהן, ואנחנו מציעים להסמיך אותם כמו גם את כל יתר העובדים. לצד ההסמכה הזאת אנחנו מבקשים הסמכה מיוחדת שהיא לא הסמכה שמקבלים כל הרפרנטים, לעניין סעיפים שקשורים למתן ארכה בעיקר. שאר הסעיפים הם כבר סעיפים שיש לנו הסמכה והעובדים שמתבקשת לגביהם ההסמכה הזאת הם: רואה חשבון אשר פלייסינג, רואת חשבון ועורכת דין עדי טל ואנוכי.

ז. גושן: האם יש הערות? תודה. אושר.

5. תיקון תקנות ניירות ערך - התאמה לתקינה הבינלאומית (IFRS)

ע. טל: מובאת היום בפני המליאה הצעה לתיקון תקנות לשישה סטים של תקנות ניירות ערך, שעניינה התאמת חוק ניירות ערך לדרישות הדיווח הכספי הבינלאומי בעקבות מהלך אימוץ התקינה הבינלאומית שעשינו בארץ.

בסמוך להחלטת האימוץ של IFRS בישראל נקבעה הוראת שעה שהעניקה לתקופה מסוימת, אפשרות להתמודד עם אילו שהן אי התאמות שהיו קיימות בין התקנות שלנו לבין הכללים שקבועים בתקינה הבינלאומית, על מנת שתאגידיים שמיישמים IFRS יוכלו באמת ליישם את הכללים הללו מבלי שתהיה להם איזה שהיא בעיה מול התקנות שלנו.

במהלך התקופה הזאת ועד לפקיעה של אותן הוראות שעה ב-31/12/2008 עשינו מהלך שלם של מיפוי כמעט כל התקנות הרלוונטיות אצלנו, לבחון האם קיימות אילו שהן אי התאמות בין אותן הוראות התקינה הבינלאומית, במטרה, וזה מה שאנחנו מציגים בפניכם היום, לבנות סט מלא ומעודכן שמתאים לתקני ה-IFRS.

לכן אנחנו מביאים היום הצעה לתיקון שמתמקדת בשלושה מישורים. המישור הראשון היא ביטול של אתן תקנות בתקנות שלנו שסותרות הוראות שקיימות בתקינה הבינלאומית. אני עוד מעט אתן מספר דוגמאות לכל דבר.

המישור השני הוא התאמה של תקנות קיימות שאנחנו עדיין סבורים שהן רלוונטיות אבל מבחינת הלשון שלהן הן לא מתאימות באופן מלא לתקני ה-IFRS, ללשון של ה-IFRS. כמובן, אנחנו מדברים פה על תקנות שהאמור בהם לא סותר או לא יוצר איזה שהיא אי התאמה מול ההוראות בתקני ה-IFRS.

המישור השלישי של התיקון הוא הוספה של הוראות גילוי חדשות שאנחנו סבורים שיש מקום שיינתן לגביהם פירוט וגילוי בדוחות של תאגידים מדווחים ושלא נקבע לגביהם גילוי במסגרת ההסדר שקיים בתקני ה-IFRS.

ניתן דוגמאות לתיקונים העיקריים שאנחנו עושים. קודם כל יש לנו תיקונים שאפשר לקרוא להם יותר קוסמטיים או טכניים שזה התאמת מונחים שקיימים בתקנות שלנו למונחים בתקינה הבינלאומית. כדי לסבר את האוזן אם אנחנו מדברים על המונחים שעד היום הכרנו כמו מאזן ודוח רווח והפסד, תחת התקינה הבינלאומית הדוחות הכספיים נודעים בשמות אחרים כמו דוח על המצב הכספי שזה אותו מאזן שהכרנו ודוח על הרווח הכולל שזה דוח שהוא דומה אבל לא זהה למה שהכרנו כדוח רווח והפסד ולכן עשינו התאמות כך שכל התקנות שלנו, כדי שהלשון שלהן תתאים לתקני ה-IFRS.

תיקונים נוספים שעשינו הם כמובן ביטול תקנות שלנו שהסדר שקבוע בהן למעשה מעוגן היום בתקני ה-IFRS. עד היום לדוגמה, כל הנושא של עריכת דוחות כספיים מבחינת המבנה, הצגה של מאזן, הצגה של דוח רווח והפסד נקבעו באופן מפורש דרך התקנות שלנו.

תקני ה-IFRS בתקן דיווח כספי IAS1 קובעים את המתכונת שבה צריך להציג את אותם דוחות כספיים. איך לבנות מאזן, איך לבנות דוח רווח

והפסד. לכן ביטלנו את ההוראה שקיימת אצלנו וקבענו למעשה שהכללים שיחולו הם אותם כללים שקיימים בתקינה הבינלאומית.

בנוסף, הוספנו הוראות נוספות שדורשות גילוי מרחיב, מעבר למה שקבוע היום ב- IFRS. לדוגמה כל הנושא של תנאים בהם מותנות התחייבויות, במיוחד לאור המצב שקיים היום בשוק. ראינו לנכון שתאגיד יידרש לתת במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים שלו מידע לגבי תנאים שבהם מותנות ההתחייבויות שלו. אנחנו מדברים גם על אמות מידה פיננסיות וגם על תנאים אחרים כמו לדוגמה עמידה באיזה שהם יעדים עסקיים או ביצוע של תכנית עסקית והתייחסות האם הוא עמד באותן מגבלות ובמידה שלא, האם התקיימו אילו שהן נסיבות שעשויות להאיץ פירעון של התחייבויות. הדרישות האלה לא קיימות באופן מלא במסגרת ה-IFRS ולכן ראינו לנכון להוסיף אותן דרך תקנות ניירות ערך.

דרישה נוספת שהוספנו באופן מפורש במסקרת התקנות היא חובה על כל תאגיד להצהיר במפורש בדוחות הכספיים שהוא מקיים את כללי ה-IFRS באופן מלא ובנוסף עומד בכל דרישות הגילוי הנוספות שאנחנו קבענו אצלנו במסגרת התקנות שלנו.

תיקון נוסף שהוא די עקרוני ומהותי שאנחנו עושים כרגע, ובעצם נקרא לו הוראת מעבר מלית עד שנשלים מהלך נוסף שקשור, הוא לגבי צירוף הדוחות הכספיים של חברות כלולות. היום קיימת חובה לצרף את לדוחות הכספיים של תאגיד מדווח גם דוחות כספיים של חברות שהן כלולות מהותיות שלו. לעניין המבחנים לא נכנסנו כרגע מהם אותם מבחנים לצירוף, אבל אותן חברות כלולות יכולות להיות גם חברות של חברות פרטיות שכללי ה-IFRS לא חלים עליהן, אלא חלים עליהן כללים אחרים כמו לדוגמה הכללים לגבי חברות פרטיות ישראליות.

עד היום אותן חברות כלולות שהדוחות שלהן צורפו, נדרשו לכלול את הדוחות ערוכים לפי התקנות שלנו. כלומר כל דרישות הגילוי שנכללו בתקנות ניירות ערך, חלו לגבי אותן כלולות. היום, אגב ההתאמה שאנחנו עושים ל-IFRS, הרבה מההוראת האלה הן לא הוראות רלוונטיות לחברות ישראליות פרטיות שמה שחל עליהן הוא כללי המוסד ולכן קבענו הוראת מעבר שבאה ואומרת שבשנתיים הקרובות אותן חברות כלולות

ישראליות שמצורפת לדוחות כספיים של תאגיד מדווח, מה שימשיך לחול עליהן הוא התקנות בנוסחן הישן ובתקופת המעבר הזאת, מה שאנחנו מתכננים לעשות הוא לבנות מערך של סט משלים לאותן חברות שבו יקבע באופן מפורש מהן אותן דרישות גילוי נוספות שאנחנו סבורים שיש לתת ביחס לאותן חברות כלולות, בהתחשב בעובדה שהן מדווחות לפי התקינה הישראלית. רק כדי להשלים את התמונה בהקשר הזה, היום יש מהלך מאד גדול של המוסד לתקינה בחשבונאות בישראל לגבי אימוץ של תקנים שהם מבוססי IFRS גם לגבי חברות פרטיות, כאשר יש תקנים ספציפיים לחברות פרטיות תחת ה-IFRS.

אנחנו בעצם נבחן את כל ההסדר הכולל שקיים לגבי החברות האלה, וביחס אליו נבנה את אותן דרישות גילוי נוספות שאנחנו סבורים שחברה כלולה פרטית שמצורפת לתאגיד מדווח, צריכה לתת גילוי לגביהן.

נקודה אחתה שאתייחס אליה כדי שבאמת תהיה כאן תמונה מלאה, אנחנו אגב התיקון הזה עושים גם מספר תיקונים נוספים שאינם נובעים דווקא מהוראות התקינה הבינלאומית אבל ניצלנו את ההזדמנות על מנת להשתמש בתיקון הזה שהוא תיקון נרחב כדי לעשות את אותה התאמה. לדוגמה, אנחנו קובעים הוראות מפורשות בתקנות שעניינן עסקה עם בעל שליטה והצעה פרטית בכל הנוגע לחובה של צירוף דוחות פרופורמה במקרים בהם לדוח העסקה או דוח ההצעה צריך לצרף דוחות כספיים של אותו תאגיד שנרכש תמורת המניות או במסגרת העסקה מול בעל השליטה, אבל בחריג אחד שאני מבקשת להדגיש אותו כאן - לגבי המקרים הללו של תשקיף, הצעה פרטית ועסקה עם בעל שליטה. מאחר ואנחנו מדברים על הליכים שהם חריגים ולא דווקא מהלך העסקים השוטף והרגיל של תאגיד מדווח, אותה הקלה שקיימת לתאגידי מדווחים בדיווח השוטף שלהם, לבי עסקאות צירופי עסקים שנעשו לאחר תאריך המאזן ולא עד למועד תאריך המאזן, לפה יש להם ארכה של 90 יום לדווח דיווח פרופורמה לגבי אותן עסקאות, לא תחול במסגרת המקרים של הצעה פרטית, עסקה עם בעל שליטה או תשקיף והמידע הזה יצטרך להינתן כבר במסגרת התשקיף או דוח העסקה או דוח ההצעה. זאת כיוון שאנחנו סבורים שמדובר במידע שהוא רלוונטי לגבי מי שאמור לקבל החלטה בין אם זאת החלטת השקעה ובין אם זאת החלטה אם לאשר את אותה עסקה או את אותה הצעה פרטית.

ז. גושן:

תודה, עדי. הערות?

ש. פלפל:

שאלה. בעצם את מתייחסת כאן גם למוסד לתקינה, אני מאמין שזה המקביל ל"FASB" האמריקאי. אנחנו לא עושים כאן עבודה כפולה, זאת אומרת זה לא התפקיד שלהם לקבוע את התקינה ואנחנו אומרים או קיי? למה לא לדבר איתם ביחד? לדעתי, זו כפילות; וכל כפילות גם גורמת לסתירות.

ע. טל:

אז למעשה היום עם האימוץ של התקינה הבינלאומית בישראל, הגורם שמתקין תקני חשבונאות לענייננו הוא רק ה"IASB" כלומר אותו מוסד לתקינה בינלאומי. אנחנו היום לא קובעים יותר אילו שהם כללים שנוגעים להכרה או למדידה בדוחות הכספיים ומה שאנחנו עושים כאן זה לבוא ולומר רק ביחס לתאגידים מדווחים, אלו דרישות גילוי נוספות מעבר לאלה שנקבעו בתקינה עצמה, אנחנו סבורים שהן רלוונטיות.

הדרישות האלה רלוונטיות לדעתנו רק לגבי תאגידים מדווחים כיוון ששוב, מדובר באותם דוחות כספיים שמופצים לציבור המשתמשים ולמשקיעים באותן חברות שהן תאגידים מדווחים.

היום המוסד לתקינה עיקר תפקידו נותר לגבי תאגידים פרטיים שחוק ניירות ערך לא חל עליהם ולכן ההוראה לגבי אימוץ התקינה הבינלאומית לא מחייבת אותם ועדיין צריך ליצור להם מסגרת של כללי חשבונאות. לכן מי שימשיך להתקין את הכללים לגביהן יהיה המוסד לתקינה. הוא כן הולך להתחבר לתקנים שמפרסם המוסד לתקינה הבינלאומי ולכן בסך הכל המסגרת הכללית גם לגבי חברות פרטיות בישראל תהיה דומה לזו של תאגידים ציבוריים אבל לא תהיה זהה. בהיבט של חברות פרטיות, ההתערבות שלנו היא רק באורם מקרים שבהם זו לא חברה פרטית שנותרת ברמת חברה פרטית אלא שהמידע שלה גם מובא לציבור המשתמשים שאז מאחר ודרישות הגילוי שמדברות על חברות פרטיות הן מצומצמות יותר, אנחנו רוצים לבחון האם יש צורך בגילוי נוסף בגלל שזה מידע שכן ילך לציבור המשתמשים בשוק ההון.

אנחנו לא רואים שתהיה כאן איזה שהיא כפילות כי למעשה, שוב לעניין תאגידים מדווחים, המוסד היחדי שקובע את אותם כללים הוא רק המוסד לתקינה חשבונאית בנלאומית ואנחנו פשוט מאמצים אותם באופן ישיר.

מ. ברקת: רגולציה זה גם עניין של גיאוגרפיה. כל מדינה יש לה את המבנה שלה ובכל מדינה מקובל שהרגולטור מוסיף את הכללים שלו מעבר ל-IFRS. לנו עם המבנה הריכוזי שלנו, יש את הבעיות הספציפיות שלנו. ויש דברים נוספים שאנחנו רוצים לספק עליהם אינפורמציה למשקיעים כי זו ההבנה שלנו את התפקיד שלנו. ולכן אין פה כפילות.

ז. גושן: הערות נוספות? אושר.
אני מבקש ברשותכם לקפוץ לנושא מספר 9.

9. חוק סמכויות רשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה) התשס"ט-2008.

ד. רימון: התיקון שהונח לפניכם מטפל בכמה סוגיות. העניין העיקרי הוא עניין שאני לא ארחיב עליו את הדיבור בגלל שדיברנו עליו כבר לפני שתיים או שלוש מליאות כאשר דיברנו על מתווה החקיקה שאנחנו מתכוונים להציע. אני רק אסביר שדיברנו על כך שישונו מרבית מסעיפי ההסמכה הקיימים היום לשר האוצר לקבוע תקנות לאחר התייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת. הוצע כאן מתווה לקביעת הוראות מנהליות כאשר למעשה סמכות הקביעה בתקנות מועתקת לסמכות של הרשות לקבוע את ההוראות. אני לא ארחיב בעניין הזה. מה שרק אגיד שגם אישור הנחיות בורסה, שההנחיות הוא איזה שהוא מוצר שמוצע לקבוע אותו בתזכיר הזה שזה שילוב של ההנחיות הזמניות, ההנחיות והתקנון של הבורסה, גם הוא יאושר באתה מתכונת שדובר בה לפני מספר מליאות. קרי, כאשר דירקטוריון הבורסה יחליט לעשות תיקון או קביעה חדשה בהנחיות הבורסה הוא יביאם ליו"ר הרשות, יו"ר הרשות יפרסם טיוטה של ההנחיות לציבור וכל ההליך כפי ששמענו אותו והפרסום יהיה גם באתר הרשות וגם באתר הבורסה.

הצורך הזה, והרצון הזה ליצור הוראות מנהליות על ידי הרשות, דירבן סחב אותנו לבחון את האורגנים בתוך הרשות, כיוון שברור היה שאנחנו

רוצים להבטיח שתהליך ההסדרה יהיה ברור. לצורך העניין, האורגן שיקבע האם בכלל להפיץ להערות הציבור או לתת איזה שהוא פומבי ראשון להוראה כזאת צריך להיות יו"ר הרשות; והאורגן שצריך בסופו של דבר לאשר את ההוראה ולהיות תחלופה לוועדת הכספים ושיהיה מאוזן דין, הוא המליאה. זה הביא אותנו ללכת ולבדוק את כל הסעיפים שותנים סמכויות לאורגנים בשלושת החוקים המרכזיים שלנו וראינו שיש שם מצב שדורש שיפור. לפיכך, בתיקון מוצעים הדברים הבאים:

כל החלטה עקרונית ממש של קביעת רגולציה, כלומר קביעת הוראה מנהלית, האישור שלה או לחילופין אישור להוצאה מהרשות של הצעה לתיקוני חקיקה, של חקיקה ראשית או של תקנות זו החלטת מליאה.

דבר נוסף שמחויב בהחלטת מליאה הוא הטלת סנקציות. דוגמאות להטלת סנקציות, כמו שאנחנו מכירים היום, הן עיצומים כספיים וקנסות מנהליים מכוח חוקי הייעוץ, הקרנות וניירות ערך. אמנם לא תהיה זו המליאה עצמה אלא ועדה מוועדותיה. ועדת הרישיונות, שקבועה בחוק הקרנות, היא זו שתהיה מורשית לא להסכים מטעמים מהותיים או ליטול רישונו של מי שמורשה על פי חוק הקרנות או חוק הייעוץ ונוסף לוועדת המשמעת שבינתיים עומדת על מכונה.

הסמכויות האחרות של ניהול שוטף של ענייני הרשות יופקדו בידי של יו"ר הרשות כאשר הוא יוכל להאציל אותן. בהרבה מאד מהמקרים יש להניח שכך הוא יעשה לגורמים אחרים בתוך הרשות, לגורם מסויים או לקבוצה שכזאת. למעשה, בסך הכל מדובר בעשיית סדר בסעיפי החוק של מה שנהוג ממילא גם היום. השוני המרכזי זה אולי לעניין התשקיפים. אם היום, למשל, גם תשקיפי קרנות וגם תשקיפי תאגידים צריכים לקבל את היתרה של מליאת הרשות או הוועדה הרלוונטית, הצעת החוק אומרת שזה יהיה בסמכות יו"ר הרשות שיוכל להאציל את זה למשל למנהל מחלקת תאגידים לעניין היתרים לתשקיף של תאגיד מדווח ולמנהל מחלקת השקעות, לעניין אישורים של תשקיף של קרן או לכל אדם אחר.

יש רק שלושה עניינים ספציפיים שיו"ר הרשות לא יוכל להאצילם לאחרים ואלו הם הסמכות לפתוח בחקירה, הסמכות לפרסם להערות הציבור הוראות מינהליות חדשות והסמכות למסור להחלטת אחר עניין

שחלה לגביו חובת סודיות. המונח "רשות" כמונח שעומד בפני עצמו יוותר לדברים כלליים כגון הוצאת מסמכי רשות או היכולת לערער על החלטות של הרשות, יהיה האורגן שנתן את ההחלטה בתיק הרשות אשר יהיה.

נושא נוסף שמטופל בהצעת החוק הוא קביעת סעיף שיאפשר לרשות לתת הוראות לגורמים ספציפיים המפוקחים על ידה. לצורך העניין, תאגידים מדווחים, חתמים או נאמנים, גם לפי חוק ניירות ערך ולא רק לפי חוק הייעוץ ולפי חוק הקרנות כפי שקיים היום. מותר יהיה לרשות לקבוע הוראות מנהליות כגון אלה ושהן לא מתנגשות עם הוראות מנהליות שהיא כבר הוציאה.

אני רוצה להסב את תשומת לבכם שבשוגג באחד העמודים עדיין כתוב שזה רק הוראות גילוי, ויש סתירה בתוך הנייר. אני אתקן. ההוראות יכולות להיות גם לא הוראות גילוי, למשל אופן הצעה לציבור. למשל, הדרך שבה התבצע המכרז ועלתה איזה שהיא סוגיה שאי אפשר היה לצפות מלכתחילה, והשאלה לגבי מי רשאי בהנפקה ואפשר יהיה לתת הוראות לתאגד ספציפי מבלי להידרש להליך מלא. כי אם היינו מסתפקים רק בהוראות גילוי, כבר היום הסמכות היא לפי סעיף 36.

נושא נוסף שמטופל פה זה מתן חוות דעת מקדמיות. למעשה זה מעין עיגון של המצב הקיים היום. כידוע לכם, הרשות נותנת חוות דעת מקדמיות. היא עושה את זה על פי נוהל שהיא מפרסמת באתר הרשות ברוב המקרים היא נותנת פומבי לפני ששעשתה אליה ולחוות הדעת שהיא נתנה.

מצאנו לנכון בכל זאת לעגן את הסמכות הזאת בחוק על מנת להסיר ספק בדבר סמכות הרשות לתת חוות דעת מקדמיות כאלה ולאפשר לפועלים על פי חוות הדעת המקדמיות להרגיש בטחון יחסית שהם פועלים לפיהן; ומצד שני, לקבוע שאין לרשות חובה לתת חוות דעת מקדמיות בכל פעם שפונים אליה אלא היא יכולה להפעיל שיקולים כלליים של סדרי עדיפויות שלה וכיוצא בזה כאשר היא בוחנת לענות לאדם כזה או אחר. הסעיף שנמצא כאן הוא סעיף מאד דומה למה שנמצא בחוק ההגבלים העסקיים. גם העובדה שקבעו את זה שם הביאה אותנו להציע שכדאי שתהיה סמכות מפורשת כזאת בדיון.

תיקון נוסף נוגע לפטורים מגילוי פרט בדיווח שוטף. היום קיימים שני סעיפים שמסדירים את זה, האחד את הפטורים מגילוי לתשקיפים והאחר את הפטורים מגילוי דיווח שוטף, כאשר הדומה בין שניהם זה שכאשר הסיבה לבקשת הפטור היא סוד מסחרי, הסמכות נתונה לרשות וכאשר הסיבה לפטור היא פגיעה בבטחון המדינה, בכלכלתה או בחקירה שמתנהלת, אז צריך להגיע לגורם הרלוונטי המוסמך לבחינת העניין, אם זה שר האוצר, שר הביטחון או המשטרה לפי העניין. ואז בתשקיף די בפניה אליהם כאשר הרשות עושה את הבחינה. אם היא חושבת שלאור האישור שהגיע לידיה ניתן שהמידע הזה לא יופיע בתשקיף, אז היא מודיעה שהמידע לא יופיע בתשקיף. ואם היא סבורה על פי המידע שמגיע לפניה שעדיין המידע הוא כל כך חשוב שהעדרו יכול להשפיע על החלטת ההשקעה של משקיע פוטנציאלי, אז היא לא תיאות לתת היתר לתשקיף.

לעומת זאת, בדיווח השוטף אחרי שהתקבל האישור מהגורמים עליהם דיברתי, עדיין נדרש אישור ובעצם ההחלטה היא החלטה של בית המשפט המחוזי. מה שאנחנו מציעים זה בעצם להשוות את המצב בדיווח השוטף למצב בתחום התשקיפים ושהסמכות לאזן בין האינטרסים השונים מתוך הבנה שבתחום הזה האינטרס המרכזי והמוביל הוא אינטרס הגילוי, יופקד בידיה של הרשות וללא דרישה לאישורו של בית המשפט.

נושא נוסף שקיים כאן זה הטלת עיצומים כספיים. ההצעה מבקשת להטיל עיצומים כספיים גם על הפרות נוספות שהיום לא מנויות בתוספת החמישית. כאלו הן הכללת פרט מטעה בתשקיף או בטיטות תשקיף, בדוח הצעת מדף או בדוח הודעה משלימה. אנחנו מתכוונים גם להטיל עיצומים כספיים על תאגידי הרישום הכפול שהיום לא מטילים עליהם עיצומים כספיים בכלל אבל ומתוך ההבנה שאנחנו רוצים לאזן בין אינטרס ההסתמכות, האינטרס המרכזי שנמצא מאחורי הסדר הרישום הכפול לבין ההגנה על ציבור המשקיעים, הצענו לאפשר הטלת עיצום כספי רק בשני מקרים בודדים. האחד הוא אי ציות להוראת רשות כיוון שלרשות יש סמכות שלא להסתפק בקבוע בתקנות הרישום הכפול, זאת אומרת לא להסתפק במה שנכלל כמסמך הרישום שמגיש התאגיד על סמך הדין החל עליו במדינת המוצא שלו ובתוספת להם גם הדרישות המיוחדות שנקבעו בתקנות שלנו אלא רוצה הרשות לבקש פרט נוסף מכל טעם

שהוא. חוסר הצייתנות לדרישה הזאת יכולה להיות מלווה בעיצום כספי. מקרה נוסף שאפשר יהיה להטיל בגינו עיצום כספי זה כאשר התאגיד לא עמד בלוחות הזמנים לדיווח, שעה שהוא כן עמד בלוחות הזמנים האלה כלפי ציבור המשקיעים הזרים בחו"ל. זאת אומרת אם הוא לא יגיש בכלל או הגיש מאוחר, גם כאן וגם במדינה הזרה או אם הוא הגיש בלי קשר לעיתוי אלא הגיש משהו שהוא לא על פי הדין הזר והדבר נודע לרשות, הרשות תוכל לפנות באמצעות מזכר ההבנה שהיא חתומה עליו עם הרשות הזרה לרשות הזרה, אנחנו מדברים כרגע רק על ארצות הברית ואנגליה וגם כשתבואנה מדינות אחרות, יורונקסט וכיוצא בזה זה יהיה גם מדינות שהרשות חתומה איתם על מזכרי הבנה ולבקש את התערבותה של הרשות הזרה.

יש עוד שני עניינים נוספים. האחד הוא הסדרה של זכות השימוע שיש לגורמים אל מול החלטות של הרשות והאורגנים שלה, כאשר הקביעה הכללית היא שברוב המקרים ניתן יהיה להסתפק בזכות שימוע בכתב, למעט מקרים בהם הפגיעה בהן בזכות הקניין והעיסוק ובמיוחד ביחס ליחידים משמעותית - למשל, נטילת רישיון או אי הסכמה לנתינתו. רק במקרים האלה יתאפשר שימוע בעל פה ולרבות באמצעות מייצגים וגם נקבע שבמקרים אחרים שבהם נדרשת המיידיות והאפקטיביות של ההחלטה, אז ההחלטה תקבל תוקף מייד ובעצם הנטל מתהפך. זאת אומרת עד שלא ישתכנע ראש הרשות או מי שהסמיכו לכך מן הצד השני שצריך לשנות מן ההחלטה, אזי הגורם שלגביו ניתנה ההחלטה חייב לקיימה מיידית. למשל, כאשר סגל הרשות פונה לגורם ומבקש ממנו לתקן את הדיווח שלו או לפרסם דיווח מייד, ההחלטה תהיה בעלת תוקף מיידית או מהמועד שבו הרשות קבעה בהוראה, למעט אם שוכנע יו"ר הרשות אחרת וכך גם לגבי הפסקת יחידות לקרן נאמנות או הפסקת מסחר.

עוד נושא שברצוני להעלות כאן: אם אתם זוכרים, תיקון 35 לחוק ניירות הערך, קבע שתאגידים נדרשים לתת גילוי ביחס לנושאי משרה בכירה בהם, למשל ביחס לתגמולים שניתנו להם או ביחס להפסקת כהונתם או מינויים ועניינים אחרים וכדי לגבות את המידע הזה, אז לגבי הפסקת כהונה, התאגיד יודע בעצמו הוא לא צריך את נושא המשרה אבל לגבי שינויים בהחזקות שלו בניירות ערך של התאגיד, התאגיד לא ידע על זה אלמלא נושא המשרה ימלא את החובה הזאת בתוכן ולכן נקבע אז שכמו

בעל העניין כך על נושא המשרה חלה החובה לתת לתאגיד את כל המידע שהוא צריך אותו כדי לדווח לציבור.

הדבר הזה בשוגג חסר לעניין תשקיף. הוא נקבע לעניין דיווח שוטף ולא נקבע לעניין תשקיפים ואנחנו משלימים את זה כאן. נדמה לי שבה כיסיתי את העניינים המרכזיים של הדברים.

- ז. גושן: הערות?
- י' כהנוב: יש לי שאלה לעניין השימוע. אמרת שבדרך כלל השימוע לא יהיה בעל פה אלא במקרים מיוחדים אבל מי יחליט מתי כן ומתי לא?
- ד. רימון: הכל כתוב בסעיפי ההצעה. אני נתתי כאן רק תמונה כללית. כתוב בכל סעיף וסעיף איך תינתן זכות השימוע. זה קבוע בחוק.
- י. כהנוב: היו"ר יחליט למשל..
- ד. רימון: לא. כתוב במפורש בכתב, או סתוב לרבות שימוע בעל פה. זאת אומרת ההסדרה קבועה בהצעת החוק.
- י. כהנוב: את ציינת למשל את העניין של הרישיונות וכן הלאה, במקרים האלה מה יהיה?
- ד. רימון: אז צויין שבעל הרישיון..
- י. כהנוב: יהיה בכל מקרה שימוע בעל פה?
- ד. רימון: אם הוא מבקש.
- י. כהנוב: ולא יהיה שיקול דעת לרשות להסכים או לא להסכים?
- ד. רימון: אני חושבת שבמקרים כאלה...

י. כהנוב: מניסיוני זו קצת מלכודת. זאת אומרת הוא רשאי לבקש אבל עדיין צריכה להיות לנו או ליו"ר לא חשוב, את הסמכות להחליט שזה לא יהיה כך. כשמתחילים עם השימוע זה מתחיל להיות תהליך מאד מסורבל ומאד ארוך.

ש. אלבק: בנושאים שמדובר בהם בהגבלת עיסוק וזה אחד מהם, אז אנחנו בדרך כלל מאפשרים לקיים שימוע כי אנחנו מדברים על הגבלה ועל פגיעה בזכויות יסוד ולכן רצוי שיהיה שימוע אבל לא בכל עיצום כספי יש שימוע.

י. כהנוב: אני מציע לכם לחשוב על זה שוב.

ש. אלבק: זה דבר סביר בנסיבות האלה.

י. כהנוב: כי גם בכתב זה שימוע.

ש. אלבק: לא, לא.

י. כהנוב: למה זה לא אותו דבר?

ד. חן: למה בבית המשפט אנחנו רוצים להופיע בטעונוים בעל פה .

י. כהנוב: נו ולמה בדרך כלל זה בזבוז זמן?

ד. חן: אני לא חושבת. אחרי שלושים שנה אני לא חושבת ככה או בעצם חושבת להיפך.

י. כהנוב: מגישים סיכומים בכתב וזה לא מספיק?

ד. חן: לא, ממש לא. כבר הגשתי בכתב ספרים שלמים. אני דווקא כן מחסידי הטיעון בעל פה. הטיעון בכתב זה איזה שהוא דבר שבהליכים פליליים, בואו לא נתבלבל, עד לפני עשור בכלל כל ההליכים הפליליים היו רק בעל פה. עכשיו בגלל העומס בבתי המשפט מצאתי את עצמי, אני שבאתי מהתחום הפלילי שאנחנו בכלל לא צריכים לדעת לכתוב רק לטעון, פתאום

מצאתי את עצמי מחברת ספרים אבל אני כן חושבת שטיעון בעל פה הוא דבר חשוב ובמיוחד כשנשללות זכויות של פרט.

רק כדי להרגיע אותך, יהלי: מהניסיון שלנו בהענקת זכות השימוע בעל פה זה לא דורש יותר מידי תשומות ומאפשר לבן אדם לבוא ולראות ששמעו אותו והקשיבו לו. ההתנסות שהייתה לנו עד עכשיו - שוני, תקן אותי אם אני טועה - מראה שזה לא נוצל לרעה. זה נוצל בצורה עניינית ופעלנו על סמך המידע שהתקבל בשימוע.

ז. גושן:

כל הניסיון שנצבר ברשות לגבי הגבלות עיסוק ברשות, הניסיון הזה דווקא תומך בקיומו של שימוע גם אתה מצליח להבין יותר ממה שנאמר בנייר וגם אתה רואה את האנשים ולפעמים זה משנה. אז צריך לתת להם את ההזדמנות. בכל זאת זו פגיעה משמעותית.

ש. אלבק:

לדעתי, גם מניסיון הרבה פעמים זה איזה שהוא פתח לאיזה שהן הסכמות להגיע להסדר, להסדר טיעון כזה או אחר.

ד. חן:

אני רוצה לשאול בבקשה לגבי העיצומים. למיטב זכרוני אנחנו באחת הישיבות הקודמות דנו בעניין העיצומים ודיברנו שהרשות תפעל להרחבת שיקול הדעת שיש לה בנושאים שבהם יש עיצומים? אמרו שאולי ירחיבו את זה כי נדמה לי שאז אם אני לא טועה זה היה רק פועל יוצא של גודל החברה. דבר שלי לפחות, מגל שקראתי את הפרוטוקולים לקראת הישיבה, נראה קצת לא ראוי מכיוון שלא תמיד העיצום הכספי שהוא בעיני שווה ערך לעונש, הוא פועל יוצא של גודל החברה אלא לטעמי לפחות, הוא צריך להיות פועל יוצא של גודל ההפרה. העונש צריך להיות תלוי ההפרה ואז הסברתם לי שאין שיקול דעת בעניין הזה וזה מה שיש ואם זכרוני לא מטעה אותי אז זכר על זה שתפעלו להרחיב בתחום העיצומים את שיקול הדעת שיש לרשות.

זה לא כאן ואת לא טועה. היום הטלת עיצומים כספיים נעשית על פי ההון העצמי של התאגיד עליו מוטל העיצום הכספי ואם מדובר בחתמים - על פי סך ההתחייבויות החיתומיות שלהם בשנה האחרונה.

ד. רימון:

שני תיקונים אחרים עליהם את מדברת יטופלו. אחד זה תיקון 38 לחוק ניירות ערך, שכבר עבר קריאה ראשונה ונמצא בדרכו לוועדת השרים שבו נאמר שלגבי מנפיקי מוצרי מדדים העיצום הכספי יהיה פונקציה של גודל הפעילות. זאת אומרת, פונקציה של כמות ניירות הערך שנמצאת בציבור שלא במחסנית. ולגבי חוק הקרנות, תיקון 13 שנמצא לקראת הפצת תזכיר חוק מדבר על גזירת העיצום לגבי קרנות לפי שווי הנכסים המנוהל על ידי הקרן. מעבר לאלה, דברנו על זה שהרשות תוכל לקבוע קריטריונים להפחתה. כבר היום יש סעיף שמסמך את שר המשפטים לקבוע בתקנות קריטריונים להפחתה. העניין הזה נדון במסגרת הדיונים בוועדת אריאב וביצעו לא הושלם לעת עתה בפרסום דו"ח - אבל אנחנו נמצאים במגע עם מתקדמים מול משרד המשפטים. ולמעשה, התקבלה החלטת של היועץ המשפטי המאשרת שסעיף החוק יתוקן באופן כזה שהרשות תוכל ליזום קביעת קריטריונים להפחתה בתקנות. המחלוקת עד עכשיו בינינו לבין משרד המשפטים היתה לגבי בתקנות. העברנו למשרד המשפטים טיוטת תקנות אשר אושרה על ידי המליאה, אבל שם נקבעו קריטריונים מאד נוקשים. מעין מחירון הפחתות. למשל, כאשר זו הפרה ראשונה אפשר להפחית 20 אחוז. אנחנו לא רצינו להיות נתונים לסד הזה ורצינו שהקריטריונים יהיו כללים יותר ושרשות תינתן אפשרות להפחית את גובה העיצום הכספי עד לשיעור שנקבע בתקנות ולא רק בגובה השיעור שיקבע בתקנות. עכשיו התקבלה החלטת היועץ המשפטי בעניין הזה ואני מקווה שבמליאה הבאה או בזו שאחריה, נוכל להביא הצעה אשר תטפל בכל מיני עניינים שקשורים לענישה - גם את התיקון שהזכרת.

יש לי שאלה קטנה. בדברי ההסבר כתוב שמוצע להסדיר חוות דעת מקדמיות בנוגע לסוגיות הנוגעות לחוק החברות. זה דבר שאני לא בטוח שראיתי אצלך בנוסח ההצעה.

א. חמדני:

בנוסח עצמו לא הזכרנו ביחס למה ניתנות החוות דעת המקדמיות. בפועל חוות דעת מקדמיות ניתנות ביחס לכל דבר שהרשות מופקדת עליו אז באופן טבעי הן ניתנות ביחס לשלושת החיקוקים המרכזיים - קרנות, יעצים וניירות ערך אבל לא אחת הן ניתנות גם ביחס לסוגיות שבחוק החברות כאשר אנחנו מבהירים שמדובר בעמדת הרשות. בכל מקרה גם

ד. רימון:

לולא היינו מבהירים, חוות דעת מקדמית היא חיווי דעה פרשני של הרשות. היא לא מחייבת.

א. חמדני: אין לי בעיה עם זה בחוק החברות. אני רק ציינתי שזה לא כתוב בחוק.

ד. רימון: לא מחייבת, כי לא רצינו לסגור את הקבוצה כי אולי זו גם פקודת השותפויות ואולי אגב בדיקה האם היה כאן חוזה שנקשר בין שניים לצורך חתימה או הסכם החזקה ביחד, אז בדקנו איזה סוגיה אחרת. ברור מאליו גם בלי להזכיר את זה וכך גם עושה סעיף 43 א' לחוק להגבלים עסקיים הוא לא מציין שהסמכות של הממונה על ההגבלים העסקיים לתת חוות דעת מקדמיות זה רק ביחס לחוק הגבלים עסקיים. אבל רק כדי לסבר את האוזן וכדי שיובהר שהתכוונו לא רק לשלושת החוקים הקשיחים, כתבנו בדברי ההסבר גם את חוק החברות.

א. חמדני: עובדה שאצלי זה הדבר הראשון שמשך את תשומת הלב כשראיתי את זה, כי זו שאלה. אני לא בטוח שזה דבר רע שנותנים חוות דעת אבל אם זה לא משהו שכתוב עליו בחוק אולי חבל סתם לדון בזה.

ש. אלבק: לא, כיוון שזה מתואם עם משרד המשפטים אנחנו חושבים שיש טעם שנאמר את זה בריש גלי כדי שהחברות יוכלו ליצר ודאות משפטית גם לגבי פעילותן ושהיה ברור מה תהיה עמדת הרשות.

ד. חן: עכשיו בהקשר הזה אתם שינתם משהו בעמדה שלכם שחוות דעת מקדמיות מי שמבקש, מחויב לפעול לפי חוות הדעת.

ד. רימון: לא, זה כבר שונה בנוהל. לא צריך את תיקון החקיקה בשביל זה. בתחילה היה כתוב בנוהל שמי שפונה בבקשה לחוות דעת מקדמית חייב להודיע מראש שהוא מסכים לקבל על עצמו את ההנחיה שהוא יקבל מהרשות. בעת האחרונה שונה הנוהל הזה באופן שהפונה צריך לכתוב שידוע לו שהוא צריך לתת גילוי לכך שחוות הדעת של הרשות היתה כזו והוא פעל בניגוד לה - אבל זה לא צריך בשביל זה תיקון חקיקה.

מ. עקביה: הערה. יוצא בעצם שיש מדרג של הוראות מינהליות ומעליו יש חקיקה ראשית כולל בעניינים שהם...

- ד. רימון: לא, יש גם תקנות.
- מ. עקביה: באיזה עניינים נשארו תקנות?
- ד. רימון: למשל לעניין גביית אגרות.
- מ. עקביה: למה אני שואלת? בעיקר אני מתייחסת לנושאים שיש בהן סנקציות פליליות שאם אני מבינה נכון כן נקבעו בהוראות מינהליות. במקביל אנחנו עוברים לאכיפה אלטרנטיבית, עיצומים כספיים - יוצא שהרשות גם הגוף המחוקק כי היא מגדירה את ההוראות המינהליות שבהן זה נקבע, היא גם אוכפת, היא גם שופטת, היא גם הכל. זה נראה לי טיפה מוגזם ואולי בעניינים הפליליים לפחות צריך שלפחות לעניין החקיקה שלהם יהיה עוד איזה שהוא גוף מחוץ לרשות שיאשר את זה. משהו שיעשה איזה שהוא ביזור סמכויות בהקשרים האלה.
- ד. חן: לדעתי, ביזור הסמכויות צריך להיות בתחום של השיפוט. לא יתכן שהרשות תהיה גם מחוקקת וגם שופטת לטעמי לפחות.
- מ. עקביה: זה המצב פה, זה הכל.
- ד. רימון: האיזונים מוצעים בגוף ההצעה. טיטת הוראה מינהלית מועלית לאתר הרשות לקבלת תגובות הציבור במהלך 30 יום. הגורם היחידי שצוין מפורשות שאליו חב יו"ר הרשת בהבאת החומר ישירות זה היועץ המשפטי לממשלה והוא בוחן שלוש סוגיות: הוא בוחן את יכולת הסבירות החיצונית, הוא בוחן רטרואקטיביות והוא בוחן חוסר סמכות והסוגיות האלה הוא יכול בעצם להפיל את ההוראה המינהלית עליהן.
- מ. עקביה: אבל לגופו של עניין הוא לא יכול להתייחס.
- ד. רימון: בוודאי שהוא יכול להתייחס. הוא יכול להתייחס והתייחסותן תובא בפני המליאה, ולדבר הזה שאני אמרת עכשיו התקבלה הסכמה ממשרד המשפטים.

ד. חן:

משרד המשפטים זה לא התורה שניתנה במעמד הר סיני.

ש. אלבק:

יש בג"צ. אם אנחנו פועלים בחוסר סבירות, אז יש בג"צ בשביל לעשות סדר. זה המצב, אין מה לעשות. אני יכול להציג את זה בצורה אחרת קצת. כמה מתוך הצעות התקנות שחתומות על ידי שר האוצר שונו בכנסת בסופו של דבר? לכן, אני לא חושב שיש פה בעיה של סבירות או בעיה של הגינות. ומעבר לזה, צריך לזכור עוד דבר - בסופו של דבר כל דבר מהותי נקבע בחוק על ידי מליאת הכנסת. לגבי כל מה שעכשיו אנחנו פורטים אותו בהוראות הגילוי, שהן הוראות מינהליות, אני לא רואה פה איפה נפגע עיקרון החוקיות, שקובע שיש מישהו שמחוקק ואחרי זה מישהו מכריע בנושאים פליליים, כלומר בית משפט. הרי בסופו של דבר אנחנו מגיעים לאותה תוצאה, רק באופן הרבה יותר יעיל.

ז. גושן:

במיוחד שזה דבר שמקובל ברשויות אחרות בעולם.

צ. אקשטיין:

אני חושב שאחת הבעיות הכי חמורות של ביורוקרטיה זה זמן - ובעסק שלנו במיוחד. פה זמן זה הרבה כסף.

ז. גושן:

אני חושב שבחלק הזה של הזמן אני חושב שיהיה נכון שנתנסה בזה לפני שמיקח על עצמנו איזה שהיא מחוייבת של זמן ואנחנו לא הולכים לשום מקום, אנחנו ממשיכים להתכנס כל חודש כאן ואחרי תקופה של התנסות אם נגיע למסקנה שאנחנו יכולים לקבוע מהו אותו time limit שהוא סביר אחרי שנחווה כמה אירועים, אני חושב שיהיה נכון להכניס את זה אז. הערות נוספות? תודה.

6. תיקון תקנות ניירות ערך לעניין גילוי בדו"ח הדירקטוריון בדו"ח התקופתי ובדוח הרבעוני בדבר הליך אישור הדוחות הכספיים בתאגיד מדווח.

ע. טל:

אנחנו מביאים הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך על מנת לעגן בהם חובת גילוי בעניין הליך אישור הדוחות הכספיים של תאגיד מדווח. לא צריך להכביר מילים על החשיבות שקיימת לדוחות הכספיים וכמובן לאמינות הנתונים הכלולים בהם והאמון שיש לציבור המשקיעים באותם דוחות כספיים. האמון הזה בין היתר מתבסס גם על הנחה שהדוחות הכספיים

אושרו בהליך שהוא הליך נאות ושהתקיים דיון מעמיק באותם דוחות כספיים, נדונו הסוגיות הרלוונטיות בדוחות הכספיים והדוחות אושרו בהליך ראוי.

לאור היות ההליך הזה גורם שבעצם משליך על האמינות שמיוחסת לדוחות הכספיים על ידי הציבור, אנחנו חושבים שגם קיימת חשיבות רבה למתן גילוי אודות התהליך הזה במסגרת הדוחות התקופתיים והרבעוניים של התאגיד כאשר הגילוי יינתן במסגרת דוח הדירקטוריון.

עד היום ניתן גילוי אודות הליך אישור הדוחות הכספיים כחלק מדוח הדירקטוריון, אגב הנחיה שלנו שהיתה בתוקף. לאור החשיבות שאנחנו רואים לגילוי הזה ולאור העובדה שההנחיה עתידה לפקוע בקרוב, אנחנו מעוניינים לעגן את הגילוי במסגרת תקנות ולקבוע בהן את חובת הגילוי אודות הליך האישור של הדוחות הכספיים ופירוט הזהות של האורגנים בתאגיד שמופקדים על בקרת העל ואותם תהליכים שהם נקטו טרם הליך אישור הדוחות הכספיים, אגב הליך אישור הדוחות הכספיים.

- ז. גושן: הערות?
- י. כהנוב: מה זה "הליכים שננקטו"?
- ז. גושן: פחות או יותר, זה הצורך להקים ועדת מאזן - משהו שלא קיים פה.
- י. כהנוב: ולמה לא כותבים את זה ברחל בתך הקטנה?
- ז. גושן: זה רחל בתך הקטנה בשפה של חשבונאים.
- י. כהנוב: אני למשל לא הבנתי את זה מזה. יכולות להיות כל מיני פרשנויות.
- מ. ברקת: יהלי, אבל אנחנו גם רוצים לדעת מה היתה התקשורת שלהם עם רואה החשבון וזה חשוב לנו כי..

- י. כהנוב: למה לא כותבים את הדברים? כי מה שכתוב פה, אני מוכרח להגיד לך זה נושא להרבה מאד פרשנויות. אין כאן שום דבר שהוא כתוב. תקרא את מה שכתוב פה ותראה שזה מאד היולי.
- ז. גושן: תסתכל בתקנה עצמה. חלק אחד מדבר על זהות האורגנים שמופקדים כולל בקרת העל וכאן הסונה בין השאר לוועדת המאזן ובב' פירוט התהליכים שננקטו.
- י. כהנוב: איזה הליכים ננקטו. אתה כותב כאן פירוט תהליכים שננקטו. מה אתה מצפה שיגידו?
- ז. גושן: למשל, איזה דיון היה עם רואה החשבון? האם היה דיון בוועדת מאזן ואחר כך הוא עבר לדיון בדירקטוריון? מה התהליכים שהיו?
- י. כהנוב: למה לא כותבים "ועדת מאזן" למשל?
- י. אלמוג: כי משאירים גמישות.
- ז. גושן: כי החוק לא מחייב את זה.
- מ. ברקת: אם אנחנו נתחיל לקבוע מה התהליכים וכו' יגידו לנו אתם קובעים נורמות באישור הדוחות וכו'. אנחנו רוצים לקבל אינפורמציה מה התהליכים כדי שנוכל לבחון האם זה סביר או לא.
- א. חמדני: אני יודע שלפני כמה חודשים הופצה טיוטה לא על הגילוי אלא על עצם ההליך עצמו של אישור דוחות כספיים.
- ש. גוטמן-עמירה: נכון, לפי סעיף 171 לחוק החברות יש סמכות לשר המשפטים להוציא תקנות בדבר הליך אישור הדוחות הכספיים והוצע שם בעצה אחת איתנו על פי המלצות ועדת גושן לחייב בוועדת מאזן ואני מניחה שכאשר ההוראה הזאת תכנס לתוקף אנחנו נתקן את הוראות הגילוי האלה כך שיתאמו להוראה הספציפית. שם באמת תהיה חובה ברורה לוועדת מאזן.
- ז. גושן: הערות נוספות? תודה.

7. גילוי בדבר דירקטור בלתי תלוי בתאגיד והצהרות דירקטורים.

ה. זונדר:

תיקון מס' 8 לחוק החברות שנכנס לתוקף כבר לפני כחודשיים עוסק בשני נושאים עיקריים. אחד מהם המקור שלו הן המלצות ועדת גושן לגבי עצמאות הדירקטוריון על פי התיקון לחוק, חברה רשאית לקבוע בתקנון הוראה שעל פיה במקרה שיש בעל שליטה בחברה יהיו לפחות שליש מהדירקטורים דירקטורים בלתי תלויים ואם אין בחברה בעל שליטה יהיו לפחות רוב חברי הדירקטוריון בלתי תלויים.

לעניין הזה, מאחר שהחוק כבר בתוקף ועדיין לא תיקנו את התקנות מה שיבוא למליאה בחודש הבא מן הסתם, מוצעת הנחיה שמבקשת שהתאגיד יגלה בדוח התקופתי אם הוא אימץ את אותה תקנה או לא, ובמסגרת זו ייתן גם גילוי לגבי שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים ומספרם.

הוראה נוספת שנכללה היא הוראה לגבי הצהרות בדבר כשירות דירקטורים שכרגע אותן הצהרות חייבות להינתן לגבי כל דירקטור מכל סוג שהוא, ולכן אנחנו כוללים כרגע בהנחיה חובה לצרף את אותן הצהרות לזימוני אסיפה כללית שידונו במינויים של אותם דירקטורים, על מנת שהצהרות אלה יעמדו בפני הציבור שיוכל לדעת במקרה הזה מה הכישורים של הדירקטורים המתמנים לפי דעתם.

הערות?

ז. גושן:

ד. חן:

אני רוצה לומר שזה לא מתחיל מפה. יש הרבה מלל של דח"צים ודירקטורים בלתי תלויים אבל בסוף, בסוף מי שממנה את הדירקטורים זה בעל השליטה אז למה לי הסמנטיקה בשאלה איך קוראים לזה כשבסופו של יום מי שממנה אותו זה בעל השליטה? אז הוא מחלק את העניינים, השאלה באיזה משבצת נוח לו להושיב את הפרסונה X או Y. לכן נראה לי ועוד פעם אני לא מתייחסת רק לחקיקה של רשות ניירות ערך, אלא שיש פה איזה מראית עין של יש לא תלויים ולא דח"צים אז לכן אני חושבת, ואגדיר את זה הכי "פוליטיקלי קורקט" – שזה "פול גאז בניוטרל".

כיוון שזו ביקורת על ועדת גושן אז ברשותך, הילה, אני מענה. קודם כל מה שיש כאן זה רק החלק של הגילוי שנוגע למימוש של אותן המלצות שכפי שמובהר כאן הן על בסיס של אמצע או גלה. זה לא המלצות שקבעו את החובה הזאת. החברה יכולה לבחור אם היא רוצה לעשות את זה או לא ואם היא עשתה את זה על מה שיש לפניך, זה הגילוי של אותם אלמנטים אם היא החליטה לבחור לאמצע את זה, זה מה שעליה לעשות.

בכל מה שקשור לדירקטורים חיצוניים השאלה של העדר זיקה לחברה, העדר זיקה לבעל השליטה מצד אחד ומצד שני השאלה אם עצם המינוי מוחקת את אותה אובייקטיביות שאתה רוצה להשיג, העדר זיקה לחברה ולבעל השליטה, היא שאלה שא אפשר להסתכל עליה בנקודת זמן סטטית ואני אסביר למה.

מבחינה אמפירית כשאת מסתכלת בעולם, קשה למצוא מימצאים שמראים לך מתאם ברור בין פעולתם של דירקטורים חיצוניים לבין איכות הניהול של החברות. להוציא מחקר אחד שראה את זה בקוריאה. שם בקוריאה הצליחו. זה מאד קשה לבדד סיבה ומסובב. אתה יכול להיות בעולם שחברות טובות ממנות דירקטורים חיצוניים ואתה לא תדע אם הסיבה שהן טובות זה בגלל שהן מינו דירקטורים חיצוניים או בגלל שהן טובות הן מינו דירקטורים חיצוניים. מה הסיבה ומה המסובב זה לא כל כך ברור.

בקוריאה היה מין ניסוי בזמן אמת כי החוק השתנה בפעם אחת חייב למנות את אותם דירקטורים חיצוניים ואז אפשר היה למדוד האם השינוי יצר את הפערים ביצועים של החברות וזה מראה שכן, זה מראה שדירקטורים חיצוניים כן משפיעים. עכשיו זה לא שהם משפיעים על איכות ניהול החברות אבל הם משפיעים על האופן שבו השוק מעריך את הביצועים של החברות. לזה תוסיפי עוד אלמנט אחד וזה שבסופו של דבר ממה יחשוש הדירקטור החיצוני יותר, מאימתו של בעל השליטה שמינה אותו ואולי לא ימנה אותו, או מאימת המשטר של השלטון התאגידי והחשש מפני תביעות שיש לו מהשוק או מהרשות.

נכון להיום, כיוון שאין לנו מערכת משפטית שמסוגלת לאכוף לא חובות פליליות ולא חובות אזרחיות, אז אין את הצד השני, אז בוודאי שאימת בעל השליטה היא הגורם הדומיננטי על ההתנהגות של הדירקטור.

ד. חן: סליחה רגע. אני עוד לפני האימה. היום שבעל שליטה הולך למנות דירקטור בין אם שלו ובין אם חיצוני הוא לא הולך לאיזה שהוא מאגר, הוא ממנה את החבר של הבן דוד אולי.

ז. גושן: בסופו של דבר עולדת כלשני וחמישי שרשות ניירות ערך תמנה את הדח"צים וכולם אומרים "תרשום אותי ראשון". כשאתה הולך למנות את הדח"צים תשים אותי אצלך ברשימה. הנה נתתי לך רעיון, זה פשוט לא יעלה על הדעת, אני תמיד אומר: לא יעלה על הדעת שבעל השליטה ימנה. בסדר, בואו נשים את זה רגע בצד.

כדי לפתח תרבות שבה הדירקטור שאין לו זיקה לחברה יראה יותר בקטע שהוא ממלא את תפקידו ושהרצון שלו למלא את המשימות שלו חזק יותר מהחשש שיש לו מזה אם יפטרו אותו או לא יפטרו אותו, אנחנו צריכים להשלים את המהלכים שאתם יודעים שהגיעו לפה לשולחן ואנחנו עובדים עליהם מאד קשה, ומדובר במסלול שילך בסופו של דבר לייצר נורמות של ניהול עסקים. זו תרבות ואתה לא יכול לייצר את זה לבד, אתה לא יכול לייצר את זה רק מעצם זה שתגיר את העדר הזיקה כי אתה צריך להסתכל על המערכת כאל מערכת שלמה. חלק ממנה זה לא שאלת המינוי אלא השאלה היא למי הוא יהיה מחויב כשהוא יהיה בתוך התפקיד, כמה הסנקציות והאיומים המשפטיים או האחרים שיהיו עליו, יכתיבו את ההתנהגות שלו.

בית משפט בדלוור, במשך תקופה ארוכה כשעסק בחובות של דירקטורים, את תראי, ניתנו שם פסקי הדין מאד ארוכים שמתארים בדיוק מה עשה הבן אדם. למי הוא התקשר, איפה הוא היה, בחופשת סקי, והוא קרא את התזכיר בטיסה וזו טיסה קצרה של שעה וממש פרטי פרטים של ההתנהגות. ולמה? כדי לשדר לשוק: הנה זה הבן אדם, אנחנו עושים לו shaming ציבורי אנחנו מביישים אותו בציבור בצורה מאד ברורה. ולמה? כדי לייצר נורמה. אבל כשאין לך את המכשיר הזה בארץ, השלב שאת תגיעי אל הנורמה יהיה קצת יותר מאוחר. סבלנות, עוד נגיע. אנחנו

פועלים ואני מעריך שכבר בשנה הקרובה יהיה לנו בית משפט כלכלי או
מזור כלכלי לא חשוב איך קוראים לו, יהיו שופטים שמתמחים ולאט,
לאט כשנוכל להחזיר לתוך המערכת את ההתדיינות הפרטית, את
ההתדיינות הציבורית ונוכל לגבש נורמות, אז יהיה את הצד השני של
המטבע של עצם המינוי.

אם את מסתכלת בארצות הברית, בעלי השליטה ממנים ועדיין את רואה
דירקטורים חיצוניים בעסקאות מסוימות הולכים נגד בעל השליטה.

י. כהנוב: ממנים את כולם? אין אפילו אחד שהוא חיצוני?

ז. גושן: אין אף אחד שממנה אין רשות ניירות ערך כזאת או משהו כזה.

צ. אקשטיין: יש איזה מקום שממנים אחרת?

ז. גושן: יש מדינות שממנים את זה אחרת.

צ. אקשטיין: זה עובד יותר טוב?

ז. גושן: אני לא בטוח שזה יותר טוב.

אני מזכיר לכם שפעם היתה ועדת נכט שהיה חבר בה השופט בדימוס נכט
והיה בה יו"ר רשות ניירות ערך ויו"ר הבורסה והם היו אמורים להחליט
על מינויים של ..

ד. חן: אז קראו לזה דמ"צים.

ז. גושן: דמ"צים.

צ. אקשטיין: אני רוצה להעיר ככלכלן וגם כדירקטור לשעבר. בסופו של דבר מטרת
הדירקטור זה לדאוג לאינטרסים של החברה, לבעלי המניות ובגדול אם
אין פעולה מסוימת, האינטרסים של בעלי המניות החיצוניים ושל הבעלים
הם זהים.

י. כהנוב:

אבל הוא צריך לשמור על בעלי המניות מפני בעלי הענין.

צ. אקשטיין:

רק להשלים את הטיעון. כלומר יש אלמנט אחד, ישנן נקודות שלא. ישנן נקודות בהחלט, בעסקאות בעלי עניין, בהרבה מאד דברים ספציפיים רבים שבהם הבעלים באמת יכולים לנצל את מעמדם העודף אבל הפסיקה ואני רוצה להגיד הרבה אנשים אמרו, אני אומר בארצות הברית הרבה מאד כלכלים אמרו לי שאני משוגע שאני דח"צ. כלומר אם נראה את הפסיקה ופה הנקודה היא מאד...

ד. חן:

ש.ם.

צ. אקשטיין:

ש.ם וגם פה. השאלה המרכזית היא מה אתה עושה בדברים. אני מבין שמה שאתם עושים פה, מבלי להיכנס לפרטים, זה רק מחזק את המרכיב הזה במובן של יצירת התשתית המשפטית והאחריות גם מבחינה זו שהוא ישאל את התבר שלו מה התפקיד שלי שאני עושה. אני חושב שזה מה שאנחנו צריכים לעשות. בסך הכל בנושא הזה אין מאה אחוז. יש המון שוטרים ועדיין יש פושעים.

ז. גושן:

דבר נוסף שאני רוצה להוסיף גם כמישהו שהיה בעברו דירקטור חיצוני. יש משמעות לכמות של האנשים שנמצאים בפוזיציה. כאשר זה רק שניים שלוקחים אותם לכל מיני ארוחות צהריים ועושים עליהם מכבש, זה מאד קשה, אבל כשיש לך שליש או כשיש לך חצי או כמות יותר גדולה של אנשים שלוקחים יחד איתך את האחריות, אתה לא לבדך "מחרב את המסיבה". היכולת שלך לתפקד היא הרבה יותר חזקה. גם בזה עדיין לא התנסו, עדיין לא התנסו במשטר שבו אתה רואה שיש לך מאסה קריטית של דירקטורים חיצוניים בתוך החברות, איך הם מתפקדים. מעבר לזה אני לא חושב שאפשר אמפירית לתת תשובה ברורה והחלטית זה בשורה התחתונה זה מתכנס לאמונה שאם הנורמות ישתנו, זה יפעל.

ה. זונדר:

דווקא אני, שבאה מהשוק הפרטי, חושבת שהאווירה הולכת ומשתנה לכיוון הנכון. זאת אומרת יש דבה יותר מודעות של הדירקטורים החיצוניים, הרבה יותר הכרה באחריות שלהם ורואים פער ברור בהתנהגות בין דירקטורים חיצוניים לכאלה שאינם חיצוניים וככל שגם תהיה יותר מודעות, יותר פסיקה, יותר סנקציות, זה יהיה בכיוון.

צ. אקשטיין:

אני רוצה להוסיף עוד נקודה. יש אלמנט הגיוני בכך שהבעלים ממנה כי בסופו של דבר הדירקטוריון חוץ מהקטע שאמרנו אותו הוא צריך לעבוד כגוף משולב. צריך להיות בן אדם שמבין, שיש לו עניין בבעלי העניין העיקריים ברוב החלטות - ולכן אם זו רשות חיצונית של שלושה אנשים שופטים ישרים ככל שיהיו, יתחילו למנות את האנשים שאין להם שום קשר לתאגיד, אתה יכול לגרום נזק לבעלי הניירות יותר מאשר תועלת.

ש. פלפל:

הדירקטוריון בין השאר אמור לעזור בניהול. זה כל הרעיון. יש לך קשרם פה, יש לך קשרים שם, אתה מכיר מזה, אתה מכיר מזה, ושוב אני לא אגיב לקיצוניות. אבל אני מוכרח להגיד שבחברות שאני נתקל, בחברות גדולות הדירקטורים בסך הכל משתדלים לעשות את עבודתם נאמנה. תעזבו רגע את האלמנט של קנסות וחשיפה אבל אתה לא רוצה להתבזות בכל מיני דברים וכשיהיו דברים עם חברות מתפרקות ופתאום כולם מדברים על זה אתה לא רוצה. גמול דירקטורים הוא...

ד. חן:

המשבר הכלכלי האחרון לא כל כך מאשש את התיזה הזאת. חברות מאד מכובדות קרסו מהיום למחר - לא פה בארץ תודה לאל.

ש. פלפל:

הן קרסו כי הכלכלה קרסה. הדירקטור הוא לא המנהל וגם המנהל לא יכול לעזור. זאת אומרת אם יפסיקו מחר לקנות לפטופים אז חברה שמתמחה בייצורם תפשוט את הרגל עם דירקטורים ובלי דירקטורים.

א. חמדני:

מבלי לנהל דיון אקדמי על השאלה הזאת, אני חושב שמעבר לזה, קודם כל יש פה את החוק הזה שקבע את הנורמה הזאת וכמובן צריך לעשות את כללי הגילוי בהתאם. ואני חושב שבסופו של דבר יכולות להיות לכל אחד דעות שונות לגבי דירקטורים בלתי תלויים או מול המיעוט בוחר, אבל מה שבסופו של דבר נכון לגבי כולם, ואת זה גם המציאות בארצות הברית מלמדת, זה מה בית המשפט יעשה. ולכן, לפי דעתי צריך להתמקד באמת גם בהקמת בתי משפט לדיני חברות וגם בנקודה שהעליתי בפעם שעברה והיא לוודא שבמסגרת הספונדיות המינהליות תהיה גם חשיפה לדירקטורים ולא רק לחברות המנפיקות עצמן במקרים המתאימים.

זה נכנס באכיפה המשלימה.

ז. גושן:

א. חמדני: כן, זאת אומרת לפי דעתי, בסופו של דבר זה מה ש...איך השוק יראה?

ז. גושן: יש הערות נוספות? לא. תודה רבה.

8. הוראה למנהלי תיקים בענין גילוי נאות בדוח תקופתי ללקוח.

א. הרמור: חוק הייעוץ קובע חובה לדווח ללקוח אחת לשלושה חודשים להגיש לו דוח ובין השאר בדוח הזה יש פירוט מצבת הנכסים שלו. בביקורת שעשינו השנה ב-30 חברות ראינו שמתוכן, ב-10 חברות החזיקו בתיקי לקוחות ניירות ערך שהיו בהליכי מחיקה מהמסחר או שהיו בעיות אחרות עם ניירות הערך האלה והשווי שדוח בדוח למעשה לא שיקף את השווי האמיתי. סביר להניח שהשווי האמיתי היה נמוך בהרבה. למרות זאת החברות מדווחות את השווי לפי המחיר האחרון שבו הוא נסחר בבורסה. זה קורה בגלל שכך מדווחים חברי הבורסה למנהל התיקים וזה המספר היחיד שיש לו.

הפתרון המוצע הראשון שלנו, שאותו פרסמנו באתר האינטרנט להערות הציבור, התבסס למעשה על כך שנדרוש מהחברות לשערך את הנכסים החריגים האלה. בעקבות ההערות בסוף ירדנו מהעניין של שערך והלכנו על מתכונת של גילוי. למעשה, מה שיידרש מהחברות זה לסמן את הנכסים החריגים. הנכסים החריגים למעשה זה נכסים שלהערכת מנהל התיקים חורגים באופן קיצוני מהשווי שהיה צפוי לו בהתחשב בשווי ניתן לממשו, או אם בתאריך הדוח חלפו יותר משלושה ימי מסחר מאז המסחר בו הופסק. זו – החזקה. זאת אומרת, אם הוא לא נסחר שלושה ימים אנחנו אוטומטית דורשים שיסמנו את הניירות האלה.

בנוסף לסימון, כדי שהלקוח באמת יבין מה זה הסימון הזה - כי בדרך כלל יש הרבה כוכביות בדוחות - אנחנו דורשים שורה נוספת מתחת לשווי הנכסים שיהיה כתוב שם שווי נכסים בניכוי נכסים חריגים. מתחת לזה הסבר למה יש הפרש בין הדברים. אני מניח שלקוח יראה הפרש בין שווי נכסים אחד לשני הוא ישאל את השאלות או לפחות יקרא את הדוח.

בנוסף לכך דרשנו שאם מנהל התיקים מדווח על תשואות בתיק, וזה לא משהו שנדרש בחוק דרך אגב, אבל אם הוא כן מדווח על תשואות הוא צריך לציין ליד התשואה שהתשואה לא בהכרח משקפת את התשואה האמיתית מאחר ויש בעיות עם הנכסים, הוא צריך לציין איזה אחוז מהנכסים הם נכסים שהם בעייתיים. ההוראה היא מתוקף סעיף 28 ב' לחוק הייעוץ והיא הוראה שהרשות מוסמכת להוציא לאחר האישור כאן למעשה מפרסמים את זה וזה הופך למשהו שאפשר לאכוף.

הערות?

ז. גושן:

שאלה. אני בהחלט מבינה את שני התנאים הראשונים. אם אתה חושב שהנייר לא שווה כמו שהוא כתוב בספרים או אם הופסק בו המסחר, זה נראה מאד הגיוני. אם לא נעשתה בו עסקה? שלושה ימים לא נעשתה עסקה? זאת אומרת הוא לא נמחק ממסחר, הרי יש המון ניירות לא סחירים זאת אומרת שהסחירות שלהם מאד נמוכה. זה נראה לי כלל מעולם אחר.

א. ירקוני:

הכלל הזה נלקח מחוק הקרנות והוא קיים שם. אחרי שנייר לא נסחר שלושה ימים מנהל הקרן צריך לקבוע לו ערך. אנחנו גם חושבים שאחרי שלושה ימים שלא היה מסחר אז בעצם המחיר האחרון לא משקף את המחיר האמיתי של הנייר.

א. הרמור:

הייתי מציעה לכם קודם באמת סתם לעשות סטטיסטיקה ולדגום קבוצות של שלושה ימים ולראות איזה אחוז מניירות הערך בבורסה לא נסחרו במשך שלושה ימים ברציפות. זה יהיו עשרות אחוזים וזה לא אומר רשום דבר. יש ניירות שהסחירות שלהם יותר נמוכה. זה חלק מהחיים.

א. ירקוני:

אבל השאלה היא באמת האם במקרים האלה אין בעיה במחיר שמגלה מחיר הבורסה ההיסטורי. דווקא המשבר היום מדגיש את זה.

ש. גוטמן-עמירה:

אני חושבת שאין בעיה ואם יש בעיה היא פחותה, היא בסדרי גודל אחרים מאשר שני התנאים הראשונים שקבעתם.

א. ירקוני:

אבל כל מה שההוראה אומרת זה שיצטרכו לסמן אותם ולהדליק אור.

ד. גילת:

- א. ירקוני: ולתת להם ערך אפס.
- א. הרמור: לא.
- א. ירקוני: לא. בשורה השניה נותנים להם ערך אפס.
- א. הרמור: מנהל תיקים שירצה לשערך את הנכסים שלו, אנחנו לא אוסרים את זה. אנחנו מאפשרים שערוך של הנכסים. אם הוא ירצה נניח במקרה כזה שעברו שלושה ימים שלא היה מסחר והוא בכל זאת חושב שנייר הערך שווה את המחיר האחרון שבו הוא שחר הוא יכול לציין את זה בדוח ולהשאיר את זה בערך המלא שלו.
- א. ירקוני: אני מקווה שאתם מסכימים איתי שהפסקת מסחר זה דרמה, למרות שכנראה גם הדרמות האלה יהיו לנו קצת יותר תדירות עוד מעט, זו דרמה מאד גדולה. אני אומרת לכם והייתי מציעה שתבדקו את זה כמותית ששלושה ימים ללא מסחר זה לחלוטין לא דרמה. זה מעשה של יום יום, זה קורה בבורסה יום יום. יש המון ניירות שלא מעניינים כל כך את המשקיעים נגיד לא את המוסדיים ולכן אין בהם תנועות.
- ז. גושן: לדעתך למשל נניח ש-100 אחוז מהתיק נמצא בניירות האלה. הלקוח צריך לדעת שמדובר בניירות מהסוג הזה?
- א. ירקוני: כן, אבל לא בנשימה אחת עם שת הדרמות הראשונות. לא לשים את זה באותה קופסה ובאותה מגירה עם מצב שאני יודע שנייר הערך כבר לא שווה שום דבר או שנעשתה בו הפסקת מסחר.
- ז. גושן: אבל מה שאנחנו רוצים לבקש הוא שרק תגיד שהנייר הזה הוא נייר שהסחירות בו לצורך העניין היא כל ארבעה ימים.
- א. ירקוני: כן זוהר, אבל כשאתה נותן שורה נוספת אתה נותן בשורה הזאת ערך אפס ואם מנהל התיק רוצה לתת ערך אחר הוא בטח יצטרך להסביר תילי תילים.

- ש. פלפל: כדאי שיסביר, כי אם הוא יקבל הוראה למכור והוא ימכור בהנחה של 25 אחוז מהשער האחרון הוא יגיד תודה רבה.
- א. ירקוני: אני אומרת לכם באמת: תבדקו כמה ניירות ערך בבורסה הישראלית חווים מצב ששלושה ימים ברצף אין בהם מסחר.
- ג. גור-גרשגורן: אנחנו מודעים לכמות. השאלה היא אם אנחנו מאמינים שהמחיר שאחרי שלושה ימים שלא היה מסחר המחיר לפני שלושה ימים עדיין משקף...
- א. ירקוני: לדעתי, ברוב המקרים כן.
- ג. גור-גרשגורן: לדעתנו זה פשוט דורש התייחסות שונה, זה לא אומר. הוא יכול גם לבחור לשים את אותו מחיר.
- ז. גושן: אורלי, כמה ימים לדעתך זה כבר לא משקף?
- א. ירקוני: אני לא הייתי לוקחת בכלל את המבחן הזה.
- ז. גושן: שבוע משקף?
- א. ירקוני: לא הייתי לוקחת את המבחן הזה.
- ז. גושן: הוא לגמרי לא רלוונטי?
- א. ירקוני: הייתי שמה אותו בקבוצה אחרת. בסדר, אתה רוצה גם לציין את זה, תציין את זה אבל לא באותו מקום. אל תפחית אותם. אל תיתן להם ערך אפס.
- א. הרמור: אנחנו לא נותנים להם ערך אפס.
- ד. לביא: צריך לזכור, ההוראה הזאת היא הוראת גילוי. השכיחות של התופעה הזאת מוכחת לנו והמטרה שלה היא בעצם לפלח את תיק הנכסים של הלקוח לשני מרכיבים עיקריים. המרכיב שבסבירות מאד, מאד גבוהה הוא ניתן למימוש בהתראה קצרה, והרכיב שלגביו יש ספק מסויים, ספק

גם לגבי השאלה האם השווי המצוטט על ידי הבורסה כפי שהוא בא לידי ביטוי ביום המסחר האחרון אם היה כזה, אכן משקף את השווי וגם השאלה האם הלקוח יכול להניח שניתן לממש את הנכס באותו יום. אנחנו לא מדברים כאן על הוראות שערוד. ההוראה בעצם דורשת להציף מול הלקוח את הפרופורציה של החלק הזה והדבר הזה נועד להסב את תשומת ליבו.

אם החלק הזה הוא חלק זניח ולא משמעותי סביר להניח שהוא גם לא יפריע למשקיע אבל מקום שבו הוא מהווה נתח משמעותי, מקום שבו במסגרת תיק מנוהל צריך להבין שמדובר כאן על לקוח שמייפה את מנהל התיקים לבחור עבורו את תמהיל ההשקעות. אם מנהל התיקים מצא לנכון לכלול בתוך תיק הלקוח רכיב מאד, מאד משמעותי של נכסים ששלושה ימים ומעלה לא התקיים בהם מסחר, אנחנו חושבים שזה דבר שצריך לצוף.

י. כהנוב: איפה כתוב שזה צריך להיות רכיב משמעותי?

א. ירקוני: כל מה שאני אומרת זה המידתיות.

ד. לביא: לא כתוב.

י. כהנוב: ואם זה רכיב לא משמעותי.

ד. לביא: הלקוח ישפוט את זה בהתאם לפרופיל הסיכון שלו.

י. כהנוב: גם אז, אם הייתם כותבים ובלבד, כמו שאמר זוהר, שזה היחיד או העיקרי או נתח רציני, ואם זה משהו זניח ולא היה מסחר, זה דבר של יום יום וכל הזמן קורה.

א. ירקוני: אני אפרשן את עצמי. מה שאני אומרת ששני המקרים הראשונים יש ספק גדול מאד שהציטוט האחרון משקף את השווי או אולי אפילו ודאות שהציטוט האחרון אינו משקף את השווי בעוד שלסעיף השלישי יש ספק הרבה, הרבה יותר קטן. זאת אומרת המידתיות כאן היא מאד שונה.

- ז. גושן: המשמעות, אם אני מבין מה שאת אומרת, היא שתהינה שתי קטגוריות?
- א. ירקוני: כן. אולי או קטגוריה אחת שכוללת רק את שני הסעיפים הראשונים.
- ז. גושן: אבל אם יש בנינו הסכמה ואם אנחנו רוצים לשדר ללקוח..
- א. ירקוני: את רמת הוודאות והייצוגיות של המחירים.
- ז. גושן: לא, שני דברים - גם את הייצוגיות של השווי וגם את האפשרות של מימוש במחיר שמדווח לו אז נצטרך לייצר קבוצה נוספת שכוללת, אני מנסה לראות מתוך א', ב', ג', ד' איזה אלמנטים היינו מורידים לאותה קבוצה שלישית בגלל שהיא שלישית, אז לי ספק למשל שאת ג' אולי אפשר לנסח אותו אחרת. ד' אז יהיו לו בפילוח שני צבעים לפחות זו המשמעות. בסדר.
- א. ירקוני: כמו אדום וצהוב כזה.
- ז. גושן: בעצם תישאר רק שאלה לגבי ב' מה נעשה עם ב'?
- ד. גילת: אני מבינה שאת מדברת על שווי אפס, את מתייחסת להוראה שהוא יציין אם הוא גוזר את השכר של מכל הנכסים או מהנכסים בניכוי הנכסים האלה.
- א. ירקוני: נכון.
- ד' גילת: זה ההקשר היחיד שעולה.
- א. ירקוני: אבל עצם העובדה שמופיעות שני שורות ובשורה התחתונה יותר מייחסים לכל הנכסים האלה שווי אפס - זה נכון?
- ד. גילת: לא, לא מייחסים להם שווי אפס בשום הקשר. ההקשר היחיד שזה אולי מזכיר את זה שהוא נדרש לציין בהערה למטה כשהוא גוזר את השכר שלו, הוא יקח בחשבון את הנכסים האלה או לא לוקח בחשבון את הנכסים האלה. הוא באופן וולונטרי יכול להחליט שהוא לוקח רק את אלה שהם...

א. ירקוני:
אני אנסה רגע לסבר את האוזן. בעוד שלגבי שני הסעיפים הראשונים מנהל התיקים לא יכול לעשות שום דבר כי מישהו מחק אותם מהמסחר או שיש איזה הודעה דרמטית בעיתון, כאן הוא יכול לקנות נייר ערך והנה יש מסחר בשלושת הימים האחרונים והנה הנייר יצא מהרשימה.

ש. פלפל:
זה נכון, ולכן יכול להיות שהפתרון הוא לא שלושת הימים האחרונים כי אז תראה שכל נייר נסחרות שתי מניות בסוף החודש אז תעשה ממוצע או כמות בחודש הדיווח או משהו כזה כי אחרת כל הניירות יסחרו ביום האחרון או ביום הלפני אחרון ולו רק לצאת מהרובריקה הזאת. אגב מה שיקרה עוד יותר מזה הם יסחרו במרק בעליה גדולה כי מה זו בעיה?

א. ירקוני:
נכון, כי הם באמת לא סחירים זאת אומרת הסחירות שלהם נמוכה ולכן כל פעולה קטנה תעשה דרמה.

ש. פלפל:
אותי מטריד יותר דווקא ההיפך, כלומר צריך להגדיר איזה שהוא מדד סחירות. מדד סחירות זה לאו דווקא שלושת הימים האחרונים אלא אני לא יודע לכל אורך החודש או משהו מסוג זה שאתה יודע או לפחות שהציטוט הוא קשקוש. כלומר כל קשר בין הציטוט האחרון או הלפני אחרון לבין באמת אם תרצה למכור, מקרי בהחלט. עכשיו כל אחד יחליט לטעמו אבל הוא צריך לדעת אם כל התיק שלו מורכב מכאילו...

צ. אקשטיין:
אני חשב שהנקודה העקרונית היא נכונה. זאת אומרת, אלה שלא סוחרים בהן וכן הלאה - זה סיפור ברור. הנושא הזה של רמת הסחירות של נכסים, צריך לחשוב על זה. אני מציע שתחשבו שוב על הנושא. אני אגיד את זה בצורה כזאת - די בחר שזה נושא של רמת הסחירות של הנכס אז אני לא יודע מה נהוג בעולם ומה נהוג במארק טו מארקט ומה עושים בדברים מהסוג הזה. אז תמצאו איזו שהיא דרך להעביר את האינפורמציה על רמת הסחירות של הנכס ממנהל התיקים ללקוח. אבל זה נושא לא פשוט.

ג. גור-גרשגורן:
אולי כן שווה להכניס פה ובלבד שהעסקה במהלך שלושת הימים האלה אם היתה לא היתה יוזמה או היתה שלא רק כדי להקל על העניין הזה, למרות שגם אם הוא ישים שם ציטוט הוא צריך להפגש עם מישהו אחר ולכן המחיר...

א. ירקוני:

אני לא חושבת שנכון היה לקחת דווקא את זה.

ג. גור-גרשגורן:

אני כן מסכימה שיש פה הבדל במהותיות. ניסחת את זה כדרמה, אבל בכל זאת אם אנחנו מסתכלים רק על שאלה שהיא מאד פשוטה בנושא הזה, באמת מה מגלם בתוכו המחיר והאם אפשר לממש בו, אנחנו באים ואומרים רק בוא תעשה איזה שהוא גילוי, תגיד ללקוח שלך שיכול להיות שהמחירים לגבי הנכסים הסציפיים האלה הם לא אותם מחירים שמשקפים בדוח.

א. ירקוני:

הכוונה ברורה לי לחלוטין. אני חושבת ששמתם בסל אחד רמות סיכון שונות באופן מהותי זה מה שאני חושבת.

ד. לביא:

לא מדובר פה במדע מדוייק ואנחנו קיבלנו פה בעצם החלטה לא ליישם איזה שהיא מתודולוגיה חדשה אלא ליישר קו עם איזה שהיא פרקטיקה שנהוגה פועל יוצא של הוראת דין בתחום קרנות הנאמנות. בתחום קרנות הנאמנות אלה בדיוק המבחש שיוצרים חזקה או יוצרים חיוב בדירקטוריון מנהל הקרן לקבוע כללים לשערוך הנכס במחיר שאפשר שהוא יהיה שונה מהמחיר שנקבע לו במסחר בבורסה.

עכשיו צריך לזכור, מדובר פה באופן כללי באותה פרקטיקה של ניהול תיקי השקעות. מדובר פה בגדל גם פחות או יותר באותם גופים שמעורבים בפעילות הזאת. אנחנו שמענו את ההערות שלכם. אנחנו נפנים אותם. יכול להיות שיש מקום גם ליישם אותם בתחום קרנות הנאמנות. בנקודת הזמן הנוכחית, אנחנו חושבים שזה לא יהיה נכון ליצור הסדרים שונים בין תחום קרנות הנאמנות לתחום ניהול ההשקעות ליחידים בהיבט של התייחסות למהו נכס שעומד במבחנים כאלה או אחרים לעניין העובדה שהמחיר שלו שגוי.

א. ירקוני:

עוד הערה אחת קטנה. תחשבו גם שמה שתבצעו כאן יוביל לשינוי בהתנהגות, כי גופים מוסדיים ימנעו מלהשקיע במניות שהן פחות סחירות. זאת אומרת הם יגידו 'למה אני צריך את הכאב ראש הזה בסוף כל רבעון'; אני אקח את הגדולים שנסחרים בוודאות ופתאום התיק גם משתנה. זאת אומרת, אני חושבת שיש איזה סכנה בעניין הזה.

- ש. פלפל: אבל זה לאו דווקא נורא. יכול להיות שזה טוב מאד.
- א. ירקוני: תראה אם שוק ההון הוא מכשיר באמת לפתח את התעשייה אז מגיע גם לקטנים ולבינוניים לגייס כסף ולהגדיל את העסקים שלהם ולא רק לגדולים.
- ש. אלבק: יש מספיק תמריצים למה לקנות את המניות הקטנות האלה גם.
- צ. אקשטיין: הנושא של השערוך יכול להיות על איזה שהוא ממוצע. אם יש רמת סחירות נמוכה, צריך להיות דיווח על רמת הסחירות כדי שהאדם ידע כמה קשה לו למכור. אפשר ליצור כללים יותר פשוטים.
- א. הרמור: אני חושב שבמה שכתוב פה בסעיף ג' בנושא של מה צריך להיות בדוח, בהערה תחת הטבלה יציין את העובדה כי שווים של הנכסים המסומנים כפי שמצוין בדוח התקופתי אינו משקף בהכרח את שוויים הכלכלי ואת הסיבה לכך. במקרים של ניירות ערך שלא נסחרו שלושה ימים, הוא יציין את זה. הוא יוכל להבדיל בין המצב הדרמטי שתיארת לבין המצב שהוא באמת פחות דרמטי. אני חושב שיש פה גילוי על זה ויהיה הסבר ללקוח וזה לא משהו שהוא באותה סירה.
- י. כהנוב: למה לא תתנו את דעתכם על זה? ההערה נכונה. חלק מהחברים פה מצטרפים לאותה דעה, גם אני באותה דעה. עם כל הסחירות... ואולי תחשבו ותמצאו איזה מדד אחר או צורה אחרת להכניס את העניין של הסחירות. כי באמת זה נותן הרגשה לא נעימה. כי אני מכיר הרבה מאד ניירות שיש בהם סחירות מאד נמוכה. הם בכל אופן ניירות טובים ואין שום סיבה שפתאום תופיע שורה מיוחדת. חוץ מזה מה שאמרה הגברת היא צודקת, הרבה גופים מוסדיים לא יכניסו את זה בתוך הפרוטפוליו וחבל. הרי בסופו של דבר אנחנו פה בכדי שאנשים יוכלו לגייס כסף. גם חברות קטנות, גם חברות עם סחירות נמוכה וזה שאתם עושים כזאת שורה וכאלה הסברים, יצטרכו לתת אם לא יורידו את הערך זה כבר מראש שם אותם כמצורעים.
- ז. גושן: דודו, יש לנו בעיה לעשות שתי שורות? לעשות שתי קבוצות של נכסים?

ד. לביא: אין לנו בעיה לעשות שתי שורות. זה דבר שרק צריך להביא בחשבון שהלקוחות הם לא בהכרח לקוחות מתוככמים. כל דבר שהופך את הדוח לדוח יותר מורכב עם יותר ניואנסים עלול ליצור לעניין הזה אי הבנות אצל הלקוח. צריך להבין גם שאוכלוסיית מנהלי התיקים היא לא מקשה אחת. לכן חשבנו שגם מבחינת מידת התחכום, מבחינת התשתיות שבהן הם מצוידים לכן חשבנו שיש מקום לקבוע מבחנים שהם מבחנים פשוטים וגם קלים וניתנים ליישום מבחינה תפעולית. אפשר לעשות אבל חלוקה.

ז. גושן: אתה מעדיף שנלך על זה כהוראת גילוי ואתם תחזרו לכאן עם הצעה שכוללת גם את הקרנות וגם את מנהלי התיקים ביחס למניות דלות הסחירות?

ד. לביא: לעניין הקרנות יש צורך בתיקון תקנות. אנחנו נבחן את הנושא הזה ואם נמצא מנגנון שהוא טוב יותר מהמנגנון הקיים, אנחנו בהחלט נתקן אותו. כרגע אנחנו חושבים שיש ערך מוסף חיובי לזה שהפרקטיקה שמיושמת בתחום ניהול ההשקעות בקרנות הנאמנות ובתחום ניהול ההשקעות במסגרת ניהול התיקים, לעניין הזה תהיה דומה.

ז. גושן: אבל דודו, לשנינו יש אותה מטרה.

ש. גוטמן-עמירה: הוא רק ציין שהפרקטיקה בשני התחומים תהיה דומה.

ז. גושן: דודו, האחידות בין שני התחומים. אני מבין את החשיבות שלה. כמה זה קריטי לנו?

ד. לביא: זה לא קריטי. אפשר ליצור במסגרת הוראת הגילוי הזה אבחנה בין נכסים שהם נכסים שחורגים באופן בולט לבין נכסים שבהם לא התקיים מסחר.

ז. גושן: אנחנו יכולים להתכנס למתכונת שלגביה הקבוצה הזאת תסומן בצורה שונה והדיווח ביחס אליה יהיה אחר?

ד. גילת: שלושה שוויים. שווי בלי אלה, שווי בלי אלה ושווי בלי כולם.

- ז. גושן: זה בסדר?
- ש. גוטמן-עמירה: השאלה היא גם אם לא משנים את זה, יש מניעה למישהו רק לבוא ולהגיד את זה על עצמו? נניח שלא הייתם נותנים לי עכשיו את התיקון חקיקה,
- ד. גילת: לא אין מניעה.
- ז. גושן: בואו נלך למתכונת הזאת. הסעיף מאושר בכפוף לזה שיהיו שתי קבוצות שייעשה סימון שונה ותתאימו לקבוצה השלישית את הוראות הגילוי שיתאימו לעובדה שזאת בעיה אחרת.
- ש. פלפל: מה לגבי נכסים שהם לא בורסאיים במובן הזה נגיד סטראקצ'ר שמישהו קנה או אג"ח מורגז' באק שלא נסחר בבורסה. זאת אומרת כולל הטובים וכולל הרעים. איך זה משוער?
- ד. לביא: תחולת חוק הייעוץ היא רק על מירות ערך שנסחרים בבורסה בשוק מוסדר ואם מדובר בנכס אחר שהוא נכס שהוא סטראקצ'ר בנקאי. אתה מדבר על ניירות ערך שהם לא סחירים לחלוטין?
- ש. פלפל: אני יכול להחזיק אצלי לפעמים 100 אחוז מהאג"ח זאת אומרת זה יכול לקרות.
- ד. לביא: אז הדיווח הוא במתכונת דיווח דומה ללא קשר לעובדה שהתיק הוא תיק מנוהל או לא מנוהל. האינדיקציה לגבי מאפיינים של הנכס צריכה להכלל בדוח, יהא מקורו ומקום המסחר שלו אשר יהא.
- ש. פלפל: מי קובע את השערות? מי קובע את המארק טו מארקט?
- ד. לביא: חוק הייעוץ חל על נכסים שהם נסחרים כמו שאמרתי קודם בבורסה ובשוק מוסדר. מקום ובו נכלל בתיק הלקוח נכס אחר, אז מוטלת חובה על הגורם שנותן את המידע ללקוח לתת גילוי על הנכס והמאפיינים שלו לרבות העובדה שאין לו שווי שנקבע במסגרת המסחר בבורסה אלא שווי אחר שנקבע לפי ערך הוגן, לפי ערך מתואם וכן הלאה.

- ש. פלפל: זאת אומרת שהוא קובע בעצמו?
- ד. לביא: אין לזה רגולציה.
- א. ירקוני: הוא בדרך כלל נעזר באיזה גוף יותר מומחה.
- ש. פלפל: אגב גם הטרז'ריס לא נסחרים בבורסה - סתם הערה.
- ש. אופיר: נסחרים בבורסה אחרת או בשוק מוסדר. כל נכס שנסחר בבורסה או בשוק מוסדר.
- ש. פלפל: מה זה שוק מוסדר?
- ש. אופיר: כל אובר דה קאונטר שיש לו מחיר ציטוט ביד
- ש. פלפל: לא. את מדברת על נאסדא"ק וזה משהו אחר. זה שוק מוסדר שיש מישהו שמארגן את כל הציטוטים.
- ד. לביא: ההגדרה בחקיקה היא יותר רחבה והיא כוללת בעצם כל מערכת שמאפשרת את המפגש בין קונים למוכרים לרבות באמצעות מתווכים שפועלים כעושי שוק.
- ז. גושן: תודה.

10. יצירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים – דיון בהערות ציבור.

- ז. גושן: כאן אני אגיד כמה מילים כרקע לפני שניתן לשריה לדבר על זה. הפגיוז אתכם בטלפונים בסיבוב הראשון.

ד. חן:

לפחות אני העליתי שורה ארוכה של סימני שאלה. הנושא חשוב.

ז. גושן:

אנחנו נדבר עליו. הנושא של מחזור חוב, כפי שאתם בוודאי יודעים בסקירה שעשינו לגבי מצב המשק, שהתמקדה בעיקר בבעיות שיש בשוק החוץ בנקאי, אותן אג"ח חברות, אחת הבעיות שהזכרנו היתה למחזור חוב. בעצם ההתבוננות על שוק אגרות החוב כשוק ניירות ערך מתעמתת עם ההסתכלות על אותו שוק עצמו כעל שוק אשראי.

אם נשווה חברה שהולכת לקחת אשראי מבנק, רוצה 100 מיליון שקלים, יש קצין אשראי שבוחר את אותה בקשת אשראי ומחליט אם לתת את האשראי אם הוא מחליט לתת את האשראי, נלקחים בטחונות, נקבעים קובננס והוראות מסויימות ואותו קצין אשראי מלווה את החברה בחייה השוטפים. בהגיע הרגע אם חס וחלילה החברה נקלעת לקשיים, היא מועברת לקצין אשראי לחובות בעייתיים שיושב עם החברה ובסודיות של החדר בבנק, מגבשים הסדר שהוא איזה שהוא WALK OUT, דוחים קצת את המועד או מזרימים עוד קצת כסף או מוצאים איזה שהן פתרונות שיאפשרו לחברה לשרוד.

המקבילה של שוק ההון זה התשקיף, שהוא בעצם בקשת אשראי. אותם משקיעים שאמורים לרכוש את אותן אגרות חוב אמורים לגבש עמדה אם הם רוכשים או לא רוכשים את אגרות החוב. העסקה היא על בסיס TAKE IT OR LEAVE IT אין מצב שבתשקיף המוחלט אם אתה תקבל בטוחות ואם יהיו קובננס או לא יהיו קובננס, בשוטף הרשות מזרימה לשוק את הדיווחים. אנחנו עשינו צעדים מאד גדולים. חלק היו כאן במליאה, עשינו ZOOM IN על בעלי אגרות החוב מבחינת רמת הגילוי שאנחנו מוציאים לשוק המחירים מתאימים את עצמם. בהגיע הרגע שהחברה נקלעת לקשיים ושיש חשש אם היא תוכל לעמוד בפרעון של אגרות החוב היא מוצאת את עצמה עומדת מול 20-30 משקיעים מוסדיים שיש ביניהם ניגודי אינטרסים ויש ביניהם קשיי תיאום ובעצם קשה להגיע למצב שאפשר יהיה לעשות הסדר בין החברה לבין הנושים שלה. הסדר שדומה להסדר שעושים בבנק. בסדרה מסוימת לדחות את מועד הפרעון, לשנות את מועד הריבית, לשנות את הבטוחות, חלק מאגרות החוב להמיר למניות, שבעל השליטה יכניס את היד לכיס ויזרים כסף, איזה שהם

מנגנונים שסביבם אפשר לגבש הסדר שהחברה תוכל להמשיך להתקיים ולא בגלל בעיות אשראי תמצא את עצמה מתפרקת.

בסיבוב הראשון הצגנו לכם את המתווה הבסיסי שעל בסיסו פנינו לשוק ואמרנו זה המתווה שאנחנו מציעים. נתנו לשוק שלושה שבועות להערות. השוק שלח את ההערות בעקבות ההערות אנחנו מציעים לעשות כמה שינויים במתווה שאיתו התחלנו. כאן אבקש משריה לתאר את ההערות ואת השינויים במתווה.

ההערה הראשונה והחשובה יותר שקיבלנו מהשוק היא מבחינת ההשלכות של אי הענות לבקשת השוק על האפשרות או הפוטנציאל שההסדר הזה יעבוד היתה סוגית מידע פנים. ההערות שקיבלנו מהשוק היו שאם התוצאה שההבהרה שלנו במסגרת החלטת הרשות המקורית של עצם קיומו של ההליך, הידיעה על ההליך כאשר ההליך הזה שקט זה מידע פנים והאפשרות שיתווסף עוד מידע פנים, בעצם הטיעון הוא לחברה בקבלת מידע נוסף תמנע מאותם גופים שיהיו חלק מהנציגות לסחור בניירות הערך, התוצאה תהיה שחלק גדול מהגופים לא יסכימו לקחת חלק בנטל הזה.

ש. אורגד:

פה הנקודה מבחינתנו שחוק ניירות ערך כן מטפל בסוגיה הזאת בהיבט מסוים. חוק ניירות ערך קובע שכעיקרון עבירת שימוש במידע פנים אומרת אם אתה יש בידך מידע פנים, אתה קיבלת את המידע מהחברה אתה יכול או למסור אותו או לעשות עסקה בניירות ערך אבל בצד האיסור אומר חוק ניירות ערך שבמידה והקמת חומות סיניות וקבעת נהלים ואתה מיישם את האיפורמציה הזאת ועשית את הפעולות הדרושות על מנת לוודא שהן אכן מתקיימות לא נראה בכלל כמי שעושה שימוש במידע פנים ולכן תוכל בהתאם גם לסחור בניירות הערך.

לאחר מספר שיחות שעשינו עם גופים מוסדיים גדולים עלתה השאלה אם הם הבינו את הנקודה של הפרדה המבנית וכדומה. והחלטנו להביא במסגרת ההבהרות מה המשמעות מבחינתנו של החומות הסיניות. קראנו להם פה הפרדה מבנית. חומות הסיניות כוללות הפרדה אנושית בין האנשים שסוחרים לבין האנשים שעוסקים בהסדרים, כאשר הפרדה האנושית יכולה להיות גם במובן הזה שאותו אדם יהיה איזה שהוא נציג

או איזה שהוא שלוח של הגוף המוסדי לצורך עשיית הסדרים ובין אם מדובר בעובד של הגוף המוסדי. מדובר בהפרדה של מידע כלומר בעיקר הכוונה היא שמי שעוסק במידע בצד אחד, לא יהיה חשוף למידע של האחר. מינוי ממונה וממונה על האכיפה של ההפרדה המבנית הזאת שדינה תיעוד ופרסום של האכיפה הפנימית - זאת ההחלטה. השאלה אם אתם רוצים לדון בסוגיה...

ז. גושן: שהיא בעצם מחליפה את ההסדר המקורי שדיבר על הימנעות ממסחר במשך שלושה חודשים.

י. כהנוב: השאלה האם כל ההסדרים האלה הם לא קצת מלאכותיים?

ז. גושן: באיזה מובן?

ד. חן: אני איתך, יהלי.

י. כהנוב: שהפקיד הזה לא יגיד לפקיד ההוא ואם הבוס שלו זה אותו בוס אז הבוס לא ידווח וכן ידווח. זה נשמע מאד מלאכותי. דווקא קראתי את זה בעיון נראה שיהיה מאד קשה לשמור על זה, מאד קשה לפקח ומאד קשה להוכיח אם כן או לא. אם כן אמר או רמז לבוס שלו או שהפקיד הזה בשולחן הזה אמר לפקיד ההוא. זאת אומרת זה נראה כמו תיאוריה יפה, אבל נראה לי שבחיי המעשה יהיה מאד, מאד קשה לבצע את זה.

ז. גושן: אני מזכיר לך שזה כבר כתוב בחוק. אנחנו לא כותבים את זה עכשיו.

י. כהנוב: לא אמרתי שלא אבל אתה שואל אותי,

ז. גושן: העובדה שאתה יכול להשתמש בחומה סינית כהגנה מפני שימוש במידע פנים - זה כבר נכתב בחוק.

י. כהנוב: אבל כאן אנחנו עושים הליך שלם. אנחנו עושים הליך שלם בכדי לעזור ל...

ז. גושן: שמשמש בסעיף שכבר קיים בחוק.

י. כהנוב: בסדר, אבל אנחנו משתמשים בו כבר עד כדי כך ששני פקידים יושבים אחד ליד השני. אחד עושה את זה ואחד עושה את ההוא וכאילו אמורים לא לדעת אחד מהשני. ומידע פנים, שזה בעצם בבת עינינו, שלא יהיה שימוש במידע פנים, כאן בעצם זה יזרום בראש חוצות.

ד. חן: אני מסכימה עם יהלי במאה אחוז.

י. כהנוב: אתה מתאר לעצמך שפקיד אחד יזע שיש את כל הצרות האלה עם קרן מסוימת או עם אג"ח מסויים והפקיד שיושב על ידו שצריך לתת הוראות קניה ומכירה לא יהיה מודע לזה? הוא בכלל ימשיך לקנות ולמכור כאילו שום דבר?

י. אלמוג: אבל כל המערכת הבנקאית מבוססת על הדבר הזה.

י. כהנוב: למרות שהוא שומע או רואה. זה מאד קשה, זה נראה לי מלאכותי.

ד. חן: זה הרבה יותר מוקצן במקרה הזה. יהלי, תרשה לי להצטרף אליך. זה לדעתי הרבה יותר מוקצן פה וזה אולי לא היה כל כך זועק בעיני אלמלא אנחנו נותנים לגופים המוסדיים האלה אבל - ולזה אני אולי אגיע בהמשך - אנחנו נותנים לקבוצה די מצומצמת שקבעתם פה שלושה אנשים שמחזיקים הכי הרבה אג"ח ואפילו לא דורשים מעל רף מסויים. כלומר, יכול להיות גוף מוסדי שמחזיק 7 אחוז, כל האחרים מחזיקים פחות ממנו ואחד 10 אחוז ואחד 9.5 אחוז כלומר המכלול של השלושה האלה אפילו לא עובר את ה-50 אחוז והם רוכשים יתרון בזה שהם יודעים שיש "ברוך" צפוי באג"ח מסויים לעומת האזרחים הרגילים בסוף התברר מכל המשבר הנוכחי שכל אחד מאיתנו כנראה משקע בדרך זו או אחרת באיזה מן תשקיפים שבחיים לא היה עולה בדעתנו בין באמצעות קרן השתלמות ובין קרן פנסיה או כל דבר אחר.

עכשיו, ההסתמכות היא על חומות סיניות. אז חומות סיניות זה דבר שנשמע פנטסטי כשהוא כתוב בחוק או במאמר אקדמי מלומד. במציאות. לפחות הישראלית - אני לא יודעת על אחרים - אני ראיתי שגופים מוסדיים שאמורים לשמור על חומות סיניות לא תמיד מקפידים, לא כל כך מדקדקים. ופה, כמו שיהלי אמר, אנשים אוכלים יחד צהרים, אנשים

הולכים יחד לשירותים ואנחנו צריכים לסמוך על זה שהחומה סינית תפעל כחומה בצורה נגד מתן יתרון עצום לגוף שאין לכל עם ישראל.

אנחנו מנהלים דיון על כל אחד בנפרד?

א' חמדני:

כך יצא.

ז. גושן:

אני חושב שקודם כל צריך להבהיר איזה מגבלות הן המגבלות שרשות ניירות ערך קובעת ואיזה מגבלות הן המגבלות שהרשות להגבלים עסקיים קובעת זה דבר אחד. מעבר לזה, מידע פנים צריך לזכור, לפי מיטב הבנתי... באיזה שהוא מקום, חלק מזה נובע מעמדה שהיא במקומות אחרים לא עמדה טריוויאלית שאומרת. בכלל, אם אתה רוצה ללכת ולאשר איזה שהוא הסדר או איזה שהוא מהלך, אסור לך ללכת ולקבל או לעשות אפילו התייעצות לא פורמלית עם החברה כי אז היא חייבת לגלות את זה לכולם.

א. חמדני:

אנחנו מלכתחילה הלכנו פה לעמדה שהיא קצת יותר מרחיבה. שוב: לא בכל מקום זה מקובל. אני יודע שיש מדינות אחרות שבהן זה דבר מקובל מאליו. חברה רוצה לעשות הסדר היא הולכת ומדברת עם המשקיעים הגדולים, אומרת להם זה מה שאתם רוצים, יעבור או לא יעבור תגידו לנו לפני שאנחנו נתבזה ונצא עם זה לציבור בהצעות וכן הלאה. עכשיו, במסגרת הזאת אני חושב שצריך לזכור שגם, אני יודע שאמרנו את זה, גם הרציונל של מידע פנים הוא בסך הכל אלמנט אחד מהאלמנטים של ההסדרה של שוק ההון ופה יש לנו אלמנט אחר שהוא הרעיון לתת לשוק המוסדי לפעול בצורה סבירה לאור העובדה שבניגוד למה שרווח בעיתונות וכן הלאה, הם לא בנקים שמנהלים אשראי, אלא הם קבוצה מפוזרת של משקיעים וצריכים למצוא להם איזה שהוא מנגנון שהם יקבלו החלטות ביחד. על הרקע הזה צריך לתת איזה שהיא גמישות עם כל הסיכונים שאני חושב שבסופו של דבר הם סיכונים מחושבים שנובעים מזה וחומות סיניות זה לא דבר מושלם וזה לא יהיה אף פעם דבר מושלם אבל את יודעת מה, גם באותה מסעדה סינית יכול לשבת סמנכ"ל כספים של אותה חברה עם המשקיע המוסדי מבלי שתהיה נציגות של מחזיקי האשראי וכולם הרי יושבים בסך הכל באיזור גיאוגרפי מאד מצומצם ועושים מילואים ביחד, כמו שאמר פעם יו"ר איגוד החברות הציבוריות, ולכן אני

חושב שלאור האינטרס הקצת יותר רחב פה, שהוא לנסות להכניס איזה שהוא סדר לשוק הזה, כל עוד יש הגנות של חומות סיניות כאלה ואחרות, למרות שזה לא מנגנון שהייתי מקבל אותו באופן נורמלי אולי, בעיני זה נראה לי "טרייד אופ" סביר לחלוטין.

ז. גושן:

בכל מקרה, הרי זה לא אפשרי היום בהינתן המצב המשפטי הקיים עכשיו, שהרשות תבוא ותגיד שלמרות שכתוב בספר החוקים שחומה סינית זה מותר, אנחנו אומרים לכם שזה אסור. זה בלתי אפשרי בסיטואציה הזאת.

ד. חן:

לא, אבל אתה נותן להם פלטפורמה.

י. אלמוג:

כל המערכת הבנקאית מבוססת על אשראי. מחלקת אשראי ומחלקת ניירות ערך... אז לכאורה את צריכה עכשיו להפריד את כל הבנקים אחרי שמכרו את קרנות הנאמנות שימכרו את מחלקות ה... וזה לא הגיוני.

ד. חן:

זה לא אותו דבר.

י. אלמוג:

למה? בנק נמצא בקשר הדוק ואינטמי מאד עם שורה של חברות בשוק ההון. הוא יודע הרבה יותר טוב מכולנו ומכל המשקיעים המוסדיים מה קורה עם חברות בשוק ההון ופקיז ניירות ערך בבנק מנהלים מסחר בניירות ערך עבור כל הציבור בהתבסס על ההסדר של חוק ניירות ערך. זה בדיוק ההסדר אז אם אנחנו קיבלנו אותו לגבי המערכת הבנקאית בצורה כל ק רוחבית אנחנו לא יכולים היום להגיד שלשוק המוסדי אין את ההקלה הזאת. זאת ועוד, אני רק רוצה להגיד לך שהפתרון שהצענו בנייר המקורי היה בעצם להגיד בסדר, הימנעות טוטאלית ממסחר. אבל השוק בא ואמר לנו. מה המשמעות של זה? אני ברגע שאני מקבל פניה מהחברה אני צועק לחדר המסחר נייר ערך X סטופ מסחר בהכל. המשמעות של ההודעה הזאת, "אני מפסיק את המסחר", היא כמעט אפילו יותר גרועה ברמה הפרקטית, כי את זה עוד יותר קל לעקוף עם חשבונות כיסוי ובעיות אחרות. אז זה באמת הרע ההכרחי.

ד. חן:

תראי, אני רוצה להגיד לך שלי אישית לא היה מפריע להתגבר על הסיפור של ההגבלים העסקיים שבכלל יש אנשים שתוהים אם הוא חל פה או לא

חל פה ואני מצטרפת אליהם שאומרים שבכלל הסיפור של הגבלים עסקיים זה לא בבית הספר הזה, אבל אני מוטרדת מהעובדה...מה תעשו? האם תפתחו בחקירה נגד גוף שבמקרה חברה א' פנתה אליו ואמרה תשמע יש פה איזה ברוך, בואו נדבר ותראו שבמקרה אותו גוף נפטר מחר בצורה זו או אחרת מהרבה מאד אג"חיס. תפתחו נגדו בחקירה?

י. אלמוג: יש לנו, א', סמכות בכל מקרה לפתוח בחקירה אבל אם מצויגים לי ניירות, מראים לי הפרדה מבנית, מראים לי שעמדו בכל התנאים אז אדרבא...

ד. חן: תגידי זה מקרה?

י. אלמוג: כן.

צ. אקשטיין: תראו, בסך הכל מה נעשה כאן? באחור נתנו לגופים מוסדיים לממן אשראי. עכשיו אתה צריך לתת הסדר שבו הגוף המוסדי הזה ימשיך לתפקד. הוא נעשה יותר קרוב למה שנקרא בנק. אני לא חושב שאנחנו צריכים לתת עכשיו הרצאה שלמה על כל הבעיות של רגולציה וכן הלאה. אפשר להתחיל, יש בנקים? אז במקום יש להם חדר עסקאות ומנהלים נוסטרו ונותנים אשראי וגם יש להם לקוחות וזו מערכת מאד מורכבת, שאני לא רוצה להכנס אליה. המסגרת של חומות סיניות זו המסגרת שקיימת בכל הרגולציה של מערכת הבנקאות. אין שום דרך אחרת. במידה מסוימת המשבר הזה זה כשלון של הרגולציה באספקט אחד של חומות סיניות. אז אני רוצה להעיר רק שזה כשלון וזו לא הצלחה שלא שמו את החומה הסינית איפה שהיו צריכים ולא בדקו אותה.

אני אגיד שמי אלמנטים שאני חושב שהם חשובים. קודם כל אני חושב שזה מהותי. לא נוכל להגיע לכך שמערכת האשראי הזאת תחזור בחזרה לתפקוד בלי מערכות מהסוג הזה אבל זה כן דורש ממישהו בתוך המערכת לחשוב על הפיקוח על הנושא. צריכה להיות מערכת פיקוח. מה זה אומר? זה אומר שאם רשות ניירות ערך היא הגוף שמוביל את ההיבט הזה, הוא יצטרך לעשות בדקות כמו שהפיקוח על הבנקים עושה. הפיקוח על הבנקים בכל המערכות עושה מערכת של בקורות האם החומות הסיניות מתפקדות. בצורה מדגמית, בצורה של עסקאות גדולות, בעסקאות שבהן יש חשש שדברים לא תפקדו, יש ענישה, יש הכל.

א. חמדני:

בודקים מידע פנים גם?

צ. אקשטיין:

ועוד איך. מה זאת אומרת? למשל יש חומה סינית בין ריסרץ' לחדר עסקאות. אסור שריסרץ' ידווח בזמן אמת לחדר עסקאות שיושב שם בחור וסוחר. יש חומות סיניות ענקיות בתוך המערכות האלה. עכשיו מה שאני רוצה רק להגיד בהיבט הזה, זה שלמעשה, אין פה ברירה אחרת. וזו באמת בעיה כי הגדולים שסוחרים פה הם בעלי העניין. הם גם אלה שיש להם עניין לסחור וגם יש להם עניין לפתור את הבעיה.

ד. חן:

אבל הגדולים הם לא בהכרח כל כך גדולים. אם הם היו,

צ. אקשטיין:

אני אומר את האלמנט הזה ויש סאן בעיה שזה מפורז אז לקבוע את הגדולים זה עוד יותר מורכב ויש בזה המון "לרנינג ביי דואינג" במובן שמבחינתנו איך מיישמים את כל המהלך הזה עם עוד היבטים אחרים שקיימים. אז אני לא מומחה כזה גדול לכל ההיבטים האלה, אבל אני רק אגיד שבנקודה המרכזית שצריכים להפעיל גם מערכת שמפקחת על זה.

ז. גושן:

אני רק אוסיף עוד. נכון, אנחנו נותנים מתווה, אבל תסתכל בתוך המתווה מה באמת נתנו מעבר למה שקיים בחוק. מה נתנו במתווה? נתנו במתווה את הנושא של מידע פנים שממילא קיים בחוק, החומה הסינית נמצאת שם. נתנו את האפשרות לשמור מידע באופן חסוי ולא לגלות אותו באופן מידי לציבור שזה גם פרשנות של סעיף שכבר קיים בחוק, תקנה 36 כבר נמצאת בספר החוקים. אי אפשר להסתכל על המתווה הזה שכולו הקלה. הוא במובן מסוים בא ואומר אני נותן לך מסגרת שהמסגרת הזאת תאפשר לך מעין נמל מבטחים לכל האלמנטים שאתה מתעסק איתם אבל החלק של החומה הסינית הוא לא חידוש. הוא שם, הוא קיים. נניח שמישהו היה אומר לא רוצה את המתווה שלך, לא רוצה אותו - אני עושה חומה סינית ואני הולך לדבר איתם. מה תגידו לו שהוא עשה עבירה?

ד. חן:

אני אומרת לך, אני פחות מוטרדת, הייתי מוכנה לנסות לייצג את הקייס בכיף של אלה שהרשות להגבלים עסקיים תקפוץ עליהם כי אני חושבת ששם,

- ז. גושן: בסדר ההגבלים זו פרשה אחרת אבל לגבי החלק שלנו, אנחנו לא יכולים להתעלם מהעובדה שהחוק הוא כפי שהוא.
- ד. חן: לא, אבל תקודה היא שאתה נותן למהלך הזה - ככה הוא עושה. עושים אנשים הרבה מאד דברים כל יום. הם לוקחים על עצמם את האחריות. הרי כל יום בשוק האמיתי, בחיים האמיתיים נעשים המון דברים שאתה כן יודע או לא יודע..
- ז. גושן: ההבדל היחידי בין מה שיש על הנייר לבין מה שיש בחוק זה שאנחנו באים ופורטים לפרוטות מה זאת חומה סינית. פעם הוא יכול היה ללכת לבדו ולהחליט מה זה בעיניו חומה סינית. עכשיו אנחנו באים ואומרים לו, חומה סינית צריך שיהיה בה את המאפיינים א', ב', ג', ד'. זה כל ההבדל.
- ד. חן: כן, אבל אתה יצרת לו פלטפורמה.
- י. כהנוב: זו סיטואציה שהיא ממילא חולה. היא לא המצב הנורמלי הרגיל.
- ז. גושן: אבל תאר לעצמך ש...
- י. כהנוב: השוק הזה משוגע, כולם מוטרדים ומודאגים ואתה מכניס פה דברים צדדיים שהם אפקטיביים.
- צ. אקשטיין: בעלי עניין, יש להם מידע פנים כל הזמן. הם נפגשים בארוחת צהרים עם המון אנשים שהיו מתים לדעת את זה. זה החיים של שוק ההון והם לא נותנים את המידע, למה? כי אלה שפעם נתנו קיבלו. אין דרך אחרת. אין דרך אחרת בנושא של מידע פנים וסיכון מוסרי. אין שום דרך אחרת מאשר לעשות עונש ולעשות ביקורת.
- י. כהנוב: והרשות יכולה להקים מנגנון פיקוח?
- צ. אקשטיין: כן. ועוד איך. יש להם אמצעים יותר מאשר לפיקוח על הבנקים.

ש. אלבק:

גם בנייר הזה הצענו שהגורם שמיישם את זה יצטרך לייצר לעצמו תכנית אכיפה וצטרך לבדוק את תכנית האכיפה שלו. אז בנסיבות האלה, כשזאת הסיטואציה, מה התפקיד שלנו כרגולטור? התפקיד שלנו כרגולטור יש הצעת חוק, יש חוק שהוא כתוב ויש מצב בשטח שהוא מצב בעייתי ואנחנו צריכים לבוא ולתת ודאות משפטית. בשביל מה אנחנו יושבים כאן?

א. חמדני:

צריך לחשוב על זה. אני הייתי ראש ועדה שטיפלה בגופים המוסדיים. יש שנות מאד גדולה בין הגופים שנקבעת בין השאר לפי הדומיננטיות של היועץ המשפטי. יושב יועץ משפטי ובא אליו נניח איזה מנהל השקעות ואומר לו "תשמע, אני רוצה ללכת ולקבל מידע" וכן הלאה. אני בתור יועץ משפטי, מה הייתי אומר? מצד אחד יש לך מנהל השקעות שרוצה אולי להעלות בקצת את התשואה לתיק בצד שני יש לך איזה עננת אי ודאות גדולה כזאת של תיק פלילי על סחר במידע פנים. מה אתה תגיד לאותו מנהל השקעות? עזוב אל תתעסק עם זה בכלל. אז נרשום עוד קצת הפסדים אבל לפחות אני יודע שלא הסתבכתי עם הרשות לניירות ערך.

כל יועץ משפטי שמכבד את עצמו כאשר הוא שוקל את שני האינטרסים האלה של איזה תביעה אולי ערטלאית על הפרת חובת נאמנות מול חקירה של רשות, הוא לא יעשה את זה. עכשיו כאן בסך הכל באים ונותנים איזה שהיא ודאות. אומרים ליועץ המשפטי תשמע, זה מה שאתה צריך לעשות, אנחנו מתארים לך את הדרך לפי המתווה החוקי הקיים מום לגבי איך צריך להתנהל עם זה. אנחנו גם אומרים לך מה אנחנו נבדוק על מה נסתכל.

זה מאד קל. עכשיו צריך לכור שהתמריצים של האנשים האלה מלכתחילה זה לא לעשות כלום. כן כל הגופים המוסדיים האלה הם בחלק גדול מהמקרים מעדיפים לא להכנס לכל הדברים האלה.

ד. חן: לי יש עוד אי אלו הערות בהקשר של ההצעה הזאת אבל בסך הכל אני לא נורא מוטרדת. צביקה תאר את זה במונח מאד מלומד של "לרנינג ביי דו איט", אנחנו ה-natives קוראים לזה להתארגן בתנועה אז אני מאד סקפטית לגבי השאלה אם העניין הזה בכלל יפעל הלכה למעשה בהכירונו

את העם היושב בציון אז לכן צרימם לראות אם זה בכלל יקרום עור וגידים. זאת אומרת שיתארגנו שלושה גופים וכו'.

הם כבר קיימים. אסיפות נושים בוחרות כבר נציגויות.

ש. אלבק:

אבל הבעיה היא אחרת, אני חושש, בדבר הזה. זו לא העברת מידע פנים כי באמת כמו בנקים וכמו גופים שיש להם את המכניזמים וזה לא איזה פקיד קטן שמטפל בזה והפקיד שעושה עסקאות על ידו. זה גוף אחד או בבנק או במוסד. הבעיה היא בסוף והיא פחות מטרידה אם חדר העסקאות זה שקונה ומוכר או לפי הוראות של אנשים או סתם פרופרייטי טריידר מודע לזה או לא ולצורך הדיון הוא לא יהיה מודע אבל באמת את הפוזיציות הגדולות שנגיד נבנה הנוסטרו שבנה איזה מנהל תיקים, בסוף זה יגיע, למנכ"ל והוא צריך להגיד "טוב חבר'ה מישהו מציע 83 על כל האג"ח של X; האם לצאת מזה?". - ומישהו שבאמת לא מתואם אבל נגיד אפילו ממחלקת האשראי שאין לו שום קשר עם הדברים האלה, מטפל בהסדרי פנים. תהיה בעיה כי הוא תחליט החלטה בדרך כלל בתור הבוס שלו. תראה, אחת הבעיות שאני חושב שמה שיקרה הוא שהיועץ המשפטי...

ש. פלפל:

יש פנים לכאן ולכאן.

ד. חן:

זאת אומרת, זה שאתה אמרת שבתור היועץ המשפטי אתה אומר תמיד לא אני יודע. בתור "טריידר" אני אף פעם לא הולך ליועץ המשפטי, זאת התשובה.

ש. פלפל:

כן, אבל אתה גם לא הולך להוא שעוסק בקציני האשראי כי היועץ המשפטי אמר לך אל תדבר איתם.

צ. אקשטיין:

לא, אני חושש שמה שיקרה הוא שגם אם נגדיר בסוף הבעיה היא לא הכמה עסקאות שאו פרופרייטי טריידר או מישהו שמקבל הזמנות והוראות מאחרים יעשו, כי זה באמת קל לעשות חומה סינית וכולם בויים פחות או יותר לעשות את זה - אני לא דואג מזה. הבעיה היא באמת בנוסטרו הגדול שאז שוב, נהיה רגע מנכ"ל והוא יגיד: "אתם השתגעתם? ברגע שאתה עושה אני לא יכול למכור". נקודה. פשוט, אז זה

ש. פלפל:

החשש שלי. זאת אומרת כמה שלא הגדרנו בסוף זו בעיה שברמת מקבל ההחלטות והוא כזה שאצלו אן חומה סינית וההחלטות האלה כל המוסדיים הגדולים זה בסוף בא לרמת מקבל ההחלטות. אתה לא רוצה שאיזה ילד יחליט לצאת מכל הפוזיציות.

שריה, הלאה.

ז. גושן:

הנקודה הבאה שהתבקשנו לטפל בנושא מידע פנים זה מקרים שבהם עקב פדיונות של קופות שזה משהו שיסלים לשריין הם רוצים לשמור על השיעור ההחזקות שלהם בניירות הערך הקונקרטיים בהתאם... הבהרה שכאשר הם ייצרו איזה שהוא משהו שינתק את הקשר...בין מידע הפנים לבין הביצוע של העסקה במקרים למשל שנותנים התחייבות מראש והם אומרים במידה ויהיו פדיונות אזי אנחנו נמכור שיעור כזה או אחר באגרות החוב, אנחנו נגיד שאין מדובר בשימוש במידע פנים. הבהרנו שזה המצב המשפטי כמו שאנחנו מבינים אותו. זו הנקודה השניה.

ש. אורגד:

זה טייס אוטומטי כזה.

ש. פלפל:

כן, טייס אוטומטי. סוגיה פנימית בהחלטה המקורית לא היתה סוגיית המימון.... בהקשר של המימון היו כמה דברים. ההיבט הראשון של המימון הוא סוגיית הנאמנים מי נושא במימון של הנאמנים. הנקודה הזו מכיוון שאנחנו לא מדברים פה בהסדר חוקי אנחנו לא יכולים ליצור פה במסגרת ההסדר הזה להטיל עלויות על אדם כזה או אחר לכן נשארנו במצב החוקי כפי שהוא, מצב חוקי קבוע בשטרי הנאמנות. שטרי הנאמנות קובעים שעלויות הנאמן ככל שהוא מבצע פעולות דחופות לטובת מחזיקי אגרות החוב יושתו על החברה. הבהרנו את זה במסגרת הנייר הזה. ההיבט השני זה עלויות של הליך בתקופת הביניים. נקודת ההנחה היא כאשר החברה לוקחת חלק בהליך אז היא תהיה מוכנה לשאת בעלויות האלה כי יש לה עניין ואינטרס לקדם את ההליך הזה של דחיית מועדי פרעון והמרות וכדומה. במידה והחברה לא מעוניינת לשאת בעל הזה וזה הליך שבא מטעם מחזיקי אגרות החוב וזה לא אושר בסוף התקופה על ידי אסיפת מחזיקי אגרות חוב, עולה השאלה מי ישא בעלויות. פה לא נגענו בנקודה הזאת מן הטעם שכרגע כפי שאנחנו מבינים אי אפשר לחייב את הגופים המוסדיים לשאת בעלויות האלה בלי איזה

ש. אורגד:

שהוא תיקון והסכמות עם הפיקוח על שוק ההון. זה עדיין נושא שנמצא בדיון איתנו.

ד. חן:

רגע, אני רוצה פה להעיר איזה הערה. ממה שהבנתי מהניירות שלכם כל ההליך, כל הפניה ליצירת קצין האשראי, נובע בין השאר מהעובדה ש, הלא לכאורה הנאמנים היו צריכים לעשות את זה. לא לכאורה אלא לפי החוק, בבסיס דעיון המרכזי של מינוי נאמן, זה שאם נוצר מצב הוא האישי הוא הגורם. אז אמרתם לא תמיד הוא מתאים אז את זה אולי "הלא תמיד הוא מתאים" זה דבר שכדאי לחשוב כשמאשרים נאמן והדבר השני זה הכסף, העלויות כמו שאתה קורא לזה. מה לי עלויות של נאמן ומה לי עלויות של קצין אשראי? הלא בסוף השאלה היא מי משלם אז אם יש מקור מימון לנאמן אז מה העדיפות של קצין האשראי על פני הנאמן אם פה אין כסף?

העלות, לדעתי, היא דבר מאד מחתי בסידור הזה כי זה קצת דומה לכינוס נכסים. אז שם יש איזה שהוא מנגנון שקבעו שבית המשפט קובע את העלויות או מה שנפסק לכל האנשים שפועלים בעניין הזה.

הנאמן אולי יהיה לו מאד נוח אם הוא לא רואה מי מממן לו. נתחיל אחרת: אם הנאמן היה רואה מה יוצא לו מזה מבחינה כלכלית אז אולי הוא היה משנס את מתניו ונרתם לעניין הזה אבל מכיוון שאין איזה שהוא מקור כספי שמבטיח את התגמול שלו, אז נוח לו לשבת בצד ולהגיד "בסדר, אז ימנו קצין אשראי". אני שואלת את עצמי איזה קצין אשראי יהיה מוכן לקחת על עצמו את המשימה הזאת ואנחנו כולנו רוצים קצין אשראי מישהו שהוא עם פלפל ושיצליח להניע את המהלך הזה אז אם לא מובטח לו מי יממן אותו בסופו של יום, אז למה שמישהו רציני יסכים לקחת על עצמו את התפקיד הזה.

בוא נתחיל בהסבר למה יש הבדל בין נאמנים לקצין אשראי. נאמנים כרגע הם לא מבינים את התפקיד שלהם ולמרות שזה התפקיד כפי שרשות ניירות ערך הסבירה להם את זה לא פעם,

ש. אורגד:

אולי נוח להם לא להבין.

ד. חן:

ש. אורגד:

בהחלט נוח. הסיבה שנוח להם ממיון שהם רוצים לשמור לעצמם את הטיעון שזה לא תפקידי ואם הם יקחו על עצמם היום את התפקוד הזה הם גם מבינים שהם לוקחים על עצמם את האחריות שנגזרת מתוך הדבר והם לא רוצים לקחת את האחריות, לכן כרגע יש לנו בעיה עם הנאמנים.

שניים, מוסדיים לא מאמינים. בוא נאמר ככה לא תמיד מאמינים בנאמנים שיבצעו את התפקיד הזה כראוי לכן, נתנו פה אופציה לעשות את זה באמצעות קציני אשראי, באמצעות גורם אחר שהוא מהמוסדיים והגורמים בעלי הכסף בעלי החוב מאמינים בו ובוטחים בו שהוא יכול להביא להם הליך כמו שצריך.

לגבי השאלה של נשיאה בעלות. היום קבוע בשטרי הנאמנות שהחברות יחזירו לנאמנים את התמורה ככל שהעלות הזאת תהיה נזילה וכדומה במגבלות מסויימות. לגבי קציני אשראי, נקודת ההנחה שלנו שהיא נקודת הנחה סבירה לגבי חברות שהן מצויות במצב שבו או שמגיעים להסדר או שהם ימצאו במצב לא נוח, הם ירצו לממן את העלות הזאת. כמובן שבסוף התהליך הם ישיתו את העלויות האלה על מחזיקי אגרות החוב. זה טבעי מכיוון שהם יראו את סך ההסדר הזה כולו. הבעיה שלנו היא רק בשלב הביניים שבו הם חייבים לשאת בעלויות האלה אבל הם לא חייבים לשאת או בכל העלויות או שהם חייבים לשאת בכל העלויות רק כשיש הסדר כולל ובטשא הזה מה קורה בתקופת הביניים? אנחנו כרגע לא מסוגלים לייצר באמצעות תהליך חקיקתי חיוב של מישהו קונקרטי לשאת בעלויות וזה עדיין נמצא בדיונים בפיקוח על שוק ההון שיתכן ובעתיד יסכים לקדם איזה שהיא מסגרת שתחייב את הגופים המוסדיים לשאת בחלק מהעלויות.

ש. גוטמן-עמירה:

אני רוצה להוסיף: למרות מה ששריה אמר בקשר עם הנאמנים שאולי נוח או לא נוח. מה שאנחנו מסבירים בכל במה וגם בנייר הזה וגם במכתבים שהוצאנו לנאמנים זה שכל עוד קצין אשראי הוא לא יוצר החוב פה הוא משהו וולונטרי התפקיד של תאמנים והאחריות שלהם כלפי כלל המחזיקים לא השתנתה במאומה ולכן הם בוודאי חשופים והם ישאו באחריות לכל נזק שיקרה כתוצאה מכך שהם לא יפעלו והחשיפה הזאת היא אמורה לייצר את האינסנטיב של שיתוף הפעולה בין קצין האשראי לנאמן.

לצורך העניין אם הנאמן זכאי לקבל כספים כלשהם, לטובת הליכים כאלה או אחרים, ראשית אם זה סעדים זמניים הוא בוודאי מחוייב גם היום לעשות אותם, אין לו שום פטור. זה שנכנס קצין אשראי לתמונה לא פוטר אותו. אני גם אגיד מעבר, כשהגענו למקום שבו כבר זה ממש על סף פירוק והגענו למצב שבו זה לחית או לחדול שזה לא מצב של קצין האשראי שאנחנו מדברים, שם בכלל כבר כל הסודיות אין לה שום מקום כי זה כבר מצב שבו צריך לתת פומבי לכל הדברים והמחזיקים פשוט צריכים להגיע להחלטה. אבל בקיצור בגלל שיתוף הפעולה הזה שנובע מהחשיפה והאחריות של הנאמן אם יש לו מקורות מימון אנחנו מאמינים שהם כן ינותבו לקציני האשראי ושהדברים ייעשו בשיתוף פעולה.

כל עוד אין אז למחזיקים הגדולים, וזאת אחת הסיבות גם שבחרנו בגדולים, יש אינסנטיב לפעמים לממן את זה במימון ביניים עד להסדר סופי מתוך מטרה שההסדר הסופי יכלול איזה שהוא חזר להם ראשונים.

אני חושב שצריך גם לזכור שבסופו של דבר היכולת בשלבי הביניים היא מאד מוגבלת לעשות דברים עד כמה שאני מבין כי כל ההסדרים, כל הקורפורט קובנס של הניירות האלה אולי צריך לכתוב אותו מחדש בחקיקה אבל בשלב הזה זה הכל בדרך הבהרת רשות לעניין מידע פנים בכלל.

א. חמדני:

הנושא הבא זה סוגיות שקשורות בהרכב הנציגות. הנקודה הראשונה היא מדוע לא להרחיב את הנציגות למספר רחב יותר של נציגים כך שלפחות הם יחזיקו מעל 50 אחוז. הרעיון היה שאם הם מחזיקים מעל 50 אחוז יש להם יכולת לתת אינדיקציה חזקה יותר לגבי האפשרות שהוא יעבור בסוף.

ש. אורגד:

המגבלה מספר אחת לגבי מספר האנשים שיכולים לשבת בנציגות היא מוגבלת שוב. היא הוצבה לנו כנתון על ידי הרשות להגבלים עסקיים שלא תצו שיתוף פעולה ותיאום בין יותר מדי גורמים אבל היו גם נסיבות שקשורות אלינו שאנחנו אמרנו שמעבר לכמות מסוימת ההליך לא יהיה יעיל. זה יהפוך להיות למעשה אספת מחזיקי אגרות חוב אם אנחנו

הולכים לאסוף את כל המחזיקים הרלוונטיים וההליך לא יהיה יעיל וגם לא יוכל להיות סודי במידה וזה ימשיך.

נקודה שניה היא נקודה של ניגוד עניינים. בטיוטת ההחלטה המקורית ציינו שלא יוכל להיות אדם בנציגות אם יש ניגוד עניינים בינו לבין מישהו מההסדר או במסגרת ההסדר יהיה לו ניגוד עניינים והועלתה בקשה לבחון את האפשרות שבמסגרת זו אנחנו נקל על עניין ניגוד עניינים לגבי האנשים שימנו אדם מקצועי מטעמם. אותו אדם מקצועי יהיה בלתי תלוי והוא זה שיבצע את הפעולות. אנחנו לא רואים באפשרות של ייצוג באמצעות גוף מקצועי כמשהו שמנתק את ניגוד העניינים וזאת מן הסיבה שלהבדיל ממקרים שבהם יש ניתוק רק בקשר להעברת מידע פה צריך להיות ניתוק שהוא גם לגבי מה האינטרסים של השולח. אנחנו לא מאמינים שהניתוק הזה יהיה ניתוק סביר או אפשרי. אני יודע שפה יש דעות מנוגדות.

אני חושב שהייתה קצת התקדמות בסוף השבוע. אני חושב שיש שני מודלים שהם שניהם לגיטימיים, אבל צריך להבהיר אותם.

א. חמדני:

מודל אחד אומר באמת שהנציגות היא איזה שהוא כלי לבירור לא פורמלי של דעות לפני שמוציאים את זה החוצה והופכים את זה למשהו שהוא ציבורי לכולם, כלומר הצבעה באסיפה. ואז באמת הבעיה היחידה היא מידע פנים.

מודל שני שאני חושב שהוא גם לגיטימי זה מודל שבא ואומר הנציגות הזאת משהו קצת מעבר. היא בעצם איזה שהוא גורם שגם במה שהוא יעשה כמו"מ שהוא ינהל עם החברה יהיו השלכות אחר כך.

ברגע שאנחנו הולכים על איזה שהוא מודל שבא ואומר עוד בשלב הנציגות בוא נכנס לשאלת ניגוד העניינים, זה בעצם במשתמע אומר שהלכנו למודל השני. לפי דעתי, זה אומר שאנחנו רוצים להבטיח שם גם איזה שהוא טוהר וניקיון שיקול הדעת גם בשלב הזה. ואני חושב שאי אפשר להתחמק, בגלל שיהיו לזה השלכות לעניין האחריות שיראה לעצמו כל גורם ברגע שהוא נכנס לתוך נציגות כי אם אתה אומר מלכתחילה, יש לך ציפיות שאתה תיכנס לזה רק אם אין לך ניגוד עניינים. במשתמע, אני חושב שזה גם ישליך על מידת האחריות של אותה נציגות ועל הנכונות

להצטרף. ואז, שוב, אני חושב ששניהם לגיטימיים ורק צריך לקחת את זה בחשבון, במיוחד במצב שבו אין היום בהירות בחוק החברות או בפסיקה של בתי המשפט לעניין מי מלכתחילה צריך להיות מסווג באסיפה נפרדת לפי סעיף 350, שזה מגיע בסופו של דבר להסדר.

גם אם הולכים למודל שאומר אנחנו כן רוצים להבטיח שבנציגות יהיו אנשים שהם לא נגועים, אני חושב שכאן צריך מאד לדייק ולראות אם אנחנו משתמשים בביטוי ניגוד עניינים או בביטוי עניין אישי וזה דבר שעלה בדיונים שלנו בוועדה כי ניגוד עניינים זה דבר שקיים בשוק ההון בישראל תמיד. כל הגופים המוסדיים, ומעצם זה שניח גוף מוסדי הוא מבטח, ואם הוא מבטח גדול אז כמעט תמיד הוא שואל את עצמו את השאלה אם אני בניגוד עניינים או לא, ולבוא ולהגיד שכל מישהו שיש לו איזה שהוא ניגוד עניינים לא יכול להיות בנציגות - זה פותח שוב פתח לכל אותן שאלות מתי יש ניגוד עניינים ומתי אין ניגוד עניינים. גם אם אני לא מבטח את חברה X אבל הייתי רוצה לבטח אותה, זו שאלה אחת, למול הגדרה קצת יותר מצומצמת שזה עניין אישי שלגבי זה יש קצת יותר פסיקה שגם אומרת שאתה צריך להתחשב במשקל של העניין האישי וכן הלאה וזה פחות רחב מבחינת האיסור המשתמע לעניין להיות חבר בנציגות. אני חושב שגם בטיטה הקיימת יש איזה שהיא חוסר בהירות לגבי המבחן הספציפי שמפעילים פה. כלומר, האם זה ניגוד עניינים בכלל או שזה עניין אישי.

העובדה שיש שני מודלים, מודל של מה שאתה קורא אינדיקציות ראשוניות והמודל השני שהוא מודל קצת יותר אקטיבי - גם באינדיקציות ראשוניות אתה לא רוצה לקבל אינדיקציות ממישהו שהוא בניגוד עניינים. גם שם גם אם אתה הולך למודל הזה, עצם העובדה שבחרת במודל אחר עדיין לא שולל את זה שניגוד העניינים ישפיע על האינדיקציות הראשוניות שתקבל אם אתה רוצה שהן תהיינה בעלות ערך, אתה רוצה לקבל אותן ממישהו שהוא לא בניגוד עניינים.

ז. גושן:

אני מסכים, אבל בשביל זה אמתני שם שחלק מהבעיה פה שיש חוסר בהירות גם בסוף לגבי השאלה איך בתי המשפט יסווגו את זה לפי מבחן האינטרס.

א. חמדני:

ז. גושן: זה ברור.

א. חמדני: כי אם היה לך כללים ברורים מי נחשב ומי לא נחשב בהסדר אז היית אומר אני מלכתחילה אלך, כי התמרץ שלי ללכת רק עם מי שאני יודע שהוא באמת משפיע.

ז. גושן: בעיית הסיווג של סעיף 350, אתה בוודאי יודע אותה. היא נובעת מהעובדה שהם ציכים לערבב קבוצות במקום לעשות "קראם דאון" מסודר אז הם מערבבים קבוצות אבל אני לא אכנס לדבר הזה.

ש. גוטמן-עמירה: אני רוצה להמשיך מאיפה שהפסקת. לא רק בגלל שאנחנו לא רוצים לקבל אינדקציות ממי שנגוע בניגוד עניינים, אלא כי בסופו של דבר האינדקציות האלה עומדות למבחן האסיפה ואם באסיפה אני מסווגת את אלה שבניגוד עניינים באסיפה נפרדת וההסדר ייפול, כי אלה שלא נגועים בכלל לא רואים את ההסדר ממטר בגלל שהוא נגוע בניגוד עניינים אז לא עשיתי כלום מטעמי יעילות.

לעניין מה שאתה אומר על אסיפה וסעיף 350, הפרקטיקה הנוהגת היא שמרבית ההסדרים שמגיעים לסעיף 350, אני לא רוצה להתיימר ולהגיד כולם, אבל הרוב הגדול שבהם, בית המשפט היום, לאחר כמה פעמים שהרשות הביעה דעה, כי תבחינה היא אקס-פוסט, מבקש מאיתנו אקסאנטה את העמדה שלנו לגבי סיווג האינטרסים, ולכן, יש גם איזה שהוא דיאלוג בין בית המשפט לבין העמדות פה. והדבר השלישי שאני חצה להגיד הוא לעניין ההבדל בין ניגוד עניינים לבין עניין אישי. גם אנחנו ניסינו להתמודד עם אי הבהירות הזאת על ידי ה"גייד ליין" שבעצם כתבנו בנייר הזה, כלומר שאנחנו מציעים לנהל את סוגיית ניגוד העניינים בהתאם לסיווג לפי מבחן האינטרסים ואז אנחנו לא נכנסים לשאלות ניגודי עניינים בתחומי המוסדיים ככלל אלא אלה שנוגעות - תקרא לזה עניין אישי, תקרא לזה אסיפות האינטרסים, -לאופן שבו הם יסווגו בסופו של יום באסיפה שלפיה יוכרע האם ההסדר מתקבל או לא.

א. חמדני: מלכתחילה אמרתי שגם המודל השני הוא בעיני לגיטימי. אני רק חושב שבאמת אם זו החשיבה, זה צריך להיות קצת יותר מובהר וגם הנקודה הזאת אני חושב שהיא צריכה להיות מובהרת יותר כי אני גם כשקראתי

את ההבהרות לא ברור לי אם ניגוד עניינים שהוא לא ניגוד עניינים של העמיתים אלא שהוא ניגוד עניינים בין החברה המנהלת לבין העמיתים נכנס למסגרת הזו או לא. אני רק אומר שצריך פשוט להבהיר שהכוונה היא למצב שבו יש ניגוד עניינים שהוא לא נובע מאיזה שהיא בעיית נציג של הגוף המנהל שהוא עכשיו גם רוצה לבטח את בעל השליטה שרוצה לנהל לו תיקים, אלא שנובע מהחזקות צולבות או באג"ח או סדרות אחרות שהן כן מובטחות, או מניירות ערך אחרים וכן הלאה.

ש. גוטמן-עמירה:

בדוגמה שאתה נותן, אם עכשיו סתם לקחת לדוגמה חברת ביטוח גדולה שזה לא רלוונטי אם היא אותו מוסדי גדול ומחר היא עושה לאותו בעל שליטה עסקת ביטוח ענקית שברור שהיא משפיעה על שיקול הדעת שלה, מבחינתנו גם כשאנחנו נבוא לבחון את שאלת סיווג האינטרסים אנחנו בוא ונבחן את העניין הזה ואם נחשוב שזה משהו שעלול להטעות את שיקול הדעת שלה או להשפיע על האופן שבו מגדל תצביע, אז זה לא רק החזקות צולבות זה כל מה שעשוי להשפיע.

א. חמדני:

אם זה ככה הרי מה שיקרה זה שמחר גם חברות הביטוח הגדולות וגם כל הגופים הגדולים האחרים אוטומטית יירתעו מאד מלהכנס להסדרים האלה ולכן, ופה אני חוזר למשהו שעלה בוועדה ולכן שמתי ישר לתוך החברות, אבל אחת מההצעות שהיתה לנו בוועדה זה להבהיר לצורך עניין אישי לפי חוק החברות להבהיר מתי כל ניגודי העניינים האלה שהרי הם ניגודי עניינים שקיימים תמיד, הם עניין אישי או לא כדי שידעו איך להתנהג ואז דידי לחמן מסר התנגדה ואמרה שרשות ניירות ערך לא יכולה להבהיר שום דבר בחוק החברות, ואז זה נפל. אבל אני חושב שכאן, בסופו של דבר, שוב זה חוזר לנקודה שאנחנו רוצים שזה יעבוד אז צריך לתת איזה שהיא הנחיה. ואני חושב שבסופו של דבר הכל לגיטימי אז צריך להיות בחר הקטע שאחראי על השוק שאומר איך אנחנו מתייחסים לניגודי עניינים של חברה מנהלת, איך אנחנו מתייחסים לניגודי עניינים כמו שיש עכשיו בהבהרה ברמת החזקות הצולבות כדי שאנשים ידעו מתי זה לגיטימי מבחינתם להיות חלק מהנאמנות ומתי זה לא. אבל אני אומר שוב מהתחלה: שני העמודים הם לגיטימיים, רק צריך להיות הבהרות לשאלות שכל אחד מהם מעורר.

ש. אורגד:

שני נושאים נוספים לגבי הרכב הנציגות. אחד ביקשו שהרכב הנציגות ישתנה לאור השינויים בהחזקות. העמדה שלנו היא שאי אפשר לנהל נציגות באופן שהיא תשתנה כל פעם לאור השינויים בנציגות ההליך הזה לא יהיה יעיל ולכן אנחנו התנגדנו לכך.

נקודה נוספת זה חיוב של הכנסת משקיע פרטי מתוך נקודת הנחה שהוא יהיה הגורם היחיד שאין לו ניגודי אינטרסים אגב הדיון הקודם וניגודי האינטרסים עדיין קיימים והצורך באינדיקציות והצורך בכך שיהיו המחזיקים הגדולים עדיין נותר על השולחן. ולכן לא ראינו סיבה להכניס דווקא משקיעים פרטיים וגם איך להגדיר אותם זה משהו כזה מסרבל ולא סביר.

אני אקפוץ לסעיף 3.5 כי ערכנו על זה עכשיו דיון רחב. בסוגיית ניגודי האינטרסים עלו כל מיני שאלות. ההסדר המקורי דיבר על נציגות אחת וקצין אשראי אחד לסדרה. כמובן שההסדר המקורי לא ניסה להגביל אפשרויות וקונסטלציות נוספות כל עוד הן סבירות ובהתאם לחוק והבקשות שקיבלנו הן, אחת, קצין אשראי אחד לכלל הסדרות, בין אם קצין האשראי הזה ימונה על ידי הנציגויות או על ידי הנאמנים, כמובן שאין לנו התנגדות לכך אנחנו רק לא רואים שזה קורה אבל אם זה יקרה אנחנו ניתן להם את ההקלות שנתנו במסגרת ההחלטה הקודמת.

אופציה שניה זה נציגות אחת לכלל הסדרות. פה צריך לזמן אסיפות של מחזיקי אגרות חוב. ההליך הוא הליך פומבי וכמובן שאין לנו התנגדות עקרונית שבהליכים פומביים רק חשבנו שהליכים פומביים הם הליכים שהם קצת יותר בעייתיים בהיבט של להגיע להסדרים באמצעותם מול חברה מהסיבה שעצם ההליך הפומבי עשוי לפגוע בחברה. עצם ההליך הפומבי שהנושים או הספקים של החברה יודעים על כך שיש הליך הסדר חוב מולה וחלק מהספקים לפחות, יתחיל להגביל את האשראי שנותנים לחברה וכדומה.

סוגיה שלישית הייתה אם קצין האשראי יוכל להתמנות מקרב אחד הגופים המוסדיים עצמם. שוב לא ראינו פה סיבה להתנגד לזה.

נקודה נוספת סוגיית הנאמנים. בנאמנים העלו שתי נקודות עיקריות. כשאני מדבר על נאמנים אני מתכוון לאיגוד הנאמנים. שתי הנקודות העיקריות הן, אחת, איך אנחנו נממן את הפעילות שלנו; ושתיים, איך נצמצם את האחריות. תשובתנו לשאלות הן: אחת, האחריות קיימת כבר היום; ושתיים, לגבי העלויות - מה שקבעתם בשטר הנאמנות.

סוגיות כלליות. עלו סוגיות קונקרטיות שאישרנו אגב ההחלטה. מה היקף המידע המורכב. ביקשו מאיתנו לוותר על פרט מטעה - במקרה ויש פרט מטעה לא צריך לגלות אותו. נראה לנו שזה מנוגד לחוק ניירות ערך, ולכן דחינו אותו. והאם ההחלטה מחרגה מתחולתה תאגידיים בנקאיים או תאגידי עזר בנקאיים.

א. חמדני: רשות ההגבלים העסקיים הפרידה אותם לא?

ש. אורגד: תאגידיים בנקאיים?

א. חמדני: בנציגות?

ש. אורגד: בנציגות, ולא מהגוף שלגביו נעשה הסדר חוב. אם יהיה לך תאגיד בנקאי או תאגיד עזר בנקאי שיקלע למצבים של קשיי מימון, אנחנו לא רואים סיבה מדוע להחריב אותו. עדיין לא מבינים את הסיבה לזה. בנוסף ביקשו לקצוב את תקופת זמן הנציגות כדי שתפעל בתקופת זמן מוגבלת. אחת ההצעות אמרה תקציבו את הזמן שלהם ל-7 ימים או 10 ימים בין היתר שמידע מורכב יהיה רק 10 ימים. אנחנו כרגע בהליך הוולונטרי לא חושבים שזה נכון לקצוב את הזמן. יכול להיות שבמסגרת הליך חוקי נבא את זה לפה אם תהיה הצעה כזאת. בכל מקרה אנחנו מאמינים שהליכים כאלה יכולים לקחת שלושה, ארבעה, חמישה חודשים כדי להגיע להסדרים. כמובן שאם נראה שזה לא באמת הליך של משא ומתן פשוט לא נראה בזה מסגרת הליך ולכן נפסיק לראות את זה במסגרת של משא ומתן שמתקדם ולכן יצטרכו להוציא את הגילוי הזה. ביקשו לפטור מתשקיפים כל סוגי הסדרי החוב כדי להקל על השוק. פה אנחנו לא חשבנו שיש סיבה לפטור את זה באופן מלא במיוחד לאור תסיבות שבהן אגב הסדר מונפקם ניירות ערך חדשים שזה המקרה הקלאסי שבו אנחנו חושבים שצריך פרסום תשקיף.

בנוסף עלתה שאלה לבי חוות דעת הוגנות מקצין אשראי. במסגרת ההחלטה המקורית נאמר שאם אתה מבקש הקלות בפרסום תשקיף אז אתה נדרש במסגרת ההקלות אם אתה מבקש במקום פרסום תשקיף מלא עם כל הפרטים המלאים לדווח לפרסם תשקיף עם הקלה שאומרת במקום זה תדווח במסגרת כמו שהיית מדווח במסגרת תוך הצעת מדף בלבד שצרפת חוות דעת קצין אשראי - הובהר שזה המקרה היחידי באמת שנדרשת חוות דעת קצין אשראי.

סוגיה נוספת זה החלטת הרשות המקורית שדנה באגרות חוב בלתי סחירות. ההחלטה המקורית לא עסקה בנושא הזה אבל ההיבטים שקשורים לעיכוב מידע, ההיבטים שקשורים למידע פנים, לא ראינו סיבה מדוע חן לא יכולות לחול גם על סדרות לא סחירות. בנושא הזה גם המפקח ואולי כדאי לציין המפקח על שוק ההון גם ביקש לבחון את האפשרות להחיל את זה גם לסדרות לא סחירות מן הטעם שהוא ראה שהסדרים מחו"ל הן גם לסדרות הלא סחירות וגם לסדרות הסחירות במקביל ולכן הוא חשב שהפרדה בין שני סוגי הסדרות עלולה למנוע גל הסדרים שוב, התשובה לשאלה שמוצגת כאן היא תשובה שמאפשרת. הסדרה הלא סחירה היא של תאגיד מדווח.

שתי נקודות שהועלו – ההערות שמתייחסות לתיקון חקיקה ולא להחלטת ממשלה קודמת אלא אך ורק למתווה הכללי. הערה ראשונה היתה התנגדות וגם קיבלה ביטוי פומבי שמתנגדת לאפשרות מתן זכות לבית משפט לצמצם את הרוב הדרוש לצורך אישור ההסדרים. כמו שאמרנו ההסדרים היום מחייבים בסוף היום אישור של מחזיקי אגרות החוב. כפי שקבוע היום בדרך כלל בהחלטה מיוחדת זה רוב של 75 אחוז ברמת הסדרה ורוב 75 אחוז ברמת אסיפות האינטרסים.

הצענו לבחון במסגרת ההחלטה המקורית את האפשרות להוריד את אסיפות האינטרסים שבית המשפט שהוא בוחן את ההסדר ויגיע למסקנה שהוא הוגן יוריד את אסיפות האינטרסים וגם יוריד את הרוב הדרוש לצורך האישור מרוב של 75 אחוז לרוב רגיל של 50.1 אחוז. קיבלנו לא מעט התנגדויות בנושא הזה. אנחנו לא מביעים עמדה כרגע מכיוון שלא נמצאת על השולחן סוגיית ההחלטה החוקית.

הערה נוספת - נתבקשנו לשקול קביעה בחוק שתאפשר לתאגיד תחת פיקוח רגולטורי פרישה מחודשת של תשלומי החוב שתובא לאישור בעלי תעודות ההתחייבות בהליך מזורז, מעין הליך שבו איזה שהוא גורם מפקח, בין אם זה בית משפט או איזה שהוא מוסד אחר יבדוק את ההוגנות ולכן יאפשר את התהליך עוד יותר מהר. זו בעצם הצעה שמנוגדת לחלוטין מהבקשה האחרת שהתקבלה אבל כמו שאמרתי שתי הסוגיות האלה לא נמצאות כרגע על השולחן. זה הכל.

אפרופו - התאגיד עצמו כמו עם מידע פנים, נגיד לפני פרסום דוחות אסור ל"אינסיידר" למנהל או למישהו לקנות או למכור ניירות ערך או דברים כאלה. במידה ויש כזה משא ומתן האם התאגיד מותר לו יהיה לקנות ניירות ערך שלו?

ש. פלפל:

ככל שקבענו שזה מידע פנים, אז לא.

ש. גוטמן-עמירה:

זאת אומרת משא ומתן זה מידע פנים כי בתוך התאגיד אין חומות סיניות או שגם שם יוכלו להגיד חיים קונה אבל איציק מנהל את המשא ומתן.

ש. פלפל:

למעט בחריג אחד - כאשר הוא סוחר מול אדם שגם לו יש את מידע הפנים, בעיקרון, הוא מרשה לעשות את זה מכיוון שנקודת ההנחה של מידע פנים זה שיש לך מידע עודף לעומת אותו גורם מולו אתה סוחר. עכשיו אם יש לשני הגורמים את אותו מידע, אז אין פה שימוש במידע פנים. זו הגנה שקבועה בחוק ניירות ערך.

ש. אורגד:

הערה ושאלה. קודם כל הערה - אני חושב שבסך הכל זו עבודה די מרשימה אני חייב להגיד. בסך הכל מנסים לייצר פה משהו שלא היה קיים קודם ומאד בלחץ ואני חושב שבסך הכל זה בכיוון הנכון ואני שומע דברים מאד חיוביים לכיוון וכל ההערות שלי זה באמת בפנין טיונינג כדי שאנשים יהיה להם קצת יותר בהירות, כי גם כל מיני יועצים משפטיים של גופים מוסדיים מתקשרים אלי לשאול אותי שאלות.

א. חמדני:

בהקשר הזה, יש לי שאלה כללית שחוזרת קצת לחוזר של רונית קן. חלק מהנאמנים מה שהם עושים זה להקים נציגויות, לא בחוזר הזה, נגיד

בחברה שבה הבעיה היא בכלל לא הסדר אלא איזה שהוא מאבק מול בעל השליטה ואז בא הנאמן ואומר "בוא נקים נציגות". אני שמעתי מכמה יועצים משפטיים חשש שהוא לא מול רשות ניירות ערך אלא דווקא מול רונית קן כי הם אומרים שבחוזר שרונית קן הוציאה על שיתוף פעולה כתוב שהוא רק לצורך הסדרי חוב. אם הנציגות זה באמת דבר טוב וזה תעיון טוב שיהיה איזה שהוא שיתוף פעולה ואיזה שהוא פיקוח אנחנו עכשיו אבל אומרים למנהלי ההשקעות שלנו "אל תכנסו בכלל לנציגויות האלה עד שרונית קן לא תשנה את החוזר". ורציני לדעת אם באמת יש איזה שהם מגעים בנושא הזה.

ההסכמה העקרונית שצריך לבחון אותה שלאחר שנגבש את המתכונת הסופית בעקבות ההערות שנקבל מהציבור, אנחנו נחזור לרשות ההגבלים העסקיים ונבקש מהם להתאים את גילוי הדעת למתווה הסופי שאנחנו מגבשים. יש לקוות שאכן כך יהיה.

ז. גושן:

אני רוצה בכל זאת להגיד כאן כמה דברים עקרוניים כי אני מוצא את עצמי אולי בדעת מיעוט. א', אגב, הבהרת כאן, ואני חושב שזו בעיה חוקית קשה, אי גילוי וזה שיש בעיות ושהספקים וכל נותני האשראי האחרים שהם סך הכל "פרי פאסו" בדרך כלל עם מחזיקי האג"ח הלא מובטחים, פתאום אנחנו אומרים אנחנו בתור רשות רגולטורית אומרים טוב, אבל אותם נשמור בשקט שהם לא חס וחלילה ידרשו יותר בטוחות. אז זו שאלה שצריך לתת עליה את הדעת.

ש. פלפל:

ב', מה שמטריד אותי כאן ואולי אני בא ממילייה שונה - אבל רבותי, חברה שלא משלמת בואו נגיד קודם כל היא שייכת לבעלי האג"ח. אנחנו כאן מדברים איך לעשות ואיך להציל ובסוף תראו שבעלי השליטה ישארו עם הזה, אני חושב שכל הבעיה היא קודם כל של בעל שליטה - לא שילמת, אנחנו לוקחים לך את החברה. עכשיו תציע לנו הצעה. בואו לא נהיה קיצוניים וכו', תן לנו 80 אחוז, 70 אחוז, 20 אחוז. כל ההוצאות וכל מה שאני רואה, לפחות בעיתונים, וכל אלה שמדברים בסדר נפרוש, נעזור לך, תיתן לנו, בסדר, נתת לנו נייר אתה לא יכול לשלם. אתה תגיד טוב תקחו נייר אחר שאותו אני כן אשלם בעזרת השם. מה דעתך לתת לנו 30 אחוז מהחברה? מה דעתך לתת לנו 50 אחוז? מה דעתך לתת לנו 100 אחוז?

אם כל המטרות האלה זה נורא נחמד כאילו לשמור על החברה. פשיטת רגל, זה גם שומר על החברה. השופט יכול לבוא ולהגיד רבותי, אני בא לבית המשפט בתור מחזיק האג"ח ואומר "יש לי הצעה לצאת מפשיטת הרגל. אין בעיה. אני אקח את החברה. אני עכשיו אנהל וגמרנו. אני אוותר על האג"ח כי הרי אי אפשר. שלום, היה נעים מאד וזהו. למה אני צריך לוותר על רבע או על חצי או משהו?" ומה שיקרה הוא אל תשכחו, בעלי השליטה או לצורך העניין גם אם זה לא חברה עם בעל שליטה אחד או משהו כזה, המנכ"ל או הקבוצה הזאת זה אחד נגד כולם אז הוא ישחק תמיד למה ולאחד זה טוב לו לקבל, מבחינה זאת אין לי טענה ללכת להתאגד ולעשות דברים, אבל תמטרה היא לא לעשות לו חיים קלים. המטרה היא לעשות לו חיים כמה שיותר קשים. קודם כל אל תשכחו, דבר ראשון הוא לא פורע. האשמה היא לא עלינו.

להיפך. אז פה אם תרשה לי לייצג אותך לרגע למרות שאני לא כל כך מאוהבת בדבר הזה, להיפך אז מה שבאה רשות ניירות ערך ואומרת, שככה בעל החברה נלחם מול המון גופים קטנים. אם תהיה מולו נציגות קצת יותר חזקה אז הם יראו לו מה זה. אז יהיה להם הרבה יותר קל לכופף לו את היד.

ד. חן:

הוא צריך לשלם את האג"ח.

ש. פלפל:

שי, הנקודה שאתה אומר היא מאד חשובה אבל אני מזכיר לך, אנחנו לא מייצרים מתווה שאנחנו נכנסים באיזה שהיא צורה לתוכן של ההסדר שיתגבש בסופו של דבר. אם הם רוצים להיות קשוחים איתו, שיהיו קשוחים איתו. רוצים להיות רכים איתו, שיהיו רכים איתו. אנחנו לא נכנסים לזה. כל מה שאנחנו עושים הוא לתת מתווה טכני שבמסגרתו יכול להתקיים המשא ומתן. יהיה משא ומתן קשוח, יהיה משא ומתן רך - לא עניינינו. אנחנו רק מייצרים את התשתית למתווה שבה יתנהל המשא ומתן.

ז. גושן:

אבל המתווה הזה מתחיל ברגע שאתה הטלת עליו סודיות. למה שפתאום כשיתחילו לטפל בדיון לא כולם ידעו שחברה X היא בצרות?

ש. פלפל:

ז. גושן:

זאת שאלה נפרדת, אבל אני רוצה לקחת את השאלה שלך ולהרים אותה קצת יותר גבוה למעוף הציפור. יש שאלה לא פשוטה שאומרת מה צריך המשפט להעמיד בנושא של חברות שנכנסות לקשיים. יש מדינות שמאמינות שבית משפט צריך לבצע רק פונקציה אחת, פירוק. הגעת לבית משפט אין ארגון מחדש, אין פרק 11 אין שום דבר, יש רק סעד אחד אתה בא ומפרקים אותך ויכולים לזרוק אותך לתוך התהליך הזה על נושים שלא קיבלו את הכסף. יכולים לזרוק אותך לתהליך הזה.

יש מדינות שמאמינות שהן צריכות להציע את שתי האלטרנטיבות. האלטרנטיבה של פרוק והאלטרנטיבה של ארגון מחדש. אין שאלה שכשאתה מציע אלטרנטיבה של ארגון מחדש אתה נותן כח לבעלי המניות - זה ברור. הם מקבלים כח עודף עכשיו זה לא אנחנו המצאנו את השיטה הזאת. זו שיטה שקיימת בעולם בהמון מקומות וראה זה פלא אם תעשה סטטיסטיקה אתה תראה שמדינות שהיו רק במשטר של פירוק בלבד הולכות ומכניסות עכשיו פרקים שהם דומים ל"פרק 11". עכשיו כן טוב, לא טוב, אנחנו לא המצאנו את הגלגל.

ש. פלפל:

אנחנו גם לא שולחים אותם לבית הכלא של...

ד. חן:

בסך הכל זה יוצא כלכלית ה"פרק 11" מה שאתה אומר, המדינות התחילו ללכת לזה כי ראו שבסופו של התהליך דווקא הנושים קיבלו יותר כסף כי כשמכרו את העסק כעסק חי הוא היה יותר שלם מהחלקים שלו.

ש. פלפל:

אבל יותר ויותר ב"פרק 11" ואני לא מתנגד, טוב זה כבר בנושאים כלכליים אבל אני לא חושב שזה רע - אבל גם ב"פרק 11" תראי שמה שקורה בדרך כלל בתכניות הפירוק בעלי החוב מקבלים.

צ. אקשטיין:

אבל זה כל הקטע של הסוואפ. מה שזוהר אומר הוא הדבר הבא. מה שאנחנו עושים פה זה ארגון חוב מחדש. ובתוך הסיפור הזה יש בערך אין סוף אופציות. אז ההנחה היא שקצין האשראי שימנו אותו מבין ב"דט ריסטראקצ'ר" זו פחות או יותר ההנחה הבנויה פה ושנחנו יוצרים מסגרת שתהיה מסגרת ארגונית שלוקחת את עשרות בעלי החוב האלה, אפילו במינימום ובלי 50 אחוז, ויוצרים בתוך החקיקה הקיימת יכולת לקצין האשראי להיות אבו ג'לדה מול הטייקון.

- ש. אלבק: והוא לא יהיה.
- ד. חן: יכול להיות.
- ש. אלבק: מה האלטרנטיבה בנסיבות האלה? אם המוסדיים לא יוכלו להתארגן ולנהל משא ומתן.
- ש. פלפל: יעשו את זה בפומבי. תהיה אסיפת בעלי המניות.
- צ. אקשטיין: אם יש לך אופציה לא לעשות את זה בפומבי נותנת אפשרות לכח נוסף במיוחד בקטע של הריסטראקצ'רים בתוך העסק. תמיד זה יכול להיות פומבי.
- ש. גוטמן-עמירה: לדעתי בשלב ששי מדבר עליו, כמו שאמרתי קודם אין כבר את העניין של הסודיות כי אין לנאמן את הפריבילגיה מקום שבו בעל השליטה לא פּרע. שי מדבר אחרי שקרה הדיפולט...
- ש. אלבק: לא הוא מדבר על לפני.
- ש. פלפל: אם קרה דיפולט קרה דיפולט. זה אבוד.
- ש. גוטמן-עמירה: אז אם קרה דיפולט זה שם ואם זה לא קרה, אתה בסך הכל מחזק את האפשרויות שיש גם כך. באשר לספקים שאמרת קודם שאתה לא מרגיש נוח שיש ספקים ושיש נושים אחרים שאנחנו מסתירים מהם מידע - כל חק ניירות ערך והרגולציה של חק ניירות ערך לא נועדו לשרת את הספקים. יש חוק נפרד שנקרא חוק של חברות שלציבור יש עניין אישי בהן. הוא עדיין לא קם לתוקף אבל הם לא אמורות להסתמך על...
- ש. פלפל: אבל אנחנו כאן "אופיסר אוף דה קורט" וצריך לא לשכוח את זה. זאת אומרת, באיזה שהוא מקום זה נכון שהוא לא אמור אבל מצד שני הוא לא יכול להגיד אהה ראיתי רצח אבל אני ברשות לניירות ערך.

ש. גוטמן-עמירה: לא, זו סמכות לעיכוב דיווח. גם היום יש על פי חוק לחברה סמכות לעכב דיווח במקום שבו היא חוששת הפרסום ימנע השלמת פעולה או ירע את המצב.

ד. חן: שי, האמת היא שהרבה פעמים כוחו של האיום יותר גדול מהמימוש שלו. פה, בקטע של הסודיות אם כבר מדובר על זה של להלך אימים על הטייקון, אחרי שהעניין הזה מתפרסם הוא כבר לא דופק חשבון לאף אחד. זו המציאות. לפעמים כשכל העניין הוא בסודיות אולי הוא יהיה מוכן ללכת למהלכים שהם יותר רווחיים במרכאות או בלי מרכאות לבעלי החוב אבל להיות בטוח שזה יצליח, אף אחד לא בטוח.

א. חמדני: דבר אחד לא תשנה. זה שמבנה שוק ההון בישראל וזה שחלק גדול מהמוסדיים פה כנראה קצת יהססו לפני שהם יצאו בכל מיני מאבקים גדולים בבעלי השליטה לאור העובדה שלהם עצמם יש בעלי שליטה, זה קיים, זה נתון קיים וזו כבר עבודה לא של רשות ניירות ערך בכובעה כמסדירת שוק האג"ח אלא כרגולטורים של הגופים המוסדיים כמו ידן ענתבי. אם מדובר בפנסיה לדאוג שהם יסתכלו על טובת העמיתים כמו שצריך.

ש. פלפל: המתכונת שאותה אנחנו כאן יוצרים זה מתכון לבוא ולהגיד אתם יודעים מה, תנו לי אג"ח במקום, "זירו קופון" לחמש השנים הבאות ואחר כך...

ז. גושן: שי, אני מצטער, אני חוזר ואומר שהצפי שלך לגבי מה יהיה תוכן ההסדרים טוב בדיוק כמו שלי. אני לא נביא ולא בן נביא. אני לא יודע.

צ. אקשטיין: אולי שישביר למה הוא חושב שזה מחליש את בעלי האג"ח. אולי אני לא רואה משהו. לי זה נראה מחזק אותם כי זה נותן להם פרוצדורה מסודרת.

ש. פלפל: אם ניקח מדינה שבה "פרק 11" עובד ועובד יפה כמו ארצות הברית ואני חושב שזה טוב, מה זה הביא? כל ההדג' פאנדס שהלכו וקנו והם ידעו ואמרו, כי לפני זה כל קרנות הפנסיה, קרנות הפנסיה לא בנויות או לצורך הדיון קופות תמל או כאלה הן לא בנויות להלחם. הן לא בנויות לזה. למה? נעזוב. אם יש פונד גם לא רגולר פונד, זה מקצוע. אני לא רואה כאן

את המקצועיים האלה וקרנות פנסיה, לא משנה אנחנו נכנסים כאן לתיאוריות כלכליות.

אני יכול להגיד שעדיף להם אג"ח נוספים, למה? כי אז הם לא מראים שהוא לא שווה.

אנחנו מציעים מתווה. אנחנו לא נכנסים לתוכן שלו. יכול להיות שיצטרפו צעדים משלימים כדי לחזק את כוחם של המשקיעים המוסדיים, יכול להיות שקצין האשראי שיבחר ימלא את הפונקציה שלהם אם אין היום את היכולת המקצועית למלא, הכל יכול להיות אבל אנחנו בעולם של ניחושים בנקודה הזאת אבל דבר אחד ברור שאנחנו נותנים מתווה שהיום בלעדיו כוחם של המשקיעים המוסדיים יהיה חלש יותר מאשר היה לפני כן. אני חושב שבזה אנחנו נישאר. אנחנו נשאר בזה שנתנו מתווה מה יהיה התוכן הספציפי של ההסדרים שהם יבחרו לממש, לזה נצטרך להתמקד ולעקוב ולראות אם אנחנו צריכים לעשות תיקונים כמו שאמרה דבורה בתנועה או שזה יספק את הסחורה.

ז. גושן:

בואו נראה אם בכלל הציבור ירצה את זה.

ד. חן:

נראה. חברים תודה רבה לכם.

ז. גושן:

הישיבה ננעלה

זוהר גושן, יו"ר

רשמה: אריאלה איסנר