

# רשות ניירות ערך

## פרוטוקול ישיבת רשות מס' 6-2008

שהתקיימה ביום א' 20.7.2008 במשרדי הרשות בירושלים

### השתתפו:

חברי מליאה:

זוהר גושן, יו"ר  
האני חג' יחיאל, אסף חמדני, דבורה חן, יהלי כהנוב,  
מיכל עקביה

### עובדי רשות:

שרון אופיר, אריאלה איסנר, שוני אלבק, יעל אלמוג,  
יהודה אלגריסי, אלעזר אמיר-הימל, משה ברקת, שיראל  
גוטמן-עמירה, גיתית גור-גרשגורן, פנינה גיא, דורית  
גילת, אבי דנון, איציק זקן, עדי כהן, דודו לביא, רון  
עמיחי, אשר פליסינג, אורי קציר, דניאל רימון,

### סדר היום

1. אישור פרוטוקולים:
2. תיקון עקיף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 139 התשס"ח-2008).
3. פרוטוקול ועדת חריגים מס' 2-2008 מיום 13.4.2008
4. תיקון עקיף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 139 התשס"ח-2008).
5. הצעה לתיקון תקנות בנושא תעודות חוב ופקדונות שמותר להחזיק בקרן נאמנות.
6. פרטים כלכליים ואחרים ביחס למוצרי מדדים - הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968.
7. התקנת תקנות בנושא ייצוב מחירי ניירות ערך בסמוך לאחר הנפקה.
7. שונות.

## הדיון

ז. גושן: אני פותח את הישיבה.

### **1. אישור פרוטוקולים**

ז. גושן: אם אין הערות, **מאושר**.

### **2. תשקיפים חוזרים**

ז. גושן: גם זה **מאושר**.

שלום אסף, היום אסף נמצא איתנו בכובע שלו של חבר מליאה מלא.

### **3. תיקון עקיף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 139 התשס"ח-2008).**

ד. רימון: זה אמנם ישב אולי בהצעת חוק לחוק השקעות משותפות אבל הוא לא קשור לטיפול בקרנות. יש תזכיר תיקון 13 לחוק השקעות משותפות. התזכיר כבר הופץ, וכיוון שאחד הנושאים המטופלים בו זה עיצומים כספיים שמוטלים מכוח אותו חוק, אנחנו מבקשים לטפל בעניין אחר, שגם הוא עוסק בעיצומים כספיים. כיום חלים על כלל התאגידים עיצומים כספיים כאשר הם עושים הפרות דיווח כאלה או אחרות, שמפורטות בחוק ניירות ערך, כאשר גובה העיצום הכספי נגזר מההון העצמי של התאגיד בחמש מדרגות וזאת על מנת להבטיח, שהעיצום הכספי יכאב ואם שכבת השומן של התאגידים עבה אז צריכים לתת עיצום כספי יותר משמעותי, כדי שהתאגיד ירגיש את עוצמת הסנקציה הגלומה בעיצום וגם על מנת שיהיה לו את הכסף הנזיל כדי לממן את אותה סנקציה. אלא מאי, שמצאנו שהמבחן הזה של הון עצמי הוא מבחן פחות מוצלח ככל שמדובר בתאגידים שעיסוקם בנכסים פיננסיים, וזאת משום שהחיים מלמדים שההון העצמי שלהם הוא נמוך מאוד אם בכלל, הוא כמעט אפס. הן משום דרישות הבורסה שהן מאוד, מאוד נמוכות. כפי שפורטו בנייר. והן משום שיש איזה קיזוז מול זה של שווי המוצרים הפיננסיים שהמנפיק מנפיק והגיבוי של הנכסים מן הצד השני. ולכן מה שאנחנו מציעים שהמבחן יהיה לפי שווי ההתחייבויות שנמצאות בציבור. זאת אומרת לא

אותן התחייבויות שרשומות למסחר שזה יכול להיות כמו שאתם יודעים, נכון להיום כל אימת שאנחנו עדיין מתירים מחסניות. שיעור גבוה מאוד, אלא רק אותו חלק ממנו אשר נמצא בחוץ בציבור ורשום למסחר. קבענו מדרגות באופן דומה כפי שהוצע לנו על ידי החברות, מדרגות מידתיות. אני מזכירה שגם היום, כשמצאנו גופים אחרים חתמים לצורך העניין, שהמדרגות של הון עצמי לא מתאימות אז גם להם עשינו מבחן מיוחד להם לפי שווי ההתחייבויות החיתומיות שהיו בשנה הקודמת למועד הדרישה. וזה מצב דומה לכך. כרגיל אנחנו מוציאים את זה כמובן להערות ציבור לפני שאנחנו נעביר את זה לתוך התזכיר.

ד. חן: יש לי שאלה בסיסית בכל העניין הזה. אני לפחות מבינה עיצום כספי כסוג של ענישה יעילה וזריזה. אז למה היא פועל יוצא של גודל החברה בכסף, בממון, באיך שלא תרצו. ולטעמי עונש צריך להיות פועל יוצא של מהות ההפרה או עוצמת ההפרה ולא של גודל הגוף שעשה את זה.

ד. רימון: אז ראשית זה שילוב של הדברים. העיצום הכספי, כפי שקבוע היום בחוק הוא עיצום כספי על הפרות שהם הפרות יחסית קלות לביטור עובדתי של איחור בדיווח. זאת אומרת זה הפרות שמראש לא הפרות מאוד כבדות של תרמיות או מידע פנים וכן הלאה.

ד. חן: על זה דיברנו בישיבה הקודמת. ואז אני חושבת עלה פה, או לפחות אני העליתי למיטב זכרוני, שיש הבדל בין מישהו שמאחר ביום או יומיים לבין מישהו שמאחר בחודשיים או בשנתיים. אז מה לי הגודל של החברה? מה זה משנה הגודל?

ד. רימון: אני אסביר. העיצום הכספי בנוי בצורה כזאת שמתייחסת לשני העניינים גם יחד - היום הראשון שבו אתה עושה איחור בדיווח, זה הפרה ראשונה, למשל, 61 יום, נוסף יש עיצום מוגדל על הפרה נמשכת. בנוסף לעניין זה יש את חמש המדרגות. לצורך הדוגמא. אם ההון העצמי של התאגיד הוא נדמה לי קבוע ל-35 מיליון. יוצא שהעיצום הכספי שייגבה בעבור אותו יום של איחור בדיווח. יהיה 15 אלף שקלים.

ד. חן: אני הבנתי את זה.

ד. רימון:

רק רגע, עבור כל יום של איחור נוסף. משלמים ארבעה אחוז תוספת כלומר הפרה היא נמשכת כלומר בהחלט המנגנון הקבוע בחוק עצמו קובע שגובה העיצום ייגזר מאורך ההפרה. לגבי עוצמת ההפרה, יש כיום רק שני סיווגים: סיווג של מדרגה אלף ומדרגה בית של ההפרות על פי טיבן, שהם שוב כולן ביחד, הן כולם טכניות יחסית. והן לא משפיעות על הגובה של העיצום הבסיסי אבל הן כן משפיעות על תקרת העיצום הכוללת, שאפשר להגיע אליה. Above that, יש שיקול של מספר ימי ההפרה, המדרגות גם קבועות לפי התאגיד, ומהשיקול שאמרתי קודם. תשומת לבכם שגם אגרה שנתית קבועה באופן דומה.

ד. חן:

אגרה שנתית זה משהו אחר. אבל לפחות אני מבחינת פילוסופיה של עונש, זה כמו שבעונש אנחנו נותנים מאסר בפועל, מישהו שהוא עשיר ישלם קנס יותר גדול ממישהו שעני. זה לא מסתדר לי טוב עם הפילוסופיה של הקרימינולוגיה נקרא לזה.

ז. גושן:

הרעיון כאן זה שבענישה שאנחנו עושים, אנחנו מכניסים אלמנט של הרתעה. בעצם ההצעה שלך אומרת בוא תבחר מחיר אחד אחד לכולם. ההשפעה אם נניח בחרנו בקנס של 200 אלף שקלים על חברה לצורך העניין מת"א 25 זה כמו פסיק, ואילו על חברה שכל שווי ההון העצמי שלה הוא חמישה מיליון דולר והרווחיות שלה היא 300-400 אלף שקל. להטיל עליה קנס של 200 אלף שקל זה עוצמה בלי פרופורציה בכלל לעבירה. זה נכון שהעבירה עצמה היא אותה עבירה, אבל עבירת דיווח של חברה מת"א 25 היא שונה בהשפעה שלה על שוק ההון מעבירת דיווח של חברה זניחה בקצה מדד היתר. לכן אין ברירה אתה חייב להתאים ולתפור את המחיר שאתה קובע על הקנס כך שיתאים מבחינת אלמנט ההרתעה וההשפעה שיש לו על השוק. גם לסוג החברות שמבצעות את העבירה.

ד. חן:

אז למה לא קבעו איזה שהוא טווח. אז למה לא קבעתם טווח, שהוא בשיקול דעת של הוועדה?

ז. גושן:

זה דבר נכון. אבל כפי שאת וודאי יודעת נכון להיום משרד המשפטים לא מרשה שיהיה שום שיקול דעת בקביעת קנסות. חלק מהמשא ומתן שמתקיים עכשיו בוועדת אריאב זה סביב שינוי של המצב, כך שיהיה מחירון של נניח מיליון שקל, לא חשוב איזה שהוא מספר ויהיה שיקול דעת פתוח לוועדה

שמטילה את העיצום הכספי להחליט להפחית את העיצום בהתאם לנסיבות, בהתאם לסוג החברה וכולי ואז להחליט. אבל נכון להיום אין לנו את היכולת הזאת. ובהתאם לעובדה שאין לנו את היכולת הזאת אז אנחנו נצמדים למדדים שקיימים היום בחוק.

ג. גור-גרשגורן: מה גם שגם בהון עצמי וגם בשווי התחייבויות כן יש פה איזה שהוא קשר בהנחה שמי שנפגע זה המשקיע. כשאין את המילוי התחייבות. יש פה קשר לכמות הנפגעים. או לסף ההפסד שלהם.

פ. גיא: גם בית משפט מטיל קנס שונה על מי שיש לו כסף. ואת בטח יודעת גם על מי שאין לו. גם שם מתחשבים במצבו הכלכלי.

ד. חן: אבל יש שיקול דעת למי שקובע. לא תמיד מי שיש לו יותר כסף מקבל קנס יותר גדול.

א. חמדני: יש לי הערה קצרה ושאלה. אני חושב שהמציאות מלמדת, שבעולם שבו העיצום המנהלי הוא אחד. בסופו של דבר זה יהיה הנמוך ביותר שאפשר לתת. מהסיבות שאף פעם לא ירצו לתת קנס גבוה לחברות שזה יחסל אותם ולכן אין ברירה אלא ללכת בעולם בלי שיקול דעת למנגנון מהסוג הזה לפי דעתי לפחות. אני מסכים עם זה באופן עקרוני, והשאלה רק שרציתי לשאול היא האם נלקחה בחשבון האפשרות שאולי תהיה זליגה לגופים אחרים, שיבואו גם גופים אחרים. ויגידו אנחנו רוצים שתסתכלו לא על ההון העצמי שלנו אלא על הדברים הדומים לזה שאתם מתייחסים אליהם כאן, היקף הפעילות שלנו ודברים מהסוג הזה.

ד. רימון: ראשית יכול להיות שתהיה. ולא זו אף זו, כשתיקנו את תיקון החוק וקבענו את המנגנון כפונקציה של הון עצמי אז עלו שאלות האם הון עצמי הוא המבחן המתאים. באותה עת במחשבה פנימית שלא בטוח שהיא נכונה גם היום, וזה כן נתון בבחינה, חשבנו שבגלל היעילות ונוחות האיתור ניצמד למבחן ההון העצמי ומכיוון שהוא משקף פער בין הנכסים להתחייבויות, כאשר שניהם נמדדים כיום לפי החקיקה הבינ"ל כמונחים של שווי הון, יש גם להניח שמהימנות המבחן הינה צפויה לעלות. אז זה מבחן לא מושלם אבל אלה מספרים שיהפכו להיות יותר מקושרים למציאות משהיו בעבר. חשבנו

להישאר עם המבחן של ההון העצמי. אבל בהחלט יכול להיות מצב שהם יפנו אלינו והן בבחינה עצמית נגיע למסקנה שזה נכון לשנות גם לאחרים.

ז. גושן: אוקי. אושר.

#### 4. הצעה לתיקון תקנות בנושא תעודות חוב ופקדונות שמוותר להחזיק בקרן נאמנות.

ד. גילת: אני חוזרת לקרנות הכספיות. המכשיר הזה התאפשר לפני חצי שנה וצברנו איזה שהוא ניסיון. ראינו כמה בעיות וחסמים בדרכו. אני אנסה למקד את זה. לקרן כספית מותר להחזיק רשימה סגורה של נכסים, שהיא מצומצמת למדי: אגרות חוב נסחרות קצרות, ותעודות חוב לא נסחרות, שהם לתקופה של 30 או 90 יום בתנאים מסוימים, פיקדונות ומזומנים. צצו מספר בעיות. לגבי פיקדונות ומזומנים כיוון שפיקדון לזמן קצוב הוא נכס לא סחיר כי הוא סגור, מותר לקרן כספית, כמו לקרן לא כספית, להחזיק רק חמישה אחוז מסך הנכסים שלה בפיקדון. לאור הרשימה המאוד מצומצמת של הנכסים שמוותר להחזיק בקרנות כספיות, ומאידך, לאור הגודל, הם גייסו הרבה כסף, הקרנות הכספיות והם באו ואמרו תנו לנו להחזיק יותר בפיקדונות. אנחנו יכולים להביא ערך מוסף למשקיע גם בפיקדונות לזמן קצוב, אנחנו יכולים לקבל ריביות גדולות, תפתחו לנו את המגבלה הזאת של החמישה אחוז והחלטנו לעשות שניים:

לקבוע, להבדיל ממה שקיים היום, לא יהיה אפשרי להחזיק בפיקדון שהוא עד שלושים יום, אלא רק פיקדון שהוא עד שבעה ימים, ולעומת זאת בקרן כספית לאפשר להחזיק בסל נכסים לא נסחרים שהם תעודות חוב לא נסחרות או פיקדונות. בלי המגבלה של חמישה אחוז על פיקדונות. סך הכל 25 אחוז בסל הזה של פיקדונות ותעודות חוב, כאשר גם לגבי תעודות חוב לא נסחרות, כדי לפתור את בעיית העדר הנוזילות שלהן, התנאי להחזקתן בקרן הוא שלמחזיק יש התחייבות של המנפיק לפדות אותם תוך שבעה ימים מיום הדרישה, אד הוק. מקביל לזה, פיקדון שיהיה אפשר להחזיק בו אם הוא פיקדון לשבעה ימים.

מגבלה נוספת שקיימת היום, כמו שאמרתי, מותר בקרן כספית להחזיק בתעודות חוב שהם שלושים או לתשעים יום, זאת אומרת שמועד הפדיון שלהם הוא עד שלושים או תשעים יום. מסתבר שזה לא עונה באמת לצורכי החברות שרואות במכשיר הזה כחלופה לאשראי חוץ בנקאי. זאת אומרת זה

מאוד מגביל אותם, שהם יכולים לגייס חוב שהוא רק לשלושים או תשעים יום. הרציונאל שמאחרי הדרישה הזאת שתעודת החוב תהיה או לשלושים או לתשעים יום זה להגביל את התנודתיות. ככל שהמכשיר הוא קצר, הרגישות שלו לשינויים בריבית היא קטנה יותר ולכן זה מגביל את התנודתיות. אז אנחנו באים ואומרים, בואו נשיג את התוצאה הזאת של הגבלת התנודתיות בדרך אחרת, אנחנו נגיד שמותר להחזיק בתעודת חוב שהמח"מ שלה הוא לא יותר מתשעים יום. את התוצאה הזאת, של המח"מ שהוא לא גדול מתשעים יום אפשר לתשיג לא רק על ידי זה שמועד הפדיון הוא לא יותר מאוחר מתשעים יום, אלא גם על ידי מנגנון הריבית שהוא כזה שהריבית נקבעת מחדש כל כך וכך זמן, שהיא נפדית. זה תיקון נוסף שאנחנו רוצים לעשות. תיקון אחרון הוא באופן השערוך של פיקדונות. היום יש איזה שהוא עיוות באופן שבו משערכים פקדונות לזמן קצוב. כיוון שיש עקרון בקרן שאתה משערך את הנכס לפי התמורה שתקבל עבורו אם תצטרך לממש אותו היום, אז לגבי פיקדון לזמן קצוב, שיש הנחה שאם אתה מושך אותו לפני תום התקופה שלו אתה נושא בקנס שבירה ואתה לא מקבל את הריבית שנצברת עליו, או לא את כולה, אז היום הכלל אומר, שאתה משערך את הפיקדון הזה כל יום רק לפי סכום הקרן, ורק ביום האחרון, כשהגעת למועד הפדיון, נצברת עליו גם הריבית שתנאי הפיקדון מזכים בה. זה יוצר איזה עיוות, שבמשך שבועיים או במשך חודש אתה משערך את הפיקדון בסכום אחד ופתאום ביום השלושים, ביום האחרון, קופץ הערך שלו כי מתווספת עליו הריבית. זה לא מתאים לעיקרון שבקרן בדרך כלל משערכים את הנכסים כך שהם באופן מאוד רציף, כל יום, מקנים לבעלי היחידות את השווי היחסי שלהם בנכסי הקרן. אנחנו מציעים להפוך את היוצרות. כיוון שפיקדון לזמן קצוב, ההנחה היא שמנהל קרן לא ישבור אותו לפני תום התקופה, ורק אם הוא נקלע לאיזה מצוקה הוא יעשה כן, אז הכלל הוא שכל יום משערכים אותו יחד עם החלק היחסי של הריבית, שנצברה עליו, ואם מנהל הקרן שבר אותו או משך אותו, באופן שגורם להפסד הריבית אז נגרם הפסד. אז הערך שלו יורד.

דורית את דילגת על נקודה חשובה.

ז. גושן:

יש עוד נקודה. יש את העניין של הפיקדון לזמן קצוב, שהיום בתחרות על ליבן של הקרנות הכספיות הבנקים מציעים להם בעצם אפס קנס שבירה. זאת אומרת אומרים תסגרו את הפיקדון לשבעה ימים או לשלושים ימים, ואנחנו

ש. אופיר:

יוצאים מקודת הנחה שלא תשברו את הפיקדון. במידה ותקלעו לבעיית נזילות ואתם שוברים את הפיקדון לא יהיה לכם קנס שבירה. במקרה הזה אנחנו בעצם מציעים לראות פיקדונות שבהם אין קנס שבירה, למרות שהם לא קצוב ולכאורה הם בלתי סחירים, ממזומנים לכל דבר בקרן. זאת אומרת לא לספור אותם כנכנסים הלא סחירים. בגלל העובדה שבעצם מאפשרים את הנזילות הזאת ללא קנס שבירה. כלומר ברגע שיש התחייבות של הבנק לתת את הריבית הזאת לא משנה מה, אז אנחנו מבקשים בעצם להכיר בזה כמזומנים לכל דבר ולא כפיקדון לזמן קצוב.

חסם נוסף שאנחנו רוצים לטפל בו זה חסם מסוג אחר, זה חסם תפעולי יותר, שקיים היום. בשל הרצון לשמור לגבי הקרן הכספית, את האפיון שלה כמכשיר מאוד מאוד סולידי ומאוד מאוד בטוח, דרשנו לגבי תעודות חוב שהן לא נסחרות בבורסה, לפחות אם מדובר בתעודות חוב ישראליות הן תופקדנה למשמורת, לקסטודי, במסלקת הבורסה. זה, הסתבר, יצר הרבה בעיות תפעוליות. הבורסה לא ערוכה לעשות את זה, להחזיק אותן, היא לא ערוכה לפדות אותם על פי דרישה של מחזיק, שרוצה לפדות לפני תום התקופה, וגם העלויות שהיא דורשת הן מאוד גבוהות, ובתשואה הנמוכה שקרן כספית יכולה להציע זה חסם מאוד משמעותי. אנחנו מבקשים לבטל את הדרישה הזאת ולקבוע הוראה כללית, שהיא נובעת מחובות האמון והזהירות שחלות על מנהל קרן ועל נאמן באופן כללי, והיא אומרת שמנהל קרן ונאמן יצטרכו לדאוג לזה שכל הנכסים, כל נכסי הקרן, בלי לצבוע נכס כזה או אחר, מופקדים באופן ששומר להנחת דעתם על מלוא הזכויות של הקרן בהם ובכל זכות שנגזרת מהם, כמו ריבית, דיבידנד וכולי. היום יש הוראה דומה, אבל לגבי סוג מסוים של נכסים זה אגרות חוב שנסחרות מעבר לדלפק בחו"ל. אנחנו מבקשים להרחיב את ההוראה הזאת שלגבי כלל הנכסים שמוחזקים בקרן ולא לקבוע שום הוראות מיוחדות לגבי משמורת של נכס כזה או אחר.

ד. גילת:

אוקי אושר.

ז. גושן:

5. פרטים כלכליים ואחרים ביחס למוצרי מדדים - הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968.



א. זקן:

ההנחיה שאנחנו עוסקים בה עכשיו היא למעשה הנחייה שהיא תולדה של תהליך שהתחיל עוד עם צוות מכשירים פיננסיים שבו למעשה הלכנו אחרי המגמה ששולטת היום בעולם בתחום של מכשירים פיננסיים וזה לרכז את המידע שנמצא אודות המכשיר הפיננסי במידע תמציתי בנוסף למידע שקיים בתשקיף על מנת לתת למשקיע תמצית מידע או מבנה אחיד של מידע בר השוואה, שבו נכללים עיקרי הנתונים. זאת כמובן תוך הפנייה למידע המלא שנמצא בתשקיף. התהליך הזה התחיל במבנה שהוצע עוד בצוות מכשירים פיננסיים, יושם כבר בתשקיפים החל מ- 18.1.2007 לאחר שזה עבר את וועדת התשקיפים והיום נמצא, כמעט בכל מכשיר פיננסי. אנחנו פה עוסקים בתעודות סל, וכל הנגזרות שלהם תעודות סחורה, תעודות פיקדון, תעודות בחסר וכולי. את הגילוי הזה פה בהנחיה אנחנו דורשים בדוח התקופתי וכמובן אם יש עדכונים מהותיים אז גם בדוח הרבעוני, קרי פעם בשנה דיווח מלא אודות כל הפרטים, ואם יש עדכונים מהותיים בדוח הרבעוני. לסבר את האוזן על מה אנחנו מדברים אז אלף זה הפרטים הכללים אודות התעודה, מה הפרטים של התעודה וכולי, תמצית ניירות ערך שמורכבים בעיקר מנוסחת ההמרה והמרכיבים שלה, אם יש פרטים אודות מדיניות ההשקעה, השאלות, עשיית שוק, פרטים אודות דירוג התעודה ככל שיש וכולי. בנוסף אנחנו מבקשים פרטים שאנחנו רוצים בתדירות קצת יותר גבוהה, שגם הם יהיו בדוחות, הם יכללו בדוחות הרבעוניים, ושם יש נתונים שהמשקיע יכול להיעזר בהם באופן קצת יותר תדיר כמו למשל שווי אחזקות ציבור של הסדרה שידווח על בסיס חודשי. יש גם כמו בקרנות יצירות ופדיונות. אנחנו קראנו לזה צבירה נטו, שזה כספים שנכנסים ויוצאים מהתעודה, וזה עוד פעם בגלל כל הדינאמיות של התחום הזה. בשביל לסבר את האוזן, היום יש יותר מ- 37 מיליארד ₪ בתחום תעודות הסל. מליאה קודמת זה עמד על 33 מיליארד ₪. בתחילת שנה עמד על שלושים מיליארד ₪. זה קצב, יחסית מהיר. דבר נוסף שביקשנו בדומה לדוח דירקטוריון הוא אם יש שינוי בין המועד של הדוחות למועד הפרסום, שינוי שהוא שינוי מהותי וכולי, יש לכלול את דבר השינוי בדוחות. זה בגדול המסגרת.

האם יש הערות?

ז. גושן:

יש הערה אחת. אני חושבת שהסגל פה כבר מכיר את ההערות שלי בנושא ההנחיות. אני חושבת שהנושא של הסדרת תעודות סל הוא חיוני והכרחי. וגם דיברתי על זה עם איציק. אני חושבת שלנו כרשות אין סמכות לקבוע

מ. עקביה:

בהנחיות חובות גילוי חדשות. חלק מהחובות, זה חובות גילוי חדשות, שלא כמו בשום מקום אחר. הדרך לעשות את זה – זה תקנות. עם כל ההליכים שדורשים תקנות. הנחיות זה לא הכלי. ולכן אני חושבת שצריך להסדיר את זה בתקנות. זה גם לא לדיון לעשות במליאה וצריך לפתור את זה.

ש. אלבק:

אולי נלך מעבר לתשובות הלא פורמאליות אבל התשובות השגרתיות שאנחנו אומרים לעניין הזה. אני חושב שדווקא בתחום סה כמו של תעודת סל, שאנחנו עכשיו עושים רגולציה שהיא לא רגולציה שאנחנו יודעים בוודאות לאן אנחנו הולכים איתה, אנחנו רוצים לבדוק אותה, אז אנחנו בכוונה נותנים את התהליך הזה של הנחייה, שזה תהליך שבסופו של דבר, מגיע לתקנות ויוסדר כפי שצריך להיות מוסדר, בהתאם לכל הכללים ויעבור את כל הבקורות כולל בקרת משרד האוצר והכנסת. אבל במקרה הזה כל מה שאת רואה פה זה למעשה התאמה של הרגולציה הקיימת לענף שההסדרה שלו מחייבת התייחסות שונה מכיוון שברנע וכל יתר דרישות הגילוי אינן מתאימות בהכרח למוצר הזה. לכן אני חושב שמתבקש שהרגולציה תתחיל בהנחיות. ולא בשיטה של תקנות, שהמגבלות שלהן ברורות.

מ. עקביה:

אין לי מחלוקת איתך, שאולי צריך היה לתת לרשות כלי זריז יותר מתקנות. כגון הנחיות זמניות ואפשר לדאוג להסדיר את זה. כרגע הכלי הזה הוא לא בידיה של הרשות.

ד. חן:

הוראת שעה קוראים לזה בגדול. ומניסיוני, ולאור גילי המופלג אין דבר יותר ארוך בחיים מהוראת שעה.

מ. עקביה:

לא אבל ההנחיות שלהם פוקעות תוך שנה. או מוארכות לכל היותר לשנתיים.

ש. אלבק:

הן הופכות לתקנות, תמיד, אלא אם כן אנחנו מוותרים עליהם.

ז. גושן:

בלי להיכנס לנושא שאת אומרת שהוא נושא שכבר עלה. אני רק רוצה להגיד כמה מילים על מה שיש לפניכם כאן. אני מתייחס גם בעקיפין לחלק של ההנחיה. הסוגיה של תעודות סל היא סוגיה שמאוד מטרידה אותנו. מדובר בעצם ביצור שהוא בן כלאיים. מצד אחד הוא מתחפש להיות תעודת חוב. ומוצע כמו כל אגרת חוב אחרת. אבל מצד שני הוא משווק והמאפיינים שלו הם מאוד דומים למאפיינים של קרן נאמנות. אלא שלא חלות עליו כל אותן

הוראות שחלות על קרנות נאמנות כמו למשל הסוג של הנאמן שצריך ללוות. ויתר הממשל תאגידי, ויתר ההוראות שנכללות במסגרת של הפיקוח שלנו על קרנות נאמנות. בעצם צומח שוק – כבר שמעתם – הגיע ל-37 מיליארד שקלים, שוק מאוד מאוד גדול, שהרגולציה הקיימת לגביו, שהיא בעצם נגזרת מרגולציה של תאגידיים ולא רגולציה שנתפרה למידותיו היא לא מתאימה. במקביל לעבודה גדולה שמתבצעת אצלנו עכשיו ביחס להסדרה כוללת של התחום הזה, שמתקיימת, היא תיקח קצת יותר זמן, במקביל נעשים צעדים כדי נקרא לזה, לצמצם את החשיפות, שאנחנו רואים שקיימות לנו היום מהשק הזה באמצעות הנחיה מהסוג הזה, ובאמצעות הוראות אחרות, שאנחנו חלק כבר העברנו גם במליאה קודמת, ואחת שלפניה וחלק נעביר במליאה הקרובה. אני קורא לזה מעין תרופות ביניים עד אשר נשלים את העבודה שלנו לגבי ההסדרה הכוללת של תעודות הסל, שזה פרויקט שנמצא בעיצומו. בהתייחס להנחיה, במקביל לעבודה שאנחנו מבצעים כאן על תעודות הסל. במסגרת וועדת אריאב, מתבצעות עבודות אחרות. חלק מהעבודה מוזכרת וועדת אריאב כולל האחדת, לא איחוד רגולטורים, אלא האחדת סמכויות של רגולטורים, שבין השאר יכלול גם הענקת כוח לרשות ניירות ערך – ל- Rule Making Power בדומה למה שיש לידן, ואז לא נצטרך את הדבר הזה. עכשיו מכיוון שהמסלול הזה כבר פועל שמה בכיוון מסוים, וזה הולך לכיוון זה שהרשות, המליאה, תוכל לתת הנחיות שיהיו הנחיות מחייבות עם אחריות לגבי ההפרה שלהם, אני את השאלה הזאת של יש/אין סמכות. המחלוקת הזאת, שאני מבין שהיא מחלוקת, לא שווה להכריע בה בשלב הזה. אני מציע שנשאיר אותה כי ממילא היא תעלם ברגע שנשלים את המהלך במסגרת וועדת אריאב.

ש. אלבק: זה לגופו.

ז. גושן: לגופו אני פתחתי את זה להערות. אוקי. אז אושר.  
6. התקנת תקנות בנושא ייצוב מחירי ניירות ערך בסמוך לאחר הנפקה.

ר. עמיחי: קודם כל נראה לי שהיה צריך חצי יובל מאז משבר הבנקים, כדי שהאמוציות שקשורות במילים שדומות לוויסת ייעלמו על מנת שאנשים יסתכלו רציונאלית ויראו את ההבדל בין ויסות אסור לייצוב מותר. הכללים שמונחים פה בצורה של תקנות הם כללים שלמעשה קודם כל מה שחשוב להדגיש, קיימים בשני שווקים מרכזיים של שוקי ההון בעולם- לונדון וארצות הברית,

כללים מאוד דומים דרך אגב, קיימים בשניהם. אנחנו הלכנו בסופו של דבר כמה שיותר אחרי הכללים האמריקאיים אבל הכללים האנגליים לא שונים מהם בצורה משמעותית והכללים הם ייצוב לנושא מסוים, נושא הנפקות. זאת אומרת ייצוב שלאחר הנפקות וזאת כתוצאה מזה שנמצא שאחרי הנפקות מחירים נוטים לא להיות יציבים הן בגלל הכמות הגדולה של ניירות ערך, שמגיעה לשוק, והן בגלל – בהנפקות ראשונות – חוסר היסטוריה של ציטוטי מחירים, שמקשה על המשקיעים להעריך את השווי של ניירות הערך. כתוצאה מזה נולדו כללים שמאפשרים בעולם לאו דווקא לחתם, זה יכול להיות מיששתתף הנפקה אחר, אצלנו אצחנו רוצים להגיד שזה יהיה חתם אחד...

י. כהנוב: מה כל כך פסול בזה? מה כל כך רע, מה כל כך מסוכן? אז יודעים שבמוצרים כאלה יש תנודתיות בהתחלה עד שהשוק מסדר את עצמו. למה אתם רוצים שיתחילו לייצב את זה באופן מלאכותי, יעשו קניות, יעשו מכירות כשזה הכול בעצם פיקציה.

ר. עמיחי: תכף נדבר מה הכללים, אם זה קניות או מכירות כן או לא. אבל לפני זה לענות לשאלה באופן כללי.

י. כהנוב: מה הסכנה?

ר. עמיחי: בעצם כל השוק המשני הוא איזה אמצעי עזר לשוק הראשוני. שוק ההון הוא שוק ההנפקות, שוק שמפגיש בין מגייסים לבין משקיעים וכל המטרה של הגילוי, כל העניין של חוק ניירות ערך, הוא לעזור לשוק הזה. ואם רעשים כאלה שלאחר הנפקות מפחידים אנשים מלהשתתף בשוק הראשוני, אז יש בכך פגיעה ואם אפשר לטפל בדבר הזה ולא לגרום לפגיעה אחרת, אז מוטב.

י. כהנוב: כדי לטפל בזה אתה לוקח המון סיכונים.

ר. עמיחי: אז תיכף נראה אם אנחנו לוקחים הרבה סיכונים או לא. זה בדיוק הנושא.

י. כהנוב: חשבתי שזה די מסוכן, שיש כאן פתח להרבה מאוד תרגילים לא כל כך כשרים. או מאוד לא כשרים. וכשהמטרה היא לא בעיני כל כך...

ר. עמיחי:

מצד אחד אמרתי מה המטרה, מצד שני אנחנו לא חושבים שהסכנה היא גדולה. זאת אומרת אנחנו חושבים שבאמת, כמו שאמרתי בתחילה, אם לא הייתה פרשת הוויסות שגרמה לכל הפחדים שיש לנו, אין פה סכנה אמיתית זה משהו לחלוטין שונה. זאת אומרת למרות שיש עוד אנשים שזוכרים וחושבים שזה דומה. ולמה? אני אכנס לכללים ואז אפשר יהיה להבין למה אנחנו חושבים שהסיכון הוא קטן. אני לא אעבור על כל הכללים אני חושב. ..

ז. גושן:

כדאי להוסיף רק כמה מילים על הצורך, לפני שאתה נכנס לכללים. ההנחה ששווקים הם שווקים יעילים היא הנחה שהיא הבסיס בעצם לעבודה שלנו. אבל אין מחלוקת ששווקים הם לא יעילים כל הזמן, שיש תקופות מסוימות, שהם יכולים להימצא במצב של חוסר יעילות. ידועה האימרה המפורסמת של קיינס, שאמר:

Markets can stay irrational longer than you can stay solvent.

זה דבר שאנחנו צריכים להביא אותו בחשבון. הרעיון הוא שכאשר אתה מגיע בהנפקה, בהנפקה בדרך כלל מגיעה כמות גדולה מאוד של ניירות ערך לשוק. במיוחד כשאתה מדבר על הנפקה שזה הנפקה ראשונה זאת אומרת אין את המידע של מניות שנסחרו על פני תקופה ארוכה וזה לוקח איזה שהיא תקופת זמן שהשוק מנסה ללמוד ולהעריך מה המחיר כי בסופו של דבר אתה מתחיל ממחיר שמי שקבע אותו, קבע אותו חתם על בסיס משא ומתן עם החברה, הוא לא נקבע בתנאי שוק. כשהוא מתחיל להיסחר הוא נקבע בתנאי שוק. אבל לוקח איזה שהוא פרק זמן עד שהשוק מאתר את המחיר שהוא רוצה לפעול בתוכו. זה נכון גם כשאתה נותן כמות גדולה, גם כשיש לך הנפקה משנית. תקופה הזאת היא גם חשופה לבעיות. כי החתם שמבצע את ההנפקה בסופו של דבר חושש, שחלק מהשחקנים שקנו את הניירות, ירצו לעשות מימוש מהיר ולזרוק מיד את הניירות בחזרה לשוק כשעדיין לא התגבש שוק מספיק שיכול לקלוט את כל ההיצעים האלה. ויגרום נזק לתדמית ולמוניטין גם של החתם וגם של החברה. אתה רואה שהם בדרך כלל, כדי להתגבר על הסיכון הזה, מתמחרים את המניות בחסר. בדרך כלל כשאתה רואה שמניות מגיעות לשוק ביום הראשון זה קופץ בעשרה אחוז, 15 אחוז. הקפיצה הזאת זה חלק מהרצון של החתם לוודא שהוא משאיר כסף על השולחן עבור המשקיעים שלו, אבל הוא נמצא בסכנה שחלק מהמשקיעים יוכלו לזרוק את זה בחזרה לתוך השוק. הם מפתחים על פני זמן קשרים עם המשקיעים שלהם, כך שתהיה איזה הבנה שאם אתה קונה ממני אתה לא תזרוק בחזרה לתוך השוק. ואז יש להם יחסים ארוכי טווח עם המשקיעים

שקונים לא רק בהנפקה אחת אלא קונים בסדרה של הנפקות. אבל אתה לא רוצה בתור משקיע, שנשמע לקוד, ולא זורק, לראות איך אחרים זורקים. מממשים ואחר כך המחיר נופל ואתה נפגע. הייצוב בעצם בא גם להתגבר על הבעיה של הזמניות. תקופת זמן מסוימת עד שהשוק יתמחר נכון. עד שיתפתח הביקוש כנגד ההיצע וגם לאפשר לחתם, במובן מסוים להגן גם על המוניטין שלו וגם המוניטין של החברה שהנפיקה, אל מול האפשרות שמניות יזרקו לשוק.

ד. רימון:

אפשר רק להוסיף מילה? הדברים שזוהר אמר עכשיו נכונים שבעתיים בשיטה הנהוגה בארצות הברית, שמכונה כאן הצעה לא אחידה, כפי שהשכילה אותנו גיתית. היא הראתה לנו בנתונים שבארצות הברית באמת הירידה היא הרבה יותר דרסטית בסמוך אחרי ההצעה. כי כמו שזוהר אמר בהצעה לא אחידה מי שקובע את המחיר זה לא מחיר שנקבע באופן טבעי במכרז אלא הוא מחיר שנקבע על ידי החתם המתמחר שקובע ומעביר אותו הלאה ובונה את הספר של ההזמנות. אנחנו שואפים או חושבים שיש התכנות שהצעה לא אחידה תתרומם גם בישראל. עד היום היו רק פעמיים הצעה לא אחידה מאז היום שזה אפשרי, שזה במשך שנה אבל ככל שזה יהיה יותר יש סיכוי יותר גדול של נפילות באמת משמעותיות. נדמה לי שגיתית לימדה אותנו על שיעורים של 15-20 אחוז, לא משהו שאפשר להגיד שזה איזה גלים קטנים בים. בתקופה הסמוכה להנפקה.

י. אלמוג:

אני רוצה רגע לענות ליהלי. כי אני הייתי שותפה לחשש שלך. כמי שבאה מהפרקליטות, וטיפלנו בכמה תיקי מניפולציה, שבמהלכם נטענה טענת הגנה של נאשמים לייצוב אנחנו היינו מאוד מאוד חרדים. אני כמי שעסקה הרבה שנים באכיפה של העבירה הזאת, מאוד מאוד הייתי כמוך חרדה לפתח הזה שבעצם נותנים להתנהגות. אולי מהדהד לי משבר הוויסות אבל האמת היא שפשוט מניסיון של הרבה שנים בבתי משפט ובאכיפה של העבירה הזאת ובמיוחד בתיקים שקשורים למניפולציה סביב הנפקות, נטענה הרבה פעמים הטענה הזאת שבעצם מה שעשינו זה לא מניפולציה אלא ייצוב. תיק טמפו היה תיק כשהייתי מתמחה וזוהר היה היועץ שלנו בתיק הזה. ואנחנו זוכרים טוב מאוד את הטענות שנטענו. במידה מסוימת היה קשה לבוא לבית המשפט ולטעון נגד הפעולות בשעה שידוע, הצורך הכלכלי, שזוהר פירט אותו, ובזה שהצורך הכלכלי הזה מוכר בשווקים מפותחים בעולם ומוסדר בשווקים מפותחים בעולם, אבל בגלל החרדה הזאת מפני הדבר הזה בעצם יש חסימה טוטאלית

של כל המהלך. הרבה יותר קל לנו להתמודד עם ההתנהגויות האלה, כשאנחנו מכירים בצורך הכלכלי, אבל שמים את הדפוס או את הפורמט הנכון לעשות את זה. ככה שכשבאים לך עם הטענה בעלמה - עשיתי יישוב, אנחנו בודקים את זה עם כל חסמי ואמצעי ההגנה שעשינו אותם. ורואים שהבן אדם בעצם לא פעל לפיהם, אנחנו רואים שהוא יוצא מנמל המבטחים ובעצם אין לנו חשש אמיתי באכיפה של העבירה. באתי מנקודת מוצא מאוד כמו שלך, בגלל שבאתי מהצד האכיפתי. והתהליך הזה היה מאוד, מאוד זהיר מבחינתנו תוך שיישמנו לקחים מהרבה תיקים. עם הטענות שנטענו בתיקים האלה. ורוני יפרט איזה לקחים יישמנו בחסמים ששמנו.

את גם שוברת פה עיקרון. עיקרון די מקודש. לא כל כך רואה מה הדבר הבהול שמצדיק את זה. ואת גם נכנסת לכל מיני שדות מוקשים, של כל מיני סכנות, דווקא לפי מה שקראתי פה, המון המון סכנות. המון המון פיקוח, לראות שהוא לא עושה זה, ולא תיאם עם ההוא וכן הלאה וכן הלאה. כשבעצם זאת עיקר המלחמה שלנו. יעשו הרוכשים מה שהם רוצים. אנחנו צריכים להזהיר אותם. דעו לכם רבותי זה המצב. אלה הסכנות. ואתם - מי שרוצה שייקח את הנייר ובלבד שהוא יהיה מודע לכל הסיכונים. אז הם יודעים את הסיכונים. הם יודעים שבהנפקה חדשה יש סכנות כאלה ואחרות, זה מתפרסם. יגידו להם יש נטייה בחודש הראשון לעליות. אז מה הבעיה. מה אנחנו רוצים לעשות להם בולם זעזועים כזה מלאכותי.

י. כהנוב:

יהלי אז מה הבעיה אפשר לשאול הפוך. למה אני מתכוון. מה הוא עושה? מה זה פעולת יישוב? הוא קונה.

ז. גושן:

לא. אני דואג מהסכנות של תיאומים ושל קומבינאציות.

י. כהנוב:

בוא נראה. בוא נניח שאין את הנייר הזה. הנייר לא קיים, לא שמנו אותו על השולחן. מה עושה מי שמייצב הוא קונה. מה העבירה בזה? הוא רוצה לקנות במאה. הוא הנפיק במאה הוא שם פקודה קבועה כל יום הוא נכנס לספר הפקודות והוא רוצה לקנות במאה. והוא קונה. עסקה אמיתית. מחזיק את המניות אצלו. למה הוא צריך אותי בשביל זה.

ז. גושן:

זה הוויסות.

י. כהנוב:

- ז. גושן: למה זה הוויסות? הוא נותן פקודה.
- י. כהנוב: מה היה הבנקים, כל יום היו מעלים באחוז אחד וויסתו.
- ד. חן: זה היה על חשבוננו.
- י. כהנוב: גם פה. אם הנייר שווה פחות והוא בכל אופן קונה זה גם היה על חשבונך. את תקני ואחרי שיפסיק לווסת זה ייפול לקרקעית ואת תגידי מה עשינו. הולוכו אותי שולל חודש שלם, ראיתי שזה יציב, כי הוא וויסת. ועכשיו אני מפסידה.
- ז. גושן: יהלי, כשאתה קונה מנייה אמיתית זה לא וויסות. קנית קנייה אמיתית, לקחת את הסיכון. הרי אתה לא יכול להתמודד עם כל השטף של היצע שיהיה. אם השוק לא מסכים איתך, אתה תמשיך לקנות במאה, תמשיך לקנות במאה, בסוף זה יתרסק לשבעים. כל הכמות שקנית אתה תפסיד.
- ז. גושן: הרכישה כשלעצמה אין איתה פגם. היא לא וויסות. הוויסות שהיה במניות הבנקים היה פרשה אחרת לגמרי. חוץ מהעובדה שהם לא רק קלטו – הם לא רק קלטו היצעים, אלא הם גם הכניסו ביקושים כי הם פשוט רצו לשלוט גם בפלוס וגם במינוס, כדי לוודא מתי יש להם עודף היצע ומתי יש להם עודף ביקוש. ועוד פרשות אחרות, שהם הסתירו את זה דרך חברות קש. אנחנו מדברים על מישח שבא ואומר אני קונה קבוע במאה. אין בעיה עם הדבר הזה. אנחנו פה עוד מטילים עליו, אומרים לו, יש לך את המסלול הזה, אבל אם מישחו יחשוב שאתה עשית מניפולציה וניסית להניע את השער באיזה שהיא צורה אתה חשוף אתה לא רוצה להיות חשוף, בוא תיכנס לתוך המתכונת שאנחנו נתנו לך כאן. זה בעצם נמל מבטחים. אתה צריך לצאת גם מההנחה שהוא יכול היה לעשות את זה. לא היית קורה לזה ייצוב היית קורא לזה מישחו שקונה מניות. אז כל מה שאנחנו באים ואומרים תגלה, תחשוף, תיכנס למתכונת שהיא תחת בקרה, שנדע מה אתה עושה כדי שהשוק ידע מה אתה עושה. והשחקנים יגיבו בהתאם. לא שינינו פה את הכללים של המשחק בצורה דרמטית. מבחינתנו זאת השלמה של מהלך שהתחלנו בו קודם. המהלך שהתחלנו, שאפשר שיטת חיתום כמו באמריקה, מחייב להדביק לשיטה הזאת את האלמנט שחסר לה. שיטה אמריקאית שאומרת שאתה יכול לעשות שיטה לא אחידה באה עם מתכונת של ייצוב. אנחנו באנו ותפרנו את השיטה האמריקאית וחלק בתוך השיטה הזאת השארנו בחוץ. כמו שאמר



רוני, מחששות מימים ימימה. נושא הייצוב דרך אגב, בשנת 94 ישבתי פה בתור חבר מליאה, זה היה על השולחן, האם כדאי או לא כדאי לעשות נמל מבטחים וייצוב.

א. אמיר-הימל: זוהר אני יכול לחדש לך, שהנושא הונח על שולחן המליאה בשנת 85. היו תקנות ייצוב שחתמה עליהן איילה פרוקצ'יה בכובעה פה וזה נפל מהטעמים שיהלי אומר עכשיו, מפחד. אבל אנחנו היום בשנת 2008.

ש. אלבק: יהלי, יש פה עניין אחד שצריך להדגיש אותו. הוראת החוק שעוסקת במניפולאציה במפורש מחריגה ייצוב כפי שייקבע בתקנות. זאת אומרת החוק, סעיף 54(א)(2) יצא מנקודת הנחה, שצריך להתקין תקנות שהם יאפשרו ייצוב בהתאם לחוק, בהתאם לנמל המבטחים. כל מה שאנחנו עושים פה היום, מעבר להמשך של המגמה של סידור נושא אופן ההצעה לציבור, אנחנו נותנים תוכן למגמה הזאת.

ז. גושן: האם יש הערות נוספות? רוני תמשיך.

ר. עמיחי: אני אמשיך כי בעצם ההמשך ישלים, אני מקווה, את הפגת החששות. כי הכללים הם כאלה שאמורים להפיג את החששות, כפי שכנראה גם בשוקים האחרים חשבו. קודם כל אני אתחיל לאו דווקא לפי הסדר. כי אני חושב שאחד הדברים החשובים ביותר זה עניין תקופת הייצוב. תקופת הייצוב היא תקופה מוגבלת. ואנחנו הגבלנו אותה לשלושים יום, ותיכף נסביר למה היא שלושים יום, אנחנו מאמינים שבכך יש אותה "חרב מתהפכת" של הסכנה שמרחפת מעל החתם שמייצב. מה זאת אומרת - יסתיימו שלושים הימים, הוא קנה וקנה כדי לייצב, ופתאום אחרי שלושים ימים, הוא לא יכול יותר לייצב. אם השוק לא האמין לפעולות שלו, המחירים יפלו והכמות שהוא קנה הוא הפסיד עליה הרבה מאוד. לכן הוא לא יעשה את זה אם הוא לא מאמין במחיר של ההנפקה.

י. כהנוב: אז הוא מייצב לא בגדר נמל מבטחים. אבל מותר.

ר. עמיחי: למה שלושים ימים? יש בארצות הברית משהו שנקרא green shoe. זאת הייתה החברה הראשונה שאצלה עשו את הדבר הזה. והפעולה היא פחות או יותר כך: החתם ביום ההנפקה מוכר בחסר עד 15 אחוז יותר ממה שהחברה

הנפיקה. זאת אומרת אם החברה הנפיקה מאה, הוא מוכר 115. 15 הוא משאיל. החברה נותנת לחתם וורנט (warrant) לשלושים ימים של ה-15 אחוז האלה. זאת אומרת החתם יודע שאם הוא צריך להתכסות, הוא יכול או בשוק או מהוורנט. ואז המסחר מתחיל. אם המחיר בשוק יורד, אז הוא קונה בשוק, מכסה את החסר שלו בשוק, בעצם עושה פעולת ייצוב וכל עוד התקנות האלה לא בתוקף הוא בסכנה אולי שהוא עושה פעולה בעייתית. אם השוק עלה כמו שהוא מקווה שיקרה בחברה המנפיקה אז הוא מממש את הוורנט. זאת אומרת עכשו, הוורנט הזה וזה חשוב, כבר אושר על ידי וועדת הכספים. זאת אומרת הוא כבר חלק מהתקנות. אז בלי ההשלמה הייתה לנו תקנה שהיא חצי מתה כי חתמים חששו להשתמש בה. דבר נוסף, וזה הלכנו בעקבות העולם, מחיר הייצוב. ושוב משהו שהוא שונה בוודאי מהוויסות - בזמנו אם אתם זוכרים, בוויסות הבנקים ניסו לשמור על איזה שהיא תשואה למשקיעים, זאת אומרת להעלות את המחירים לקצב האינפלציה פלוס. פה בעצם מה שאומרים לו מותר לך ליצב במחיר שהוא הנמוך מבין מחיר ההנפקה, או המחיר האחרון, שהוא עסקה בין צדדים ג', כאלה שלא רצו להשפיע על מחיר ההנפקה. זאת אומרת הוא אפילו לא יכול לעלות למחיר ההנפקה. עד כדי כך זהירים אנחנו בעקבות העולם.

ד. חן: הסיום הוא תוך שלושים יום. אז אם זה מיד אז איך תדע מה המחיר האמיתי. כלומר עוד לא היה השוק ואתה לא רואה מה השוק אומר. אולי היה נכון לעשות את זה יום או יומיים אחר כך?

ר. עמיחי: לא מה שקורה זה הדבר הבא. החתם -

ד. חן: אם הוא מתחיל את זה באופן תיאורטי משעה אחר כך. או מלמחרת. אז אתה יודע מה יהיה המחיר - אתה יודע מה יהיה מחיר ההנפקה. אתה לא יודע איך כוחות השוק הגיבו באופן אמיתי ביום שלמחרת.

ר. עמיחי: רק ניתן אולי איזה רקע, לאיך החתם עובד בשיטה האמריקאית. בשיטה שבעצם, אני קורא לה אמריקאית, אבל היא קיימת גם כמובן באירופה. החתם פוגש משקיעים ונותנים לו מחירים פוטנציאליים שהם מוכנים לרכוש כמויות מסוימות בהתאם למחירים מסוימים. הוא אוסף את האינפורמציה הוא בונה את הספר. הוא בונה לו איזה פונקציה ביקוש טנטטיבית ורואה באיזה מחיר הוא חושב שהוא יכול לצאת בהנפקה. יוצא להנפקה עם מחיר

שהוא מאמין שהוא המחיר הנכון, אחרי שהוא למד את החברה, ואחרי שהוא פגש משקיעים פוטנציאליים שאמרו לו מה המחיר. הוא בעצם בייצוב הזה ממשיך לשדר, אני לא סתם קבעתי את מחיר ההנפקה להיות 8, אני באמת מאמין שזה המחיר הנכון. הסיכון הוא כמובן שהשוק למרות שהוא עוד עושה פעולות נוספות כדי לשכנע אותו שהמחיר הנכון הוא שמונה, לא "ייקנה" את זה, ובסוף החתם, בסוף השלושים ימים נשאר עם כמות נוספת. אבל אם מדברים על תקופת השלושים ימים כתקופה עם רעשים היומיים הראשוניים בוודאי ובוודאי הם יומיים עם רעשים. כל הרעיון היה בעצם להגיד בתקופה הזאת חתם מותר לו לשדר לשוק אני מאמין במחיר הזה.

ד. רימון: יוצא שכשאין מחיר עסקה אז הולכים רק על מחיר מכירה.

ד. חן: אני הבנתי את זה. לפחות אני רואה עכשיו שאני הבנתי. אז זאת אומרת אם מחיר ההנפקה הוא מאה, סליחה שאני אוהבת מספרים עגולים, אז בעצם אתה אומר היומיים הראשוניים הם היומיים הכי בעייתיים ונכון, כמי שלא מחשיב את עצמו למומחה גדול, אבל רואים את זה לא פעם. אבל בעצם בזה שאתה מאפשר לו לעשות את זה מיידי, אז הוא יכול לרוץ על המאה הזה מהיום הראשון. אז לכן כל מה שסתבת פה שהוא יהיה המחיר האחרון שנקבע בשוק בעסקה, לא היו מערבים זה בעצם דבר שהוא תיאורטי. אם הוא מפעיל את זה ברמה המיידית. בסעיף 5 מחיר הייצוב.

ד. רימון: אבל את יוצאת מנקודת הנחה שכל התקופה אין עסקאות ...

ד. חן: לא. אני מנסה להבין את המנגנון. אם הוא יכול להפעיל את המנגנון הזה של הייצוב מהיום הראשון. אז היה ומחיר ההנפקה שלו הוא מאה, והוא לא רוצה להשאיר לכוחות השוק לעשות את שלהם, כי בסוף יכול לצאת ברוך והמאה הוא חמישים, אז הוא מהיום הראשון או מהדקה הראשונה מזרים הוראות קנייה של מאה.

ז. גושן: את מניחה שהוא מחזיק את הפקודה על הספר לאורך כל השלושים יום.

ד. חן: כן. ומהיום הראשון.

ז. גושן: אז אם זאת ההנחה שלך אז זה יהיה המחיר הנמוך, כי המחיר יכול רק לעלות ולא יכול לרדת. אבל מכיוון שזה עולה הרבה כסף לעשות ייצוב וזה מסוכן אז יהיו חלק מהימים שהוא יכול להחליט שהוא לא משאיר את הפקודה בספר. כי נניח שהוא חושב שהשוק כבר נתע ולאכזבתו זה צנח ממאה לשבעים. ועכשיו הוא רוצה לחזור לייצב אנחנו אומרים לו אתה מייצב עכשיו בשבעים אתה לא יכול לייצב במאה.

ר. עמיחי: אני לא מציין את כל הנקודות, כי בטח ראיתם את הנייר. אבל נקודה נוספת קריטית לחששות זה באמת השארת סיכון הייצוב בידי המייצב. כי הרי אמרנו ש"החרב המתהפכת" היא שהסיכון על החתם שאחרי שלושים ימים הוא נתקע עם סחורה שהמחיר שלה נופל. אבל אם נניח, בעל השליטה בחברה נתן לו שיפוי על ההפסדים, אז למעשה מה אכפת לו. וכל האיזונים שחשבנו שזה בנוי עליהם נעלמים. לכן הנושא הזה הוא כמובן קרדינאלי להצלחה. נקודה קריטית נוספת זה כל נושא הגילוי. הגילוי, שהפקודה תסומן כפקודה מייצבת. הגילוי של דוח מיידי בסוף היום שמרכז את הפקודות המייצבות.

ז. גושן: הפקודה או העסקה?

ד. רימון: טרם הוחלט. תשארנו את זה בנייר למבחן הבורסה. הנייר אומר שצריך להיות איזה שהוא גילוי. או בדרך של פקודה. גילוי על הפקודה. או גילוי על העסקה. או גילוי בדרך של הודעת בורסה. אבל אחת החלופות תידרש להיות עד שהתקנות האלה יהפכו להיות קיימות.

ד. חן: בעיני הגילוי הזה הוא קריטי. כי זה איך אומרים מעקר חלק מהחששות שיהלי אמר אותם.

ד. רימון: גם אני מחזיקה בידי את הפסיקה שהייתה בטמפו ושפיר, ובאורסיס ובתי המשפט חוזרים ואומרים שהסוגיה שהכי הטרידה אותם זה שאותה פעולה, שאולי כשלעצמה יכלה להיחשב במקומות אחרים כמותרת, נעשתה בחוסר הגילוי ובתסוואה כפעולה שכל תכליתה כלכלית, ואמונה במחיר שננקב בפקודה. זה מה שהטריד אותם במיוחד. וזה נרפא באמצעות הגילויים.

ר. עמיחי: נקודה אחרונה שאני רוצה פה לציין זה מה שממוספר בנייר ההסבר כ-9 וזה איסור הפליית מידע כמובן כדי שלא ייהנו מקורבים לחתם מהעובדה שהוא

מייצב, שהרי החתם, כמו שהבנו לא חייב מיד להתחיל לייצב. מקורב שיכול לקבל תיפ מהחתם אני הולך מחר לייצב ממחר שמונה. הוא כמובן במצב יותר טוב מאשר זה שלא קיבל. אז לכן גם זה נקבע ככלל, שזורק את החתם מנמל המבטחים ולכן מכניס אותו חזרה לסעיף איסור המניפולציה. סעיף 54.

בכל מקרה התקנות האלה הם לא יחולו על הנפקה של חבילות. חברות מנפיקות חבילה של ניירות ערך מסוגים שונים. ולאו דווקא רק ניירות ערך מסוג מניות. הם מחברות מניות אגרות חוב, אגרות חוב להמרה, אופציות. התקנות האלה לא יחולו על החבילות. מה שאומר שהתחולה שלהם מבחינה פרקטית היא תהיה על מיעוט ההנפקות שקיימות בשוק ולא על רוב ההנפקות שקיימות בשוק. כך שיהיה לנו מספיק זמן להתבונן ולראות איך זה עובד.

ז. גושן:

זה מסוג הדברים שצריכים לראות איך זה נראה בשטח.

ד. חן:

נכון. אז אני אומר כיוון שצריך לראות איך זה נראה בשטח. בינתיים זה מסויג וזה לא יחול על הפרקטיקה של הנפקת חבילות.

ז. גושן:

קודם כל אני אגיד שאני מסכים עם הצורך העקרוני בנקודה הזאת. כי אני חושב שאם השוק מלמד שיש לזה ביקוש ימשיכו לעשות את זה גם אם יהיה הכלל הזה ובין אם לא יהיה הכלל הזה בכל מיני דרכים כאלה ואחרות. כמו שיודעים גם מהניסיון בחו"ל, בסופו של דבר אני חושב שהנקודה של יעל היא נכונה. המצב מבחינה אסטרטגית של רשויות האכיפה יהיה טוב יותר אם יש איזה שהוא נמל מבטחים. ומי שמחוץ אליו יש לו נקודה בעייתית. יש לי שאלה אחרת לגבי השאלה האם בנקודה הזאת של הסכמים עם בעלי שליטה לא צריך שיהיה פה איזה שהוא מנגנון שיבהיר מראש מה טיב היחסים של החתם עם בעל השליטה, ועד כמה בעל השליטה או התאגיד או המנפיק או כל אחד אחר, לוקח עליו את האחריות הזאת. ואני מודה שלא התעמקתי פה בתקנות לפני כן כי לא חשבתי על הנקודה הזאת, עד כמה יש פה איזה שהוא חשש שיהיה מצב שבו החתם נניח, יבוא ויגיד כן היה לי איזה שהוא הסדר כזה, או הייתה לי תבנה כזאת או אחרת עם בעל השליטה. ובכך בעצם התקנות מתסוג הזה ירכזו את מרב האחריות על החתם בלי ללכת לבעל השליטה בחזרה.

א. חמדני:

לא הבנתי את השאלה.

ד. חן:

א. חמדני: אז אני אחזור על השאלה. עד כמה נמל המבטחים שכאן, בסופו של דבר יכול להביא למצב שבו מי שנהנה ממנו בעקיפין זה בעל השליטה ולא רק החתם. במקרים שבהם עמדו בתנאים של נמל המבטחים או לא עמדו בתנאים של נמל המבטחים.

ר. עמיחי: אני אענה אני מקווה שזה עונה. וזאת הנקודה של הסיכון, על מי הסיכון. זאת אומרת אם הסיכון הוא על החתם. נכון בעל השליטה בעקיפין נהנה מזה שהחתם ייצב את המחיר והשוק לא סתם נפל והתחיל לגרור את המחיר כלפי מטה. אבל הוא לא נהנה מעבר לכל בעל מניות אחר. על החתם יש הסיכון. ברגע שבעל השליטה יגיד לחתם אני מפצה אותך על ירידות שיהיו במחיר נייר הערך שאתה רוכש במהלך הייצוב, אז למעשה אין האיזונים יותר.

א. חמדני: אני יודע. אני רק רוצה להבהיר שאז אנחנו מטפלים בחשש הזה בזה שאנחנו מסירים את נמל המבטחים מהחתם.

ד. רימון: לא רק זה, מי שהיתרנו לו לעשות את פעולת הייצוב הוא חתם מתמחר וחתם מתמחר אחד. בתקנה שהיא לא כאן. אלא תקנה קיימת כבר היום, נקבע שחתם מתמחר לא יכול להיות שייך לקבוצת המנפיק. אז זה גם עוד איזה ריחוק מהקבוצה עצמה.

י. כהנוב: ולמה רק חתם מתמחר אחד?

ד. רימון: מטעמי זהירות.

י. כהנוב: אני הבנתי שבארצות הברית יכולים להיות יותר מאחד. עוד פעם לוקחים רק חלקים.

ר. עמיחי: לא. קודם כל אתה צודק, ואפשר לטעון טענה כזאת, אבל בארצות הברית הלכה למעשה כן הם מארגנים את זה בינם לבין עצמם שזה יהיה אחד כדי שלא יהיה להם בלגן. והדבר השני – כן, אנחנו יותר חוששים, כי פה יותר חוששים. אז אומרים לפחות שיהיה לנו נוח זאת אומרת שיהיה לנו מישהו אחד, שאנחנו יודעים לעקוב אחריו.

י. כהנוב: אני מקווה שאתם צודקים.

ז. גושן: על זה נאמר ימים יגידו.

ז. גושן: אושר.

## 7. שונות.

ז. גושן: מחר אנחנו מקיימים מסיבת עיתונאים בנושא שאנחנו הטבענו לו את הכינוי פטופטי בעלי שליטה. כנראה שהנייר הזה שנצמד אליכם כאן הוא חלק מהעובדה שהתכוננו למסיבת העיתונאים. אז כפי שאתם יודעים הפרשה התחילה עוד בקדנציה של משה, שבעלי שליטה ונושאי משרה התבטאו בתקשורת ביחס לחברה שלהם או ביחס לשווי המניות שלהם, שזה שישים אחוז נמוך מידי או שזה מציאה או שזה לא מציאה, והרשות לא אהבה את הדבר הזה, בלשון המעטה. בעיקרון אנחנו היינו רוצים שכל המידע שמגיע לציבור יגיע דרך המגנא. בצורה מסודרת. אחידה לכולם ולא יהיה מצב של אפשרות הפליה באופן שבו אתה חושף את המידע וגם שתהיה לקיחת אחריות, מה שמתפרסם במגנא יש מאחריו לקיחת אחריות. אנחנו עם הזמן גיבשנו פה פרקטיקות שהתבססו על מה שחשבנו שיש ביכולתנו לעשות כדי להגיב לפעילויות האלה, הכוחות שיש לנו, הם לא כוחות מפורשים אלא הם כוחות שנגזרים מהפרשנות שלנו את המצב המשפטי. בגדול עשינו אבחנה בין מי שהם נושאי משרה, שאותם ראינו כחברה עצמה. אין אבחנה בין מנכל לבין חברה. כשמנכל מדבר זה החברה מדברת, לבין בעלי שליטה שאינם נושאי משרה, יש רק שלושה כאלה בארץ או משהו כזה, הרוב הם בתפקיד של יושב ראש דירקטוריון ממילא. אבל מבחינת אלה שאינם נושאי משרה ושהם לא החברה יש להם מעמד עצמאי מנותק מהחברה, עשינו אבחנה בין חשיפת מידע בשוטף, בפעילות השוטפת של החברה, לבין חשיפת מידע ערב הנפקה או כשיש תשקיף פתוח, או כשאתה לקראת ביצוע ההנפקה מתשקיף מדף. ועשינו אבחנה בין מידע שממילא אתה חייב לגלות אותו לפי החוקים הקיימים, לבין מידע שהוא מידע ולונטארי שאתה רוצה לחשוף אותו לציבור. ואבחנה נוספת בין מידע שנוגע לחברה לבין מידע שהוא בגדר דעה שיש לך על השווי של המניות של החברה. המסננת של כל הדברים האלה,

העמדה שהתגבשה פה ושביחס אליה ביצענו – נקרא להם, פעולות ענישה, החלק הכי חמור מבחינתנו זה התבטאויות של נושאי משרה, שיש תשקיף פתוח, ששמה יש חשש להנאה ושמה הרשות אימצה פרקטיקה של דחיית ההנפקה כדי לאפשר למידע להיקלט בשוק. הקצה השני זה בעל שליטה שאינו נושא משרה, שמחווה דעה ביחס לשווי המניות. לא ביחס לפרטים שהוא קיבל מהחברה או של תוכניות קונקרטיים ל חברה, ששם חשבנו שיש מקום להקל ולא לדרוש התערבות, שזה לא במועד הנפקה כמובן, כאשר לכל יתר המצבים באמצע יש התייחסות. בעלי השליטה ונושאי המשרה באופן מאוד עקבי מפעילים את כל הלוביסטים שלהם ואת כל אנשי התקשורת שלהם על העיתונות, שעמדתה של הרשות כי בסופו של דבר העיתונאים חיים מכל הדיבורים האלה של נושאי המשרה ושל בעלי השליטה, ולכן מפעילים עליהם לחץ כבד כדי שיגרמו לרשות לשנות את עמדתה ובעצם לאפשר את הפתיחה של זרימת המידע - הם קוראים לזה זרימת מידע חיובית לשוק, חופש הביטוי. הגענו למסקנה בתיאום עם אורי, שבעצם מפעיל את הפרויקט הזה, שזה מאוד חשוב שהרשות תציג את עמדתה בצורה מסודרת ותסביר. כי אחרת העיתונאים שנמצאים בשטח, מקבלים רק גירסה אחת, את הגירסה של החברות, שכל הזמן מציגות אותנו כמי שמתעמרות בחברות ובחופש הביטוי שלהם, והנגישות שלהם לשוק. מחר תהיה מסיבת העיתונאים בניצוחו של אורי, אנחנו פשוט נסביר את העמדה שלנו, של הרשות והאופן שבו היא מיישמת את החוק לעיתונאים.

ד. חן:

אם מותר לי שתי הערות בעניין הזה. מכיוון שקראתי את הנייר של עמרי. מאוד התעמקתי בו זה גם מאוד עניין אותי. אני רוצה להגיד את ההתבלטות שלי, ואני אולי לא כתברת מליאה. אלא כאדם מהציבור. אני רוצה להגיד שבמבט ראשון הייתי פה באיזה שהיא דיכטומיה. מכיוון שאני בן אדם שמאוד דוגל בחופש הביטוי וכל בעל שליטה רשאי להלל ולשבח את מרכולתו. כמו כל בן אדם שיש לו נכסים וכיוצא באלה. אבל אחרי שקראתי מה שכתב פה אורי, דווקא למרות שהוא הלך יותר בעד פתיחות הוא דווקא שכנע אותי שהוא לא צודק. ומה שמפריע לי זה שני עניינים. קודם כל הוא מסתכל לעניין של בעל השליטה גם אם הוא לא נושא משרה. כאילו אנחנו מדברים פה באיזה שהם תנאי מעבדה. ואולי אני לא רוצה לפגוע ביושב ראש. אבל אני עושה לי רושם שזה נורא אקדמיה לייק. סאילו אנחנו לא חיים בעולם האמיתי, אלא חיים באקדמיה. כל בעל שליטה גם אם הוא לא נושא משרה, הוא לא אדם נטול אינטרסים. זאת נקודת המוצא של כל מי שחי את



המציאות בארץ ובעולם. והדבר השני שמטריד אותי, העניין הזה של המגנא, שאתם פה הנהגתם. לכאורה מאפשר שוויון לכולם. מי שרוצה ומי שמתעניין נכנס ורואה. כשמתחיל פרסום באמצעי תקשורת, אז יוצא שבעל לוביסטים כמו שאמרנו, ואני יחסי ציבור וכיוצא באלה. הם היום מחוברים לעיתון איקס או Y. הם פרסמו שמה פרסום, שמישהו שהוא בעל עניין במקרה לא קנה את העיתון הזה באותו יום. או במקרה היה שבוע בחו"ל ולא נתן פה חראה לשמור את כל גזרי העיתונים. כלומר הפרסום שהוא לא ממוסד, נקרא לזה, יוצר איזה שהוא בלגן, שאם במקרה לא קראת עיתון או לא היית בארץ וכיוצא באלה אין לך באופן אמיתי את אותו שוויון של מידע, כמו שיש לכולם. וכפי שאמרת, בעל שליטה אי אפשר להתעלם מהעובדה שהוא בעל אינטרסים. לכן ברמת העיקרון לייצר איזה שהוא כלי דיווחי, נכון שאני הבנתי שהכלי הדיווחי הזה גורר איזה שהיא אחריות שבגלל זה אולי אנשים גם לא מדווחים, אז מי שרוצה לעשות לעצמו מסיבת עיתונאים בעל שליטה, אי אפשר להתעלם בזה. אנחנו חיים בעידן של תקשורת אבל יתכבד וגם ידאג שהעניין הזה ידווח. בשביל אלה שהוא רוצה לעשות מרקטינג.

ז. גושן: את צודקת חלק מהמדיניות שלנו באמת וזה נושא שיהיה מחר במסיבת העיתונאים זאת העובדה שגם אם בעל השליטה בחר לתת איזה שהוא ביטוי בעיתון, החברה חייבת להתייחס לזה במגנא ולקחת על זה אחריות לטוב או לרע. אנחנו לא מונעים ממנו את האמירה אבל אנחנו רוצים שתהיה את ההתייחסות של החברה.

י. כהנוב: העסקה של "חברה גדולה". יום לפני העסקה הם הכנישו בכלל שהולכת להיות עסקה, והדוברים שלהם אמרו, שזה עוד רק בשלבים של משא ומתן. ולמחרת הודיעו הייתה עסקה. ההכחשה הזאת אתה לא רואה בה בעיה?

ז. גושן: בוא תראה, זה מסוג השאלות שזה לא נוח לדון עליהם בפורום של מליאה. באופן עקרוני בהחלט ייתכנו מצבים שבהם חברה מכחישה עובדה אמיתית. בהנחה שאותה עובדה אמיתית היא מהותית, הכחשה הזאת מהווה תרמית.

כמשל.

י. כהנוב:

ז. גושן: אבל המשל הזה הוא לא משל טוב אתה מועסק בחברה ספציפית. חברת אי בי סי, תיאורטית. אם יש עובדה מהותית שמתרחשת בחברה והחברה מכחישה

את קיומה זאת עבירה על סעיף 54, זאת תרמית בניירות ערך. נקודה. בסדר?  
עכשיו השאלה של הכחשה לא הכחשה, המועד שבו מתגבש המידע לצורך  
גילוי וכולי, מוסדר אצלנו בתקנות, יש תקנה 36, שמרשה לחברה לשתוק  
בהנחה שהיא לא רוצה שמשא ומתן שהיא מקיימת יסוכל כתוצאה מהגילוי.  
אני לא חושב שהתקנה הזאת מרשה לשקר ביחס לעובדה, אבל אני לא יודע  
מה קרה בפרשה הספציפית שאתה מעלה ואני מציע שלא נעסוק בה בפורום  
הזה, שהוא פורום של המליאה. ברשותך.

ש. גוטמן-עמירה: רק לחדד למה שדבורה אמרה. מבחנת מה אנחנו עומדים לבקש מבעל  
השליטה. כי על חלק אנחנו נבקש התייחסות של החברה לאחר התבטאות של  
בעל השליטה. אם זה למשל מידע שהגיע מתוך החברה, או מידע אודות מצבה  
של החברה, או אודות תוכניות שלו בקשר עם עתיד החברה, שכן יש לה את  
היכולת לכוון את הפעילות. אבל, כמו שאמר זוהר, לאחר שהתלבטנו  
בהתלבטות שהצגת פה, אז אנחנו חשבנו שלפחות לתקופה של ניסיון לבחון  
באמת איך השוק מעכל את זה. אז כשתהיה התבטאות של בעל השליטה  
שנוגעת להערכה סובייקטיבית שלו את מחיר החברה, ננית, ולא מדובר  
במועד הנפקה, שהרי אז זה גם יהווה הנעה של ציבור לרכוש ניירות ערך.  
במועד הזה לא נחייב את החברה, לא בהכרח נחייב את החברה, להגיב  
להתבטאויות בעל השליטה.

ד. חן: קודם כל אני קצת קשה לי ההפרדה בין בעל השליטה לנושאי משרה  
ודירקטוריון בכל הכבוד הראוי, נראית לי קצת מלאכותית. כי אפשר לחשוב  
במדיניות הקיימת היום לפי החוק בארץ מי ממנה את הדירקטוריון. איזה  
וועדה ציבורית שאין לה זיקה לבעל השליטה. הלא רוב הדירקטורים בחברה  
מונו על ידי בעל השליטה. ודובר על זה שאת הדח"צים לפחות מישהו יימנה.  
נכון להיום הדירקטוריון הוא בדרך כלל דירקטוריון שבעל השליטה מינה  
אותו. אז לכן כל ההפרדה הזאת במציאות האמיתית, לא באקדמיה, נראית  
לי קצת מלאכותית.

ש. גוטמן-עמירה: ההפרדה אומרת את הדבר הבא, היא אומרת שאנחנו מאפשרים לבעל שליטה  
שיהיו לו דעות משל עצמו על השווי הצפוי של החברה. השאלה לדעתי היותר  
מדויקת זה למה אנחנו לא מאפשרים את זה לנושאי משרה. אנחנו באים  
ואומרים שהחברה לא יכול להיות שיהיו לה שתי אונות. המנכל באונה אחת  
שלו מדבר באופן אחד, ובאונה אחרת שלו באופן אחר. במובחן לבעל השליטה

מה לעשות, גם מבחינת האחריות לפי חוק ניירות ערך. היא לא אחריות זהה לנושאי המשרה. למשל אחריות פלילית אין לו אז כן המחוקק הכיר בכל אופן באיזה שהיא דיפרנציאציה בין נושאי משרה לבעל השליטה. כשנושא משרה יודע משהו. יש פה ידיעה קונסטרוקטיבית של החברה. לא כך הוא כשבעל השליטה יודע משהו. למרות שיש לו חובה אנחנו התלבטנו בנקודה הזאת, אנחנו עושים פה למעשה מעין ניסוי של לראות איך השוק יגיב לזה.

ד. חן: ואיך התקשורת תגיב לזה?

ש. גוטמן-עמירה: וגם בעניין הזה כשההתבטאות תהיה בנקודות שבהן לבעל השליטה יש אינטרס מובהק. למשל הוא מתבטא על השווי. ואומר שהשווי הוא פי שתיים ועושה באותה עת עסקת מכירה, עסקה נוגדת, או כל מיני נסיבות כאלה אז בוודאי שזה מבחינתנו יהיה אורות אדומים לבדיקת גם צורך בהליך פלילי.

א. חמדני: רק להוסיף משהו בקצרה. דווקא הבעיה פה זה בעיה שמשפטנים יוצרים באיזה שהוא מקום. אני עושה לסטודנטים שעוד לא לומדים דיני חברות בשיעור הראשון אני אומר להם מי יכול להגיד לי מי בעל השליטה באפריקה ישראל נניח, סתם לדוגמא כולם אומרים לב לבייב. אני אומר להם מי המנכל אף אחד לא יודע. ואני אומר להם טוב עכשיו תלמדו בקורס הזה שבעצם כל התשתית המשפטית הקיימת מתמקדת בעיקר באנשים שאתם פה אמרתם שהם לכאורה לא חשובים. אי אפשר לבוא ולהגיד דווקא בתור משפטנים שאנחנו מתעלמים לחלוטין מהאבחנה הזאת. כאשר יש לנו מסורת משפטית, שאומרת יש תאגיד, יש אורגנים, ויש את בעל השליטה. וצריך להתקדם לאט לאט בכל מיני צעדים כאלה ואחרים לראות באיזה מקומות אנחנו יכולים לנסותו לצמצם את הפער הזה.

ז. גושן: חברים תודה רבה.

### הישיבה ננעלה

---

זוהר גושן יו"ר

רשמה : אריאלה איסנר  
ערכה והדפיסה : ציפי בראשי