

רשות ניירות ערך

פרוטוקול ישיבת רשות מס' 8-2008

שהתקיימה ביום א' 14.9.2008 במשרדי הרשות בירושלים

בהשתתפות:

זוהר גושן, יו"ר

חברי מליאה:

צביקה אקשטיין, אורלי דין, אסף חמדני, דבורה חן, האני יחיא, יהלי כהנוב, מיכל עקביה, שי פלפל.

עובדי רשות:

טל אבן זהב, איגור איבניצקי, אריאלה איסנר, שוני אלבק, יעל אלמוג, משה ברקת, צביקה גבאי שיראל גוטמן-עמירה, אבי דנון, אמיר הלמר, איציק זקן, דודו לביא, ליאת מיידלר, רון עמיחי, דניאל רימון.

סדר היום:

1. אישור פרוטוקולים:
פרוטוקול ועדת חריגים מס' 1-2008
פרוטוקול ועדת חריגים מס' 2-2008
פרוטוקול ועדת קנסות אזרחיים – יועצים מס' 1-2008
פרוטוקול ועדת רישיונות מס' 3-2008
פרוטוקול קנסות – קרנות מס' 2-2008
2. תשקיפים חוזרים.
3. מודל תקינה מנהלית – הצעת רשות ני"ע.
4. תיקון תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידים) - גילוי למחזיקי אגרות החוב

5. תיקון תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים)(תיקון), התשס"ח – 2008 ותיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים)(תיקון), התשס"ח – 2008 בעניין צירוף דוחות כספיים של חברה כלולה מהותית.
6. פרסום הנחייה בדבר גילוי תזרים המזומנים למימון פירעון כתבי התחייבות.
7. שונות.

הדיון

ז. גושן: אני פותח את הישיבה. נתחיל עם הפרוטוקולים.

1. אישור פרוטוקולים

ז. גושן: האם יש הערות לגבי הפרוטוקולים? אם כן אושרו.

2. אישור תשקיפים חוזרים

ז. גושן: תשקיפים חוזרים? אושר.

3. מודל תקינה מינהלית

ז. גושן: אנחנו עוברים למודל תקינה מינהלית שדניאל תציג אותו. אני רק רוצה לציין שהנושא של תקינה מינהלית הוא אחד משלושת הפרוייקטים שאנחנו רואים בהם פרויקטים של תשתית לעבודת הרשות : בית המשפט המתמחה, האכיפה האלטרנטיבית ומודל תקינה מינהלית. אלה שלושת הפרוייקטים. את שני האחרים אני מעריך שתקבלו בישיבה של נובמבר ואנחנו מתחילים עם החלק הזה שהוא מודל התקינה המינהלית.

ד. רימון: יש להניח שבישיבה של נובמבר גם תקבלו את תזכיר החוק שמסדיר את מה שאנחנו מדברים עליו עכשיו שהוא בעצם אחד מהרכיבים של אותו תזכיר והוא מצריך תיקון חקיקה.

כמו שאני בטוחה שכולנו יודעים הגישה בחדר הזה הרבה פעמים היא שאנחנו נדרשים להליך ארוך ומייגע של הסדרה בדרך של חקיקת משנה ובפרסום תקנות על כל השדרה הארוכה של פונקציות שצריך לעבור

בהליך הזה, בכל פעם שאנחנו רוצים לחולל שינוי. אם אנחנו מוצאים כי דרישות הגילוי או האחרות שקבועות בדין לא מתאימות לעניין מסוים שעומד בפנינו, זה בוודאי מתחדד מאד כאשר מוצעים נכסים פיננסיים שהם לא ניירות הערך הקלאסיים שהתרגלנו להכיר ואנחנו מרגישים שהיינו רוצים לתת להם מענה הסדרתי, מייד, ונדחקים פעמים רבות לפרסומן של הנחיות מכוח סעיף 36 א' שסמכותנו ביחס אליהם נתקפת חדשות לבקרים. מיכל כאן כדי לחגיד על זה כרפרנטית שלנו לשעבר באוצר. בכל מקרה, ההנחיות האלה רלוונטיות רק לדרישות גילוי בדיווח שוטף ולא בתשקיף, הן חסרות.

מתוך ההבנה הזאת העלינו את העניין הזה לדיון במסגרת הדיונים בוועדת ברודט שהיא ועדת משנה של ועדת אריאב אשר המנדט שניתן לאותה ועדה זה ליצור אורגניזציה בהלכי חקיקה ואורגניזציה בכלל בין רגולטורים וזה היה בהחלט אחד מהנושאים שנדונו שם וביקשנו לעצמנו יכולת לקבוע הוראות מנהליות בפקי זמן הגיוניים בדומה ליכולות שקיימות כבר היום לרגולטורים אחרים בישראל, המפקח על הבנקים והמפקח על אגף שוק ההון ובדומה לסמכויות שנתונות גם לרגולטורים אחרים בעולם ואני מתכוונת בעיקר ל SEC ול FSA.

קיבלנו היענות רבה בתוך הוועדה לרוח הזאת ובמשך מספר דיונים רקמנו ביחד מה יהיה המתווה המתאים שיאזן בין הצורך באמת להגיב מהר לאירועי השוק ומצד שני שיהיה לו איזה שהם "בלאנסים" של יכולת של השוק להגיב, של משרד המשפטים, של משרד האוצר ושל מי שמעורב בתהליך היום.

מה שהעברנו אליכם זה בעצם משהו מוסכם על כל חברי הוועדה וכל חברי הוועדה זה אומר גם נציגי משרד המשפטים אחרי שהם הביאו את הדבר לעיונו של היועץ המשפטי לממשלה וגם הלשכה המשפטית באוצר. אחת שהסגל גיבש רעיון לתיקון, למעשה, רוב כל מה שקבוע היום וכמעט כל ההסדרה שלנו באופן קיצוני ופשוטה מדברי חקיקה אחרים בישראל מוסדרת בדרך של תקנות הן של ניירות ערך, הן לפי חוק הייעוץ והן לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות.

המתווה עוגן בחוק ניירות ערך אבל בהחלט יש הסכמה לפחות בקשר לקביעת דרישות גילוי, ותיכף אני אשים את האצבע המבחינה בין דרישות גילוי לדרישות מהות, גם ביחס לחוקים האחרים, והכוונה היא שרוב סעיפי הסמכה לתקנות יומרו לסעיפי הסמכה לקביעת הוראות ניהוליות. מה שהיום סגל הרשות היה מציע כיוזמת תיקון בתקנות יהיה מחר בהוראה מנהלית. הוא יגבש טיוטה לפרסום, הוא יעלה אותה לאישורו של היו"ר. הטיוטה תעלה לאתר הרשות לצורך קבלת הערות מהציבור. בעת שאפשר יהיה ויעבור את אישור הכנסת, התיקון בדבר מערכת יעל אז אפשר יהיה גם להפיץ לכל הגורמים המפוקחים על ידינו באמצעות מגנא את המידע כדי שיוכלו להגיב. חוץ מזה נוכל להביא לעיתים לידיעת גורמים אחרים רלוונטיים תיקון מסויים. הגורמים הפעילים שאנחנו מכירים בשוק אגב ממילא רשומים לאתר הרשות אז הם מקבלים אוטומטית כל דבר חדש שעולה עליו.

אנחנו נרכז את קבלת ההערות מהציבור. נעשה תרשומת אצלנו של עיקרי ההערות. את אותן הערות שנמצא כנכונות נפנים לטקסט, ובעיקר נתרשם את אותן הערות מרכזיות, לא שולי הדברים אשר לא מצאנו לנכון לקבלן, כי להם יידרש לתת פומבי.

בסופו של דבר כל המידע הזה אמר להגיע לאישורה של המליאה לא יאוחר מ-14 יום לפני קיום הישיבה במליאה, כאשר המחשבה היא שגם בראיה תוך ארגונית שלנו המליאה היא הגורם המאשר את הרגולציה. כך בכוונתנו לבקש שיימשך. חשוב בעינינו שהחלטתה של המליאה תהיה על בסיס מידע רחב ככל הניתן. למעשה למליאה יהיה מידע דומה למה שהיא מכירה היום בתיקון תקנות, כלומר: מה היו הרציונלים לתיקון, ההסברים, אבל מעבר להתנגדויות אפשריות היא תוכל לדעת מהן ההתנגדויות דה-פאקטו ששמענו ומהן התגובות שלנו להתנגדויות האמורות. היא גם תוכל לקבל ניתוח עלת תועלת כי נדרשנו לכך על ידי משרד המשפטים והיא בעצם תצטרך לאשר. מותר לה לאשר את מה שעלה להערות הציבור בשינויים מסויימים אך לא בשינויים מהותיים כיוון שאם השינויים מהותיים משנים מקצה לקצה את ההסדר אז נצטרך להחזיר את ההוראה המנהלית להערות הציבור שוב. הערות הציבור אגב זה לתקופה של 30 ימים.

אישור המליאה יתקבל על סמך כל החומר הזה, כאשר אגב אותה תמצית התייחסות של חברי הסגל להערות שבחרנו לא לקבל היא תעלה גם לאתר

הרשות כדי שגם הציבור יוכל לדעת מהן ההערות המרכזיות שלא קיבלנו ומה היו הטעמים לאי קבלתן. לאחר קבלת אישור המליאה, בעצם ההוראות המנהליות הופכות למחייבות, אחרי שפרסמנו אותם באתר הרשות בדרך כלל ביום האישור ואם נדרשות התאמות מסוימות, ביום שלמחרת עולה לפרסום באתר הרשות, ושם ייקבע מועד התחילה.

אם קבוע מועד מיוחד אז זה מועד מיוחד (מאוחר יותר ולא רטרואקטיבי) או אם לא קבוע דבר הרי המועד המחייב הוא מועד הפרסום באתר הרשות. כמו כן כיוון שמדובר בתקנה בעלת פועל תחיקתי יתבצע פרסום מפנה ברשומות בעניין דבר פרסום אותן הוראות מנהליות באתר הרשות, כאשר מועד התחילה לא כפוף למועד הפרסום ברשומות אלא הוא רק מפנה, כמו שקיים גם היום לעניין הוראות לפי סעיף 28 לחוק הסדרת העיסוק.

אגב, במסגרת ההליך של קבלת הערות הציבור הרשות שומרת לעצמה זכות לקיים שימוע ציבורי ככל שהיא מוצאת לנכון, ללא התחייבות לכך בדין. כמו כן ככל שהמקרה רחב ובעל משמעויות, זה יקרה יותר. אם יתקיים שימוע כזה אז פרוטוקול השימוע יעלה גם הוא לאתר הרשות. בתליך הזה משרד המשפטים מקבל לידיו את ההזדמנות להגיב אבל היכולת שלו לעצור הוראה מנהלית מסתכמת בשלושה עניינים, ובשלושה עניינים בלבד, כאשר הרשות סבורה גם עתה שזו סמכותו לבחינת תקנות שיוצאות תחת ידה של הרשות, והכוונה היא - להעדר סמכות להוצאת הוראה מנהלית חוסר עירות קיצונית בתוכן ההוראה או רטרואקטיביות, כאשר רטרואקטיביות היא לא בהכרח כל הוראה שמתייחסת וצופה פני עבר אלא רק אם היא תופסת ומחייבת אחורה.

עוד דבר. במקרים מיוחדים שבהם ימצא שצריך לתת תגובה מהירה יותר, נוכל לפרסם הוראה מנהלית כמחייבת גם בלי כל התהליך הזה של פרסום לציבור וקבלת הערות, אבל כמובן עם אישורה של המליאה, במקרה כזה נצטרך לקבל את אישורו של שר האוצר וההוראה המנהלית תהיה בתוקף לשישה חודשים בלבד, כאשר אם במהלך אותם שישה חודשים נשלים את המהלך הרגיל כלומר נחזור לציבור, נקבל הערות, נעביר למשרד המשפטים וכן הלאה, אזי היא תהפוך להיות מחייבת לכל דבר ועניין ללא מגבלת זמן.

אני רוצה רק להבהיר שקיבלנו הסכמה עקרונית ממשרד המשפטים ושל הגורמים האחרים, שההוראות המנהליות, לא ההוראות המנהליות בהליך הקצר אבל ההוראות המינהליות הקבועות, יהיו בעלות תוקף פלילי גם כן וזאת על אף האמור בחוק העונשין ובחוק יסוד הכנסת שמשם ניתן היה להבין שללא אישור ועדת הכספים או ועדה אחרת של הכנסת, הדבר הזה לא אפשרי. קיבלנו על זה אישור ובלבד שכמובן נכתוב בחוק המכונן שזה על אף ההוראות האמורות. כל זה מצריך תיקון חקיקה, תיקון החקיקה כבר בוצע והוא כרגע מצוי בהערות סגל הרשות ויבוא לאישורו של היושב ראש ואז נביאו אליכם.

ז. גושן: לא תיקון החקיקה אלא הטיוטה לתיקון החקיקה.

ד. רימון: הטיוטה לתיקון החקיקה בהחלט.

ז. גושן: בבקשה צביקה.

צ. אקשטיין: קודם כל ברכות וכמה הערות על התהליך. אולי אני מתפרץ לדלת פתוחה אבל אני חושב שבתע שישנו אישור טיוטת פרסום היו"ר השאלה מה קורה לפני כן אז יש שלושה דברים שמטרידים אותי. אחד הוא תיאום המפקחים האם זה קיים. יש היום MOU אז השאלה אם דברים מהסוג הזה או יש דברים שצריכים להיות בתיאום מפקחים. דבר שני זה היוועצות עם השוק לפני שמוציאים טיוטה האם יש תהליך של היוועצות עם השוק. לדעתי הוא נושא שלפחות בנושאים מסויימים כדאי לעשות את זה. אנחנו משרתים שוק וזו עבודה.

ד. חן: אני רוצה להבין את ההערה שלך של היוועצות עם השוק.

צ. אקשטיין: היוועצות עם השוק כשאתה בא לעשות איזה שהיא תקנה מסוימת אתה בסך הכל רוצה או להגביל את השוק או לייעל אותו, אחד מן השניים מכל מיני סיבות שונות ובדרך כלל, לפחות מה שאני יודע, רצוי לשמוע את אלה שאנחנו מטפלים בהם מה הם חושבים על זה. זה לא אומר שצריכים לעשות את מה שהם אומרים. אני רוצה להדגיש חד משמעית - היוועצות.

הדבר האחרון הוא נושא המליאה. נראה לי, אני אגיד את האמת אני מרגיש שיכול להיות שלמליאה או לאחד מהאנשים שיושבים פה יהיה משהו מהותי להגיד. אם זה רק מגיע בסוף אז יכול להיווצר מצב לא נוח אם אין איזה שהוא תהליך שזה עבר פה לפחות כאיזה שהוא תהליך ראשוני בנושא הזה.

אלה ההערות שלי לחלק הראשון.

ז. גושן:

אני אתייחס לשלוש ההערות שלך. מה שאתה רואה כאן, ואני מדבר על שתי ההערות הראשונות, זה אותו חלק שצריך להיות ממושטר בתוך חקיקה. הפרקטיקה שנוהגת אצלנו כעניין של פרקטיקה לבצע תיאום רגולטורים אחרים או לבצע התייעצות עם השוק שאנחנו אכן מבצעים, היא לא צריכה להיות ממושטרת בחקיקה. אלה דברים שאנחנו עושים כעניין של שיטת עבודה.

בכל מקרה, לאחר שהטיטה מתפרסמת, החלק הממושטר שוב מחייב פנייה לציבור וכולל גם את הרשויות הרלוונטיות. זאת אומרת שלאחר הפרסום מתחייבת פנייה לרשויות הרלוונטיות אבל החלק לפני הטיטה הוא לא ממושטר בחקיקה, אלא הוא סדרי עבודה שאנחנו מקיימים אצלנו באופן שוטף.

לגבי ההערה השלישית אז כאן זו הערה מאד חשובה הנקודה שהעלית. במעבר שלנו מה אנחנו בעצם עושים? אנחנו מחליפים את ועדת הכספים של הכנסת. זה פחות או יותר מה שאנחנו עושים. כשוועדת הכספים של הכנסת הייתה במקום שהייתה, התפקיד של המליאה עלה מדרגה. זאת אומרת הוא התקרב יותר לתפקיד הביצועי. המליאה אמורה להחליף בעצם את ועדת הכספים של הכנסת. יש לה את התפקיד המקביל לוועדת הכספים של הכנסת. ועדת הכספים של הכנסת לא משתתפת בתהליך הבישול. בטח לא באופן עמוק אלא היא מקבלת אליה את התהליך בסופו, לקבל אישור כזה או אחר. אז בעצם מה שאנחנו עושים כאן, אנחנו עושים חיקוי של התהליך הזה והמליאה אמורה בעצם להיות הקצה, במובנים מסויימים היא נמצאת בקצה הדרך של הליך חקיקה מנהלית. לכן המליאה נמצאת במקום שהיא נמצאת בתהליך הזה, בדומה לוועדת הכספים.

צ. אקשטיין:

אז אתה חושב שלא טוב שמי שהוא במעמד של כמו ועדת הכספים שבכלל יהיה מעורב בחלק הראשון?

ז. גושן:

ודאי. זה החלק של הפרדת הרשויות והפרדת הפונקציות.

מ. עקביה:

אני כמובן מברכת על המהלך. אני לא בטוחה אגב לעניין מה שאמרת לפרופ' אקשטיין שאנחנו פה מחליפים את ועדת הכספים. כמליאה אנחנו כן אחראים גם על התקינה, אנחנו כאילו גם שר האוצר, מי שהתקין את התקנות לקן אני לא בטוחה שזה לא נכון שכן יהיו מעורבים גם בגיבוש הראשוני, אחר כך זה יובא להערות ואז יחזור הנה. אין לי דעה מגובשת על זה אבל אני חושבת שזה שווה מחשבה נוספת.

נקודה נוספת שרציתי לשאול היא האם ההנחיות האלה תחלפנה באופן מוחלט את התקנות, את התקנות הקיימות? יש איזה חלוקה? יהיו דברים שהם בעלי חשיבות מספקת שישארו במסגרת התקנות והשאר יהיה בהנחיות. יש איזה חלוקה? או שהכל עובר עכשיו להנחיות כולל התקנות הקיימות שתהפוכנה להנחיות? איך זה אמור לעבוד?

ז. גושן:

הרעיון שהכל יעבור לעולם ההנחיות. לא תהיינה שתי שכבות של תקנות ושל הנחיות, הכול יהיה אותו סוג ועם אותו מדרג. זה לגבי החלק השני. לגבי החלק הראשון, בהליך הזה כמו שאני תופס את המליאה היא חלק מאיזונים ובלמים על עבודת הרשות. לדעתי יהיה קושי בתהליך שבו המליאה גם מצד אחד תהיה מעורבת בקביעת ההליך וגם מצד שני היא זאת שצריכה לשמש את הבלם או את המאזן למה שהצוות המנהלי והמקצועי רוצה להשיג, לכן הערבוב של שתי הפונקציות האלה זה דבר שחשבו עליו לא מעט והגענו למסקנה שהפונקציה העיקרית שאנחנו רוצים שהמליאה תמלא בתהליך הזה, כמובן אחרי שעוברים כל ההליכים האלה הם הליך האישור הוא בעצם ה-check and balance שאנחנו רוצים שהמליאה תעשה.

ש. אלבק:

אני רוצה להוסיף מילה לעניין הזה של המדרגיות של הכללים. ההסכמה כרגע היא רק לתקנות בתחום הגילוי ושם לא תהיה מדרגיות, זאת אומרת הכל יהפוך להיות הוראות מנהליות. כל תחום הגילוי הופך להיות הוראות מנהליות- נקודה. קיים כרגע עדיין ויכוח מסויים לגבי נושאים נוספים כאשר יש תחומים שלגביהם אנחנו משאירים את זה בתקנות וזה יישאר

בתקנות. למשל אגרות. אגרות שהרשות גובה, אז ועדת הכספים תחליט כמה כסף הרשות מקבלת לצורך העניין, אבל עכשיו הסגמנט לא יהיה סגמנט של שכבות אלא סגמנט של נושאים. יהיו נושאים שיהיו בהוראות ויהיו נושאים שיהיו בתקנות ואנתו כמובן בשאיפה להפוך מקסימום מהנושאים להוראות, למעט אותם נושאים שאנחנו מבינים שלא ראוי שנכריע לגביהם- זכויות יסוד ובנושאים של אגרות.

מ. עקביה: עבירות פליליות לדוגמה זה זכויות יסוד באותה מידה.

ש. אלבק: אני אבהיר גם בנקודה הזאת. העבירות הפליליות, מה הכוונה? אנחנו לא מתערבים בהוראות בעבירה פלילית. אנחנו לא יוצרים איסור חדש. אם יש היום איסור על פרט מטעה שהוא צריך להיות מהותי והאיסור הזה הוא איסור בחוק לצורך העניין, אז כל מה שאנחנו עושים אנחנו רק מפרשים אותו, אנחנו נותנים לו פירוט אבל אנחנו לא משנים את האיסור עצמו. האיסור עצמו נקבע בחקיקה. זאת גם הסיבה שמשרד המשפטים היה מוכן ללכת פה ולהכיר בכך. אנחנו מפרטים ולא יוצרים איסורים חדשים, אז שהפירוט יהיה חלק ממערך האכיפה הפלילית, אחרת מה שהיה קורה היתה הוראה כללית וכל מה שהיו עושים בפרטים, הם היו יוצרים פטור מפני אכיפה פלילית שזה לא הגיוני ולכן אין פה שינוי בפלילי לצורך העניין.

מ. עקביה: עוד שאלה. דווקא בגלל שאתה אומר שהכל בעצם יורד לרמה של הנחיות. אני לא מכירה מקומות אחרים שאין פרסום בכלל אלא באינטרנט וזה אמור להיות בכל זאת...

ז. גושן: אז כמו שאמרה דניאל,

מ. עקביה: שתהיה הפניה ברשומות לעניין.

ז. גושן: כמו שאמרה דניאל. בנוסף, ברגע שיעבור תיקון החקיקה שנמצא עכשיו בוועדת הכספים, אז באמצעות מערכת המגנא גם כל הגופים שמתקשרים אלינו יקבלו הודעה שיש את הדבר הזה.

מ. עקביה: החברות?

- ז. גושן: החברות.
- מ. עקביה: מבחינת המשקיעים הם יצטרכו ללכת ולחפש את זה באינטרנט.
- ז. גושן: כן.
- מ. עקביה: זה קיים במקומות אחרים? כי אני לא מכירה את זה.
- ש. אלבק: בנוהל בנקאי תקין. אין הליך חקיקה מינהלי יותר מוסדר שאני מכיר ממנו ועם מסורת יותר ארוכה ממנו. הכל באינטרנט.
- ד. רימון: ככל הידוע לנו, גם ברשויות המקבילות לנו בעולם זה הקיים. בכל מקרה משרד המשפטים לא הביע שום התנגדות לזה. הם בכל זאת האינסטנציה שבוחנת תקינות הליך החקיקה ואופן פירסומו, וזה נמצא כתקין לבצע כפרסום מפנה.
- מ. עקביה: זאת אומרת אם הם חיים עם זה בשלום אז, מה לנו...
- ד. רימון: לגופו של עניין- הציפיה הזו שציבור המשקיעים יחפש את המידע דווקא בספר החוקים הישראלי נראית סבירה פחות מזו שהוא ימצא אותו באתר הרשות, שאותו הוא רגיל לפתוח כדי לקרוא. גם היום הכלי המרכזי לקבלת מידע הוא במגנא. הנחיות הוא לא מוצא ברשומות, ו-SLB הוא לא מוצא ברשומות, ותיקונים לתקנון הבורסה הוא לא מוצא שם. הציבור רגיל שם למצוא באתר את כלל המידע הרלוונטי עבורו לשם קבלת החלטת השקעה, זה נראה דווקא כתובת מתאימה יותר.
- מ. עקביה: נקודה טכנית אחת. במודל כולם פה נותנים הערות. גם הציבור, גם משרד המשפטים האוצר והרשויות הדלוונטיות האחרות לא מופיעות פה. מפרסמים לציבור ולרשויות רלוונטיות ואז מקבלים הערות מהציבור וממשרד המשפטים.
- ש. אלבק: תסתכלי בעמוד 3 כתוב טיוטה לציבור.

מ. עקביה: אני מסתכלת על תרשים הזרימה שלכם. אני לא חושבת שלא התכוונתם לא לקבל הערות מכולם.

ש. אלבק: כתוב לרשויות הרלוונטיות.

מ. עקביה: מפרסמים אבל לא שומעים מהם הערות.

ש. אלבק: לא. סליחה. אם הם לא מעבירים הערה, אז לא שומעים. אם הם יעבירו הערות לא נתייחס?

צ. אקשטיין: לא ברור למה למשרד המשפטים יש כוח יתר פה.

ד. חן: אני בכל זאת מוטרדת קצת מהעניין הזה של התפקיד של המליאה כי בהמשך למה שאמרתי יש איזה שהוא כפל סטאטוס הייתי אומרת, כי יש דברים אחרים שאנחנו דנים בהם בישיבות לפחות מאז שאני התחלתי להשתתף בהן שכן שואלים או מתייעצים או מתחשבים בדעתנו או לפחות עושים כאילו מתחשבים שאנחנו כן שותפים להליך המהותי נקרא לו. יש תקנות חדשות, יש חשיבה חדשה ושואלים מה דעתנו לטוב או לרע לגבי הקטע המהותי. פה צמו שאמרו קודמי בעצם מביאים לנו כבר מאפה שהוא ממש מבושל.

י. כהנוב: תמיד זה כך רק את לא מרגישה.

ד. חן: לכן אמרתי את ההערה.

י. כהנוב: הרשות ממליצה וב-99.9 אחוזים אנחנו מאשרים אז ככה זה יבוא אלינו.

ד. חן: אבל לפחות יש מראית עין ציבורית שאנחנו שותפים לתהליך המהותי. פה את הדבר הזה כבר מביאים לנו ממש, ממש בסוף הדרך. אני לא לגמרי מרגישה בתחושת בטן מה המשמעויות של זה, אבל זה יוצר איזה שהוא כפל סטנדרט לדעתי. מתי כן תביאו לנו דברים שהם בתחילת הדרך או שכבר גיבשתם או מתי תביאו לנו דברים שהם כבר אפויים.

ז. גושן: הנקודה היא בהחלט נקודה מאד קריטית שהקדשנו לה לא מעט מחשבה כמו שאמרתי למיכל אנחנו לא יכולים להחזיק את המליאה בשני כובעים. זה פשוט בלתי אפשרי מבחינת התפקיד שאתה רוצה לייעד.

ד. חן: לסיפור הזה?

ז. גושן: לסיפור הזה. עכשיו בסיפור הזה עדיין האישור הוא של המליאה. המליאה יכולה להחליט שהיא משנה סעיף מסויים, שהיא לא מאשרת סעיף מסוים. רק אם מדובר בפער מהותי ממה שהגיע אליה, נצטרך לחזור על כל התהליך מחדש כי למעשה יראו את סוף ההליך כאילו המליאה לא אישרה ויחזרו על כל התהליך שוב אבל כמנגנון של בקרות ושל בלמים ושל איזונים, היום במתווה הזה המליאה מחליפה את ועדת הכספים. זו הפונקציה שלה.

ד. חן: בעניין הזה?

ז. גושן: בעניין הזה.

ד. חן: אז נוצר לך איזה חוסר שיווי משקל בין התפקיד של המליאה בעניין הזה,

ז. גושן: לבין תפקידים אחרים.

ד. חן: ולגביה בעניינים אחרים.

ז. גושן: בחקיקה ראשית שתהיה לנו, תפקיד המליאה נמצא ברמה הביצועית כי יש גוף אחר שאמור לבצע את התפקיד של האיזונים והבקרות. זה נכון שיהיו נושאים שבהם התפקיד של המליאה הוא כמו כאן והוא בעצם תפקיד מאשר בדומה לוועדת הכספים ויהיו נושאים, כמו שהיה עד היום, שהתפקיד של המליאה הוא תפקיד פונקציונלי ביחד עם הצוות המנהלי לגבש בעצם את הפעילות של הרשות. זה לא ישתנה. זה ישתנה ביחס לתחומים שיעברו למתכונת הזאת.

ד. חן: זה יוצר איזה שהוא, שוב אני נוהרת מלהשתמש במילה "שקשוקה" היום יש לה איזה משמעות מיוחדת אבל זה יוצר איזה שהוא... אבל אולי צריך לתת לזה צ'אנס ולראות איך זה יהיה הלכה למעשה.

צ. אקשטיין: אני מבין לחלוטין למה זה כך ואני אגיד את זה. זה די ברור שאם המליאה תאשר בשלב המוקדם, אז מה היא תעשה בשלב האחר? אז זה ברור שלא יכול להיות אישור בשלב המוקדם. עכשיו אני מדבר אישית ואחר כך אני אנסה לגזור מזה משהו ולשאל שאלה אבל אני הייתי רוצה לדעת את זה בזמן שזה פורסם לציבור.

ז. גושן: זה פורסם.

ד. רימון: אתה רואה את זה. אתה רואה את זה יחד עם הציבור.

צ. אקשטיין: ברור אבל אני עכשיו מדבר באופן אישי אני לא פותח כל בוקר את האתר של הרשות.

ז. גושן: אין בעיה. לישיבת המליאה הבאה מיד לאחר שהתפרסם לציבור יהיה נייר שיופץ כדיווח. שאכן התבצע הדבר.

צ. אקשטיין: זה מה שרציתי לבקש. השאלה אם אנחנו רוצים גם ל"פרמל" את זה זאת אומרת מאחר וזה תהליך חקיקתי אני מבין הסיפור הזה, האם להגיד שזה יבוא לידיעת חברי המליאה.

ז. גושן: למה אנחנו צריכים? אני חושב שלא.

צ. אקשטיין: אני שואל. שמתי סימן שאלה בזהירות, דיברתי מאד בזהירות.

א. חמדני: אני חושב שבהמשך לקו הזה, אני גם כתבתי על זה קצת במייל לשוני לפני. אני חושב שיש פה שיקולים באמת לכאן ולכאן. אני חושב שהפתרון הראוי הוא להשאיר את המתענת הפורמלית באופן הזה ולקבוע שלקראת הפרסום של החוק וקבלת החוק אנחנו נעשה איזה שהיא ישיבת מליאה שבה נחליט על נוהל פנימי של עדכון. אם זה במייל או כל דבר אחר כדי שאם מישהו מחברי המליאה רוצה לממש את סמכותו הפיקוחית

ביחס להיבט הזה, עוד בשלב מוקדם יותר, הוא יוכל לעשות את זה, וזה לא יהיה מעוגן כאן.

ז. גושן: תראה אם מדובר במה שביקשה דבורה ובמה שביקש צביקה, בלדעת זה נראה לי תקין ובסדר גמור אבל לממש את סמכותו הפיקוחית, מה ברמה האישית? ברמת קולקטיב? זה נראה לי לא תקין כי זה בדיוק ישבש את אותו תהליך שאנחנו רוצים לעשות.

א. חמדני: לא התכוונתי לזה בתור איזה שהוא הליך פורמלי. הרי בשביל מה אתה צריך לדעת? צריך לדעת מכיוון שאם יש משהו אני מניח שהוא זועק לשמיים אתה תוכל להרים טלפון או לשלוח מייל ולהגיד, מה הוצאתם זה נראה לי...

ז. גושן: בסדר אבל אני לא רואה לחברי המליאה כאינדיבידואלים מניעה להגיד את דעתם על חומר שהם קיבלו על מה שהתפרסם לציבור, בוודאי אבל אם אתה רוצה למשטר את זה, אז זה רק ברמה של המליאה כי אין ממשות משפטית לחברי המליאה כבודדים חוץ מכשירותם כתברים במליאה. אין מוסד של החבר כפרט.

י. כהנוב: אנחנו רוצים להיות שותפים בבישול, בקיצור.

ש. פלפל: התפקיד של המליאה הוא לא זה. זאת אומרת אתה עושה כמיטב יכולתך, והג'וב של חברי המליאה שבאים ממקומות אחרים, מהסתכלויות אחרות, מאילוצים אחרים, מדי פעם לבוא ולהגיד חבר'ה מה אכלתם בבוקר, ואפילו עצם העובדה שיצא דבר לציבור, אין לי ויכוח אם זה צריך להיות חלק מהתהליך ברחל בתך הקטנה וזה כתוב ברשומות או שזה יהיה הנוהל, אבל לעתים זה יקל גם עליכם אם לפני הפרסום ולפני כן זה יעלה לאיזה שהוא דבר רק לקבלת הערות, שלא תקבל מחצי מהחבר'ה יגידו לך על מה אתה מדבר? זה הדבר היחיד וברגע שזה התחיל לצאת, הרבה יותר קשה לעצור את זה והרבה יותר קשה לפסול את זה. לדעתי זו הנקודה העיקרית.

י. כהנוב: מצד שני יש בעיה שאנחנו נהיה מעורבים כביכול וניתן הערות ונקבל פידבקים וכנ"ל ואז כך נשב כגוף שצריך לאשר את זה. אז תהיה

אנומליה. אם אתה לקחת חלק, אם הערת הערות ותיקנו דברים נניח לפי ההערות שהערת, אחר כך זה יבוא אליך כמו ועדת כספים... על מה שאתה בעצמך עשית. אתה השתתפת בהליך מסויים, קיבלת החלטות ועכשיו אתה מאשר את ההחלטות של עצמך. זה מה שאומר יושב הראש כפי שאני הבנתי.

הנקודה ברורה, תיכף אתייחס אליה. דניאל.

ז. גושן:

רציתי רק להבהיר שהכתיבה של הדברים בתוך מבנה חקיקתי והמשטור שלהם, כמו שאמר זוהר, דווקא נועדו לשפר את העבודה של המליאה. הכוונה היתה להבטיח את כיבוד זכותה של המליאה בעצם שלא לאשר את דבר החקיקה כי הרי מה המצב היום? המצב היום זה שהרבה פעמים המליאה מאשרת דבר חקיקה ודבר החקיקה הזה, בסופו של דבר מקבל תוקף מחייב בחלוף שנה ואפילו שנתיים מיום אישורו ע"י המליאה. כבר לא יושבים אותם חברים במליאה, התוכן השתנה מן הקצה לקצה למשל בגלל שמשרד המשפטים חשב שהתוקף לא היה ראוי והרבה פעמים אין אפשרות בכל שלב בדרך להחזיר חזרה למליאה ועולה תמיד השאלה באילו מקרים יש לחזור לשולחנה של המליאה. כך יוצא שאין לחברי המליאה בעצם בקרה על תוצר ההליך שאת ייזומו היא אישרה, ולכן אנחנו חושבים שמבחינת המליאה רצוי שהיא תזע וחברי המליאה יוכלו להרים את האצבע על משהו שהם יודעים מה תהיה מתכונתו הסופית והמחייבת. יותר מזה, כמובן חברי המליאה מקבלים את הטיוטה יחד עם כולם, כאשר אנחנו מעלים להערות הציבור, אז יהיה להם זמן להבשיל.

ד. רימון:

אז החלק הזה, אני לא רואה מניעה שבישיבת המליאה לפני הפרסום זה יופץ לחברים לא כמליאה אלא כחברים וברמת הפרט זה יהיה נוהל פנימי שלנו, ברמת הפרט כל מי שרוצה להעביר הערה כפרט זה נראה לי בסדר גמור אבל לא כמליאה.

ז. גושן:

אבל ההצעה היא שיהיה לפני הפרסום.

ש. פלפל:

אז לפני הפרסום. בסדר. אז בנוהל פנימי של הרשות אנחנו נעביר את זה לחברי המליאה, בישיבה שלפני מעד הפרסום וכל חבר מליאה ברמת הפרט שירצה להעיר או להתייחס, יוכל לעשות את זה כפרט.

ז. גושן:

צ. אקשטיין: נניח שיש את המקרה הקיצוני, שאני חושב שכל התקנה הזו אתם הולכים לכיוונה הבעייתית ואז אני אמר רגע למה לפרסם לציבור ומשרד המשפטים, זאת אומרת מבקש למנוע. השאלה היא פה זה נכנס לתוך התהליך אז זה מטריד אותי.

ש. אלבק: אתה לוקח אחריות.

ז. גושן: לפעמים העולם הלא פורמלי עובד מצוין.

צ. אקשטיין: את זה אני יודע.

ז. גושן: הערות נוספות? חברים אולי אתם לא מרגישים את גודל הרגע אבל זו אמורה להיות מהפיכה.

צ. אקשטיין: אני לא מכיר את זה אבל זה באותו מעמד כמו נוהל בנקאי?

ז. גושן: לא יש שוני מנוהל בנקאי שני דברים. אחד לטובתנו, אחד לרעתנו. לטובתנו שבניגוד לנוהל בנקאי תקין יש לזה אחריות פלילית. לרעתנו שבניגוד אליכם אתם לא צריכים לשאול אף אחד ואתם פשוט עושים את זה.

צ. אקשטיין: זאת אומרת שאין שם את הרשות.

ז. גושן: לא, אין את משרד המשפטים.

ש. אלבק: לא רק שאין את משרד המשפטים אתם לא מחויבים בשימוע ציבורי.

ד. רימון: ויש לכם ועדה מייעצת אבל לא מאשרת. אנחנו צריכים את תמיכתכם במוצע בעוד אתם לא צריכים לקבל את עמדת המייעצים.

צ. אקשטיין: הוועדה המייעצת היא באמת השוק פחות או יותר.

ז. גושן: בסדר אבל אתה לא צריך אישור.

צ. אקשטיין: בסדר זאת אומרת חוץ מההליך עצמו, ההליך פה הוא הרבה יותר מובנה. מערכת ציבורית.

ז. גושן: נכון וכתוצאה מכך יש אחריות מבנית.

צ. אקשטיין: אז יש לזה יתרון אבל מבחינת השורה התחתונה זה...

מ. עקביה: אגב המסגרת שבה זה מובא לנו כעת היא עדכון? הרי חקיקה עוד אין. אנחנו בעצם מעודכנים אבל אין לנו החלטות אופרטיביות.

ז. גושן: כן.

ד. חן: אני רק רוצה לברר. מה המשמעות הפלילית האם היא נשארת כמו שהיתה עד עכשיו?

ז. גושן: אותו דבר.

ד. רימון: עדיין קיים דיון לגבי המשמעות הפלילית של הוראות מהותיות שייקבעו למשל, באיזה נכסים קרן יכולה להשקיע וכן הלאה, אבל אנחנו מקווים שגם בזה נצליח לקבוע שההוראות יישארו פליליות כתמיד.

4. תיקון תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידים) - גילוי למחזיקי אגרות החוב

6. פרסום נחיה בדבר גילוי תזרים המזומנים למימון פירעון כתבי התחייבות

ז. גושן: נעבור לתיקון תקנות וגילוי למחזיקי אגרות חוב.

א. הלמר: אנחנו מדברים פה על תיקון תקנות ואחרי זה יש את ההנחיה, ראיתי בסוף ואולי נצמיד אותה. ראיתי שאת ההנחיה של התזמ"ז שמו בסוף הדיון אז השאלה אם נדבר על זה אחר כך?

ז. גושן: אתה יכול לדבר על שני העניינים גם יחד.

א. הלמר:

נראה לי שעדיף לאחד את שני הדברים. נתחיל מהתקנות. אז נכון להיום, אנחנו מדברים על תיקון תקנות ניירות ערך, דוחות תקופתיים ומידיים בנושא של דיווח ייעודי למחזיקי תעודות התחייבות.

נכון להיום, אחרי שבשנים האחרונות היה גידול מאד משמעותי בגיוס חוב מהציבור על ידי חברות בין אם הן ציבוריות והמשמעות היא חברות שיש להן מניות שנסחרות ובין אם פרטיות שרק הנפיקו אג"ח. אנחנו בוחנים, וזה חלק מהעניין, איזה שהיא רביזיה בתחום כל תעודות ההתחייבות והגילוי וזה חלק ראשון שמתייחס לדיווח שיקבלו מחזיקי תעודות ההתחייבות. נכון להיום אין הוראות ספציפיות שמחייבות איזה שהוא גילוי בהתייחס לתעודות התחייבות, לאגרות חוב. המחזיקים נסמכים על הגילוי הכללי על פי התקנות וההנחיות שלנו.

הגענו למסקנה שיש צורך לייצר למחזיקים גילוי כזה בין אם הוא גילוי במסגרת הדוחות התקופתיים השנתיים. הגילוי יינתן קודם כל בדוח הדירקטוריון, בין אם בדוחות התקופתיים השנתיים, בין אם בדוח רבעוני ומסיבות מסוימות ספציפיות גם בתחום של דיווח מידי. אם אנחנו נסקור את עיקרי התיקון בתקנות אז דבר ראשון וטריוויאלי זה פעם בדוח התקופתי לתת טבלה שמרכזת את כל הנתונים של כל הסדרות שהנפיק התאגיד עם כל הנתונים הרלוונטיים של מועדי הפירעון, שיעורי ריבית, זכויות המרה ככל שיש, שווי הוגן של ההתחייבויות, יחס המרה וכן הלאה. פרטים בדבר הנאמן. זה פשוט ריכוז של המידע.

כמו כן התאגיד צריך לציין שהוא עמד במהלך תקופת הדוח בהתחייבויות ובתנאים שהוא נתן למחזיקים באגרות החוב לרבות שהוא רשם את השעבודים ככל שקיימים שעבודים לטובת המחזיקים. שהוא רשם אותם על פי הדין שהשעבודים אכן קיימים ונרשמו והם תקפים. התייחסות האם במהלך התקופה הזאת היו אירועים שהיוו עילה להעמדה לפירעון מידי. לתת גילוי על אירוע כזה. לתת את החשיפה של התאגיד, כמובן להראות ולהסביר מה קרה, מה הפעולות שהנאמן ביצע בעניין הזה.

לגבי נכסים משועבדים לתת את הפרטים על הנכסים ששועבדו לטובת המחזיקים ולגלות למחזיקים אוזת הערכות שווי שקיימות לתאגיד בשתי רמות. ברמה אחת אם יש בידי התאגיד באותו מועד הערכת שווי ששימשה לצורך קביעת ערכם של נתונים בדוחות הכספיים של התאגיד,

קיימת חובת צירוף של הערכת השווי הזאת. שימו לב רק כמובן הערכת שווי של נכס משועבד. יש חובה לצרף את זה לדוח הכספי. מצב נוסף שבו קיימת חובה שאליה מתלווה גם חובת עדכון זה מצב שהתאגיד בחר בתשקיף שלו או במועד מאוחר יותר כאשר הוא בחר בדרך כלל על פי רוב לצרכים שיווקיים לתת העתת שווי של נכס שהוא הולך לשעבד, אז במקרה כזה אנחנו מבקשים כמובן את הצירוף אבל גם מבקשים ממנו לעדכן את הערכת השווי. התאגיד צריך לעדכן את הערכת השווי לטובת המחזיקים במהלך כל דוח תקופתי עד פירעון אגרות החוב.

נושא נוסף שאנחנו מבקשים בו גילוי מתייחס לדוח תזרים מזומנים חזוי. דוח תזרים מזומנים חזוי, התאגיד נדרש לתת פירוט במסגרת דוח הדירקטוריון שלו. לפרט את המקורות הכספיים שמהם הוא צפוי לפרוע את ההתחייבויות שלו במהלך השנתיים שלאחר מועד הדוח התקופתי זה הכלל, כמובן שהדירקטוריון, מה שאנחנו בעצם רוצים שיקרה ומה שיקרה בעצם זה שהדירקטוריון צריך לדון במצב, ביכולת שלו לפרוע את ההתחייבויות תוך התייחסות לתזרים המזומנים כאשר יש בפניו למעשה סימני אזהרה.

זאת אומרת הדירקטוריון צריך לבחון האם מתקיימים לאור הנתונים שיש בפניו סימני אזהרה שאנחנו יצרנו רשימה סגורה שאתם יכולים לראות, של סימני אזהרה שבעטיים הדירקטוריון, כאשר הם מתקיימים, צריך לדון כשלפניו נמצא תזרים המזומנים לשנתיים ולבחון האם התאגיד יכול לעמוד בהתחייבויות. סימני האזהרה הם גרעון בהון העצמי, גרעון בהון החוזר, תזרים מזומנים שלילי מתמשך מפעילות שוטפת וכאשר יש הפניית תשומת לב של רואה החשבון למועד הדוח שמתייחסת ולא סתם הפניית תשומת לב, היא מתייחסת לקשיים בהשגת מימון או לאיזה שהן בעיות כלכליות קשות. אלה סימני האזהרה שאמורים לעורר את הדירקטוריון ומחייבים את הדירקטוריון לבצע את אותה פעולה, את אותה בחינה ואז בידי הדירקטוריון שתי אפשרויות: אחת זה לפרסם את תזרים המזומנים עם הסברים או במידה והדירקטוריון מגיע אחרי הבחינה למסקנה שלתאגיד אין בעיה לפרוע את ההתחייבויות שלו בתקופת השנתיים האלה, אין לו שום בעיה, הוא פשוט יכול לומר את זה בדוח הדירקטוריון ואז הוא לא צריך לצרף את התזרים עצמו.

במידה והדירקטוריון מגיע למסקנה שהוא אינו יכול בעצם לעמוד בהתחייבויות או במידה והוא מעוניין לפרסם את תזרים המזומנים עם הסברים, הוא יכול לנקוט גם בגישה הזו. זה לגבי תזרים המזומנים. זה במסגרת התיקון לגבי הפרטים שיינתנו בדוחות השנתיים, הדוח התקופתי. חובת צירוף דוח תזרים מזומנים מתקיימת גם לגבי דוח רבעוני, זאת אומרת בכל מועד דוח בין אם רבעוני או שנתי, הדירקטוריון צריך לדון ולבחון את נושא סימני האזהרה בצירוף תזרים המזומנים. כמו כן הוא צריך לתת גילוי או שינוי או חידוש מהותי שחל ביחס לרבעון הקודם, ביחס לכל הגילוי שהוא נדרש לתת בדוח השנתי.

זאת אומרת אם חל איזה שהוא שינוי דרמטי כבר אחרי רבעון או שניים, ביחס לפרטים שהוא נתן בדוח התקופתי, קיימת עליו חובת עדכון לתת את זה גם בדוח הרבעוני. כמו כן חספנו חובת דיווח של דוח מיידי למחזיקי אגרות החוב במספר אירועים אחד מהם מתייחס לאירוע שיש לו השפעה מהותית על ערכו של נכס משועבד. כמו כן שעבור מחזיקי אגרות החוב, הנכס המשועבד הוא אחד הדברים החשובים ביותר. אם יש איזה שהוא אירוע או עניין שיש לו השפעה מהותית על ערך של נכס משועבד, לא צריך להמתין להערכת השווי אלא יש לתת לזה קודם כל דוח מיידי. כמו כן יש לנו במקרה של הפרה של התחייבות של המנפיק למחזיקי תעודות ההתחייבות שאינה הפרה זניחה, או שהתקיים איזה שהוא אירוע או עניין בתאגיד שמקנים לנאמן או למחזיקים בהתאם לשטר הנאמנות אפשרות לממש ולהעמיד לפירעון מיידי, יש לתת על זה דוח מיידי. כשיש לתאגיד במקרים מסויימים שמתחברים לתקנות שקיימות היום, לתקנה 36 ב' זכות עיכוב, כדי לא לפגוע בתאגיד כאשר הוא נמצא באיזה שהוא תהליך לתיקון העניין.

תיקון נוסף שאנחנו עושים תוך כדי התיקון הזה, זה השוואה נוספת, תיקון נוסף שמתייחס לסף המהותיות שתאגיד צריך לעדכן את דוח הדירקטוריון שלו בדוחות רבעוניים. עד היום תקנות דוחות תקופתיים ומידיים מדברות בלשון של עדכון בדוח הדירקטוריון בדוח רבעוני, רק כאשר השינוי הוא מהותי מאד והמגמה היא בעצם איזה שהוא כפל מהותיות שבגללה אנחנו מאבדים הרבה מידע בדרך ואנחנו מתקנים את זה כאן ומיישרים כך שהעדכון כאשר יש שינוי מהותי, יינתן עדכון כבר בדוח הדירקטוריון הרבעוני. זה לגבי התקנות. רוצים לשאול שאלות?

ז. גושן: אני רק אציין שהחלק שנוגע לתזרים המזומנים, נמצא גם במתכונת של הנחיה.

א. הלמר: כן בדיוק אני עובר להנחיה כי אמרנו שנחבר את זה.

ז. גושן: כן אז כדאי שתתייחס כבר עכשיו כי זה בעצם חוזר על עצמו, לא?

א. הלמר: כן.

ז. גושן: מתכונת ההנחיה נועדה כדי שתהיה לזה תחולה מיידית אנחנו חושבים שעם הנושא הזה לא צריך להמתין. חשבנו שיהיה נכון שההנחיה תכנס לתוקף באופן מיידי ולא תמתין למסלול שאנחנו צריכים לעבור עד שהתקנות יעברו בוועדת הכספים.

אני רק אוסיף בעניין הזה של תזרים המזומנים. בסופו של דבר תזרים מזומנים זה מעשי כשפים. זה הכל מידע צופה פני עתיד וכל מיני הנחות ותקוות ומשאלות לב וכל מיני כאלה דברים וכאן אנחנו בסופו של דבר יוצרים איזה שהיא חובה לגלות מה שבניירות ערך מוכר כמידע רך. מסוג המידע שקשה באופן אובייקטיבי לבחון את נכונותו וכו' והסיבה היא משום שבמסגרת המאמצים שאנחנו עושים לנהל סיכונים סביב אותן חברות שהנפיקו אגרות חוב, אז שמנו כבר פוקוס על רואי חשבון. שמנו פוקוס על החברה. שמנו פוקוס על הנאמנים. היחידים שממשיכים לישון אלה הדירקטורים ואנחנו רוצים לעורר אותם כדי להתייחס למציאות הכלכלית שהחברה פועלת במסגרתה.

רואי החשבון כדי לתת הערה של עסק חי מסתכלים שנה קדימה. לפעמים הם מסתכלים שנה קדימה והם רואים ששנה וקצת אחר כך זה כבר לא יעמוד בפירעון ההתחייבויות אבל הם לא יכולים לתת הערה של עסק חי כי הכללים מגבילים אותם לשנה. מה שזה עושה בעצם זה מחייב את הדירקטוריון לדון, זה פורש את השנה לשנתיים קדימה ובעצם אמור להציף את אותן בעיות שיש לחברה במסגרת הדיון שהתבצע על תזרים המזומנים.

ד. חן: יש לי שתי שאלות. שתיהן מתייחסות לפתיח של הדברים שלכם. כפי שכתבתם פה, בשנים האחרונות, הרבה מאוד גם חברות פרטיות הנפיקו

אג"ח. בעצם דירקטוריון של חברה ציבורית זה משהו שאפשר לראות מיהו ומהו והדברים האלה ודירקטוריונים של חברות פרטיות, הרבה פעמים הדירקטוריון בנוי מבעל החברה, החותנת בת השמונים והבן שלו שהשתחרר לפני שלושה חודשים מהצבא ונמצא היום בטיול גדול בדרום אמריקה. השאלה אם האחריות הזאת שניסיתם להטיל על הדירקטוריון יש לה את כובד המשקל הראוי כאשר מדובר בחברה פרטית, זה דבר אחד שלדעתי מעורר איזה שהוא סימן שאלה, להבדיל מחברה ציבורית שגם שם הדירקטוריון זה לא מלאכי שרת אבל בכל זאת זה אנשים שהם יותר לכאורה יותר רציניים.

הדבר השני הוא יש לי תחושת בון לא סימפטית אבל אולי זו סתם תחושת בטן. כפי שכתבתם בשנים האחרונות חל גידול משמעותי. האם יש לכם איזה שהוא פילוח, גם לי יש תחושה שהנפקת אג"ח זה "טרנד" של התקופה ושל הימים העליזים של הבורסה מלפני שנה ושנתיים. האם יש לכם איזה שהוא פילוח סטטיסטי מתי אמורות להיפרע ככה באופן מאסיבי האג"ח, מתי החלק הארי של האג"ח שהונפקו ממש בשנים האחרונות שזה הפך להיות איזה שהיא אופנה, אמור להגיע מועד פרעונו.

ש. גוטמן:

אני אענה על שני הדברים. לגבי השאלה הראשונה שלך, את צודקת לחלוטין שיש היום הבדל בהרכב הדירקטוריון בחברה פרטית ובחברה ציבורית. אמיר בפתח דבריו אומר שזה הצעד הראשון שאנחנו עושים בטיפול הכולל. זה באמת אחד הדברים שעל שולחנה של הרשות זה בחינת צורך בחיזוק בקרות מול כללי מימשל תאגידי ייעודיים למה שנקרא חברות אג"ח שזה חברות מהסוג הזה, אבל, לכל הדירקטורים גם היום לפי חוק החברות יש חובות אמונים וזהירות בין אם הם מכהנים בחברה ציבורית ובין אם הם בחברה פרטית.

מה יהיה בפועל, האם ירעד להם פחות כי הם בני משפחה, את זה אנחנו לא ידעים אבל זה יחייב אותם לפחות לדון ואנחנו מאמינים שבמידה מסוימת זה יעלה את הרמה ולפחות את הדיווח לציבור.

אגב, רק אני אציין כי זה מתקשר לשאלה שלך לעניין נתונים אמפיריים, רוב אגרות החוב שאנחנו מדברים עליהם שאכן הונפקו בתקופה שצינת עתידות להיפרע בסביבות 2010, 2011 הרוב הגדול, וגם נגיד שסימני

האזהרה נלקחו על דרך של פחות או יותר "רברס אינג'נירינג" באנו והסתכלנו על מה היום יש איתות מבחינת נניח תשואות וזה לא בא לידי ביטוי בהערת עסק חי, וראינו שהפרמטרים שצינינו מכסים חלק מאד ניכר אם לא כמעט את הכל באותם סימני אזהרה.

ז. גושן:

בואי נזכור שאלמלא ההנחיה הזו, אותו דירקטוריון שתיארת, לא צריך לא לצרף תזמל' ולא להגיד שהם חושבים שהחברה תעמוד בהתחייבויותיה, אז הוא בכלל במצב הרבה יותר נוח. עכשיו הוא צריך להחליט או שהוא לוקח אחריות. אם הוא לא יפרסם את תזרים המזומנים הוא לקח בעצם אחריות כי הדירקטוריון הצהיר שהוא בדק והחברה תעמוד בהתחייבויותיה בהגיע מועדן- זו אחריות. אם הוא לא לוקח את האחריות אז לפחות יהיה לציבור מידע שאותו דירקטוריון, בעל השליטה והילד שהשתחרר מהצבא, זה מה שהם חושבים שיקרה ואם אתם מאמינים לזה אז בסדר, ואם לא אז תדעו שזה המצב.

ד. חן:

השאלה אם אתם לא חושבים שככה בחשיבה, עוד לפני שתהיה הקטסטרופה שבחברות גם פרטיות שרוצות לצאת לשוק ולהנפיק אג"ח, צריך שבדירקטוריון, לא כמו בחברה ציבורית אבל לדרוש מהם דרישות קצת יותר מאסיביות לגבי הדירקטוריון.

ז. גושן:

אנחנו חושבים אבל זה פרוייקט שנמצא בעבודה.

ד. חן:

לפחות כיוונתי לדעת גדולים.

ש. גוטמן:

וגם אם תראי כבר היום באתר שלנו יש טיוטת תקנות שקשורות ליישום חלק מההמלצות ועדת גושן בנוגע לוועדת מאזן. בוועדת מאזן יש דגש גם על ההרכב שלה שהוא מחייב גם כמות מסויימת של דירקטורים בלתי תלויים וגם כשירות מקצועית מסויימת וועדת המאזן בנוסחה, כפי שהוא מוצג היום, חל על החברות בין אם הן פרטיות ובין אם הן ציבוריות.

ש. פלפל:

ברוב המקומות בעולם למיטב ידיעתך, זה לא משנה אם הנפקת לציבור "אקוויטי" או "דט" אתה חברה ציבורית מהבחינה הזאת. זאת אומרת אתה לא יכול להנפיק אג"ח סתם ולהגיד אני עדיין לא מפרסם מאזנים ולא עושה,

ש. גוטמן:

לא, גם פה הגילוי הזה,

ש. פלפל:

בסדר, הדירקטוריון חייב לכולם.

ז. גושן:

זה נכון שהוא נחשב תאגיד מדווח וחלות עליו כל החובות של דיני ניירות ערך אבל יש גם חובות שבאות ממסגרת חוק החברות. למשל, הצורך בשני דירקטורים חיצוניים, הצורך בכל מיני הליכים של אישור עסקאות עם בעלי שליטה. יש שורה ארוכה של הוראות שבגלל שלא הונפקו מניות לא חלות על אותו תאגיד. זו הנקודה אבל בכל מה שקשור, אתה צודק, בכל מה שקשור לחובות הגילוי, יש חובות גילוי מלאות.

ש. פלפל:

אולי יותר נקודתית. כאן אני מוטרד מהגישה הזאת. זאת אומרת חלקה מאד נכונה אבל חלקה אנחנו לא יכולים ורגולציה לא יכלה לדבר על ה-WHAT IF ועל הסדריו. אז נכון שחאי חשבון והערת עסק חי ודברים כאלה, לשם כך א' עד כמה שזה נכון קיימות חברות הדירוג. זאת אומרת מה שחברות הדירוג עושות זה בדיוק מה שהן עושות או לפחות אמורות לעשות ואנחנו רואים אג"ח נסחר בתשואות של 30 אחוז, 40 אחוז או 60 או 25. כשאג"ח נסחר בתשואה של 40 אחוז, דבר אחד ברור, את הכסף לא יראו. יראו חלק, יראו משהו. זאת אומרת יש את הדבר הזה. אני לא רואה את הבעיה לחייב את הדירקטוריון לדון ולפרסם ולטפל, אתה צריך להגיד להם מה לעשות. זאת אומרת יש לי כאן בעיה מהבחינה הזאת ביחוד בחברות אפילו ציבוריות רגילות.

הם רואים את ה"קאש פלאו" אל תשכחו ה"קאש פלאו" זה מהנחות א', ב', ג' וזה עסק כל כך שניתן להגיד אוקיי יהיה לנו גידול במכירות. יופי האקסל סובל הכל. תן לי אקסל אני אשנה את גידול המכירות והכל יהיה טוב. זאת אומרת יש לנו כאן בעיה שאני חושב שזה יוסיף כמות גדולה של מעמסה ודברים כאלה שניתן יהיה יחסית בקלות לחמוק ממנה בטכניקה. זאת אומרת זה יהיה עומס ולא נרוויח.

י. כהנוב:

אבל אז תהיה אחריות.

ש. פלפל:

מה האחריות? אני חשבתי שיהיה גידול במכירות גידול של 15 אחוז.

י. כהנוב: אתה צריך לראות אם זה היה סביר, אם זה היה מתקבל על הדעת. ואז יהיו הרבה דירקטורים גם אם בני משפחה יחשבו שלוש פעמים לפני שהם מדלגים על זה.

ש. פלפל: אני חושב שזאת בעיה. זה בדיוק חברת הדירוג, שוב גם היא עושה את הרשויות. זאת אומרת יש כאן בעיה.

מ. ברקת: קודם כל אמפירית ראינו שהגילוי מהסוג הזה, אנחנו ביקשנו מהחברות משהו כמו 22 חברות ביקשנו גילוי מהסוג הזה, וראינו שהגילוי הזה היה מאד רלוונטי כי הוא תיקן את התשואות. אז קודם כל הגילוי הזה חשוב לפחות בראיה האמפירית שכמובן עדיין זה במדגם יחסית קטן אבל כנראה שהמידע הזה רלוונטי למשקיעים כדי להבין קודם כל באמת באיזה מצב. יכול להיות שזה גם, יכול להיות שיש פה ושם הערכות, אבל בסופו של דבר הנה הציבור יכול לשפוט איך החברה חושבת לפרוע את החוב. יש גם מידע פרטי שמסתובב. אז כשאתה רואה את המספרים האלה אז אתה יודע גם דברים אחרים. יכול לבחון אם אלה אומדנים סבירים, לא סבירים. לא רק חברות הדירוג, גם הציבור יכול לשפוט את הדבר ממקור ראשון. כאן אנחנו הולכים צעד נוסף ואומרים או שאתה מפרסם את זה לציבור ונותן לציבור לשפוט, או שאתה כדירקטוריון לוקח את האחריות על הדבר הזה ואומר יש לי יכולת לפרוע. הדירקטוריון יחשוב היטב האם הוא לוקח את האחריות או שהוא שם את הדברים בחוץ. הוא יכול להגיד, תשמעו, אלה הדברים.

צ. אקשטיין: בעצם מה שקורה זה שיש לך אגרות חוב שנסחרות בתשואות כאלה, הן בעצם מניות ואז מה שהם הולכים פה זו איזו כבדת דרך מבחינת הגילוי, לא מבחינת המחוייבות, של הדירקטוריון. אני תומך אבל לא ראיתי האם יש סנקציות.

ז. גושן: כמו כל הנחיה. כמו כל גילוי.

ש' אלבק: אני רוצה להוסיף עוד נקודה אחת. על חלק גדול מהאג"ח הקונצרני הזה בכלל אין דירוג, חברות הדירוג לא בתמונה. היום מנפיקים בלי דירוג וגם

בלי שעבודים. אז כשאין את זה ואין את זה, זה יכול לתת איזה שהיא אינדיקציה נוספת.

ש. פלפל: מה שאתה אומר זה שאוקיי קניתי חתול בשק ועכשיו תגיד לי שהוא חתול שחור. אוקיי אבל זה עדיין חתול בשק.

צ. אקשטיין: לא, זה מבט לתוך השק שיש חתול.

ד. חן: ושהוא שחור.

צ. אקשטיין: לא בטוח שהוא שחור.

י. כהנוב: אבל מישהו כאן לוקח אחריות.

צ. אקשטיין: בוא אני אגיד לך שאני חתמתי פה על תשקיפים שלא היה ברור אם יש חתול ולא ברור שיש שק. לא ברור שום דבר. זה לפחות יודעים שיש שק ואולי יש חתול.

ש. פלפל: אני מסכים איתך בנקודה הזאת. זאת אומרת כבר היה לנו פעם תשקיף בארצות הברית שהמנכ"ל רק סיים חמש שנים של ישיבה בכלא, החשב רק גמר ארבע שנים השעיה מעיסוק בניירות ערך והכל קורה. התפקיד של הרשות לדאוג שזה יהיה כתוב באותיות גדולות. עכשיו מישהו רוצה לעשות ביזנס איתם, מה אפשר לעשות. החל מנקודה מסוימת אנחנו לא, הרשות לניירות ערך זה לא סוכנות ההשקעות של הציבור ולא של אף אחד אחר אבל יש כאן דברים שאני חושב שנגיע למצב של אובר רגולציה ובייחוד בדברים שהם רכים. הבעיה ב soft issue היא אולי אובר רגולציה או במדד בעייתי שאנחנו מתחילים לסמוך עליו. יש לי חבר טוב שעיקר חייו מוקדש למלחמה ב VAR אז לא משנה. אני לא מסכים איתו. אני אומר אוקיי זה טוב, זה לא אופטימלי אבל לפחות אנחנו יודעים אם זה אור או חושך. אם זה בוקר, צהריים או ערב לא נדע. הוא אומר לא וזה שאנחנו סומכים על זה, זו בעיה. הכנסה רגולטיבית, הכנסה של נתונים שהם רכים ויכולים להיות מאד רכים, יכולה ליצור הטעייה שהסכנה שלה היא לא פחות גדולה. זאת אומרת עדיף לי לדעת שאין בצומת מסוימת רמזור מאשר לנסוע והרמזור מקולקל כי אז יהיה ירוק לשני הצדדים.

י. כהנוב:

אבל אם אתה עושה עוד גורמים אחראים או עשויים להיות אחראים אז אתה כמו שאתה רוצה לפקח על הנאמנים גם על הנאמנים הפיקוח שלך הוא לא, אז כאן אתה מכניס ואומר גם חברי הדירקטוריון יהיו אחראים ואם יסתבר שהם לא דיווחו או דיווחו לא נכון אז הם יתנו את הדין על זה. אז זה לא אבסולוטי כמובן אבל זה מקדם אותך.

א. חמדני:

אני רוצה לחזור רגע אחורה. אני חושב שהיוזמה הזאת מאד חשובה ובאמת היא צריכה להשתלב ביוזמות אחרות שמסתכלות בצורה קצת יותר מפורטת על הזכויות של מחזיקי אג"ת, במיוחד לאור הכשל... . עכשיו אני רוצה אחרת להגיד את מה ששי אומר אולי פה אנחנו מכניסים את הדירקטוריון יותר מדי למלכוד כי אני חושב שהיתרון של מה שהיה עד עכשיו, זה שהרשות נניח באה ואמרה זה שהדירקטוריון יכול היה מצד אחד להגיד אני חושב שאני בסדר, הרשות הכריחה אותי אז הנה אני מגלה.

אני לא הייתי אף פעם דירקטור ולא יודע מה הם יחשבו על זה, אבל זה נראה לי קצת באמת מלכוד כי מה הוא באמת צריך לעשות? או שהוא בא ומגלה אבל אז הוא אומר בעצם, שולח איזה שהוא איתות שאומר אני חושב שיש פה חשד סביר שלא נעמוד בהתחייבויות ואם הוא לא מגלה אז הוא באמת לוקח על עצמו את כל האחריות האישית הזו. הכל פה נראה לי נכון, השאלה אם אפשר באמת לבוא ולחשוב על איזה שהם מדדים אובייקטיביים שדירקטור באמת יוכל לתת את המידע אבל מבלי להגיד שהוא הביע את דעתו לכאן או לכאן לגבי מצב החברה כי אני חושב שזה קצת יכול להכניס חברות לאיזה שהוא מלכוד שקשה מאד לעמוד בו כי אם באמת אתה עומד במצב שכל השוק שואל מה אתה אומר ועכשיו אתה,

ש. גוטמן:

על אף שיש להם את האפשרות פה, הרי יש לו בחירה. הוא יכול להגיד,

א. חמדני:

לא אבל עצם הבחירה, להיפך, לקבוע מדדים שיחייבו אותו.

ז. גושן: במצב שקיים עכשיו שהרשות באה ואומרת תגלה את תזרים המזומנים, הוא בדיוק נחלץ מהדילמה הזאת והוא יכול להמשיך לישון. זה בדיוק העניין.

א. חמדני: נכון.

ז. גושן: הוא יכול להיות פאסיבי לחלוטין. הפניה היא בעצם פניה להנהלת החברה, תגלו תזרים מזומנים, החברה מגלה תזרים מזומנים, הדירקטורים עדיין לא בעניין. כאן מה שזה עושה זה מכניס אותם לתמונה. זה מכניס אותם לתמונה כי עכשיו בדיוק הדילמה שדיברת עליה, זאת הדילמה שבגללה הם יצטרכו לשבת ולחשוב מה הם עושים. האם מפרסמים ובעצם אומרים לכולם שגם אנחנו לא מאמינים שנעמוד בהתחייבויות או שאנחנו לוקחים אחריות שנעמוד בהתחייבויות ולא נפרסם. אז בעצם המלכוד הזה כמו שקראת לו הוא הכלי להכריח את הדירקטוריון להתייחס לבעיה ולהתמודד איתה. השיטה שאנחנו נלך ואחד אחד עשינו את זה כבר עם עשרים חברות, נמשיך וכל פעם נבקש את הדבר הזה, במילים פשוטות אנחנו רוצים שהוא ירגיש את החום של הלהבות.

א. חמדני: אבל אם אתה תחייב את הדירקטורים לקחת אחריות על הדוח. נניח שהיה לך איזה שהוא מדד אובייקטיבי שיכולת לתת כמו נניח תשואות, זו סתם דוגמה. איך השוק מתמחר עכשיו והיית מחייב את הדירקטוריון רק לחתום על זה, לחתום על תזרים המזומנים.

ז. גושן: מה זה נקרא לחתום על זה?

א. חמדני: הדירקטוריון לקחת אחריות על הדוח הזה ופרסום דוח התזרים.

ז. גושן: זה מה שביקשנו ממנו. זה מה שהוא צריך להחליט. הוא מחליט אם הוא חושב שהכל בסדר אז הוא כותב הכל בסדר והוא לא צריך לפרסם תזרים. אם הוא לא חושב שהכל בסדר שיפרסם את התזרים ויסביר אותו.

ד. חן: אני לא רואה שכל כך מהר דירקטורים יזדרזו להגיד לא זה לא בסדר ואז הם יעמדו במלכוד, ואז כשיגיע הפרעון ולא יהיה. אז הוא יגיד אלוהים גדול אתה יודע,

- ז. גושן: זה קצת כמו ערבות אישית להגיד אלוהים גדול.
- ש. פלפל: אבל הרבה מאד חברות ותסתכל אפילו בתשקיפים שאתה מנפיק, בייחוד אג"ח לטווח קצר, אין להם את האפשרות לשלם והם בונים על זה שהם ימחזרו את הדברים או שהנכס יהיה שווה כלומר אם אתה קונה איזה נכס או משהו כזה או משקיע בצורה מסויימת, אז הרבה פעמים זה לטווח מאד ארוך. אתה יודע שאחרי שלוש שנים או ארבע שנים תיאורטית אתה יכול למכור את הקולטרל אבל לפי תשקיף תזרים המזומנים אין לך את האפשרות ואז פתאום אתה או מחייב את כולם לעבוד עם ספרים פתוחים שזה גם אילוץ שחברות לאו דווקא רוצות ולא דווקא צריך לכפות עליהן. בכל זאת זה יחסית,
- י. כהנוב: אבל אנחנו רוצים שתהיה שקיפות.
- ש. פלפל: תראה גם לחברה ציבורית יש לה סודות מסחריים. אתה לא דורש מטבע שתפרסם את הפטנטים שלה.
- ז. גושן: לא אבל מיקמנו את זה בארבעה אלמנטים מאד מוגדרים. אנחנו לא אמרנו כל חברה צריכה לעשות את זה. זה מכוון לארבעה אלמנטים שבחרנו אותם כמו שאמרה שיראל בהנדסה לאחור. הרי אנחנו יודעים מי הן החברות הבעייתיות.
- ש. פלפל: זוהר אבל זה כמעט טאוטולוגיה. אני יכול להגיד לך כל חברה שפשטה את הרגל היתה לה בעיה עם תזרים המזומנים. זה ברור למה? כי היא פשטה את הרגל. יש הבדל בין לדרוש למשל...
- י. כהנוב: הם שקלו את השיקולים שלהם בזמן אמת. לא כל חברה שנופלת הדירקטורים יהיו אחראים כי יכול להיות שבאותו שלב היה להם מספיק בסיס סביר לחשוב שזה בסדר. אבל לפחות שיהיו אחראים.
- ש. פלפל: אני לא יודע, יש הבדל בין לדרוש למשל דבר שאני חושב שהוא מאד חשוב שאם יש לחברה לפי האינדנטשר חייבת לעמוד ביחסים מסויימים אחרת מטעם אני יודע, יחס פיננסי והיא לא עומדת. עכשיו כרגע קודם כל הנאמן

צריך לדעת שזה קרה וכל מיני דברים כאלה והוא יודע רק אחרי פרסום הדוחות ולמשל אם התבטל חוזה הוא לאו דווקא ידע, אתה אומר זה hard number זה קרה ואתה יכול לחייב את החברה לדווח ישר לנאמן או ישר לבורסה וכו' לא משנה כי כאן אין מקום לשיקול ביניים וזה מאד חשוב שידעו בזמן אמיתי אז זה hard number.

תזרים מזומנים עתידי, יש לי בעיה איתו או חלק מתפעול החברה, זה יצור מצד אחד אולי הרגשת בטחון מצד שני זה יצור מעמסה רגולטורית מאד קשה על החברה כי אנחנו נראה דירקטורים שמתחילים...

צ. אקשטיין: שני קשיים. קודם כל בכיוון הללי כאיש שבא מבנק ישראל ודואג ליציבות אז אני מאד בעד זה וזה גם נושא שהעליתי אותו. אחד זה שבסופו של דבר, ככה לא כל כך שמת לי לב לזה שזה עניין בדיעבד, זאת אומרת אתה גם אמרת את זה בצורה מפורשת אתה רוצה להחיל את זה מיד. עכשיו שוב אני שואל שאלה, במובן הזה תחשוב שנכנסנו למשחק הזה אנשים שלא ידעו שהם צריכים לשים את הכל.

ז. גושן: אבל אז אנחנו יכולים לתת הוראה חברה, חברה. כבר עשינו את זה ביחס לעשרים.

ש. גוטמן: אנחנו עושים את זה היום.

צ. אקשטיין: בסדר אני רק שואל האם יש כאן בעיה.

ז. גושן: לא.

צ. אקשטיין: דבר שני אני רואה בזה דבר טוב במובן שזה כמובן גם במידה מסויימת עשוי להקטין את השוק הזה לאלה שלא מוכנים להכנס לתוך המסלול אז מבחינה זו, אבל אז השאלה היא האם לא צריך גם להכניס את זה לתוך התשקיף.

ז. גושן: את מה?

צ. אקשטיין: חלק מה...

- ז. גושן: כל היופי של הדבר הזה שהוא מתייחס לטריגרים שהתרחשו במשך חיי החברה, אחרי התשקיף.
- צ. אקשטיין: לא השאלה אם יש לך תזרים.
- ש. גוטמן: כן אם יש תשקיף שמנפיק אג"ח זבל במועד התשקיף והטריגרים, הדוחות במועד התשקיף מקיימים את הדבר הזה,
- צ. אקשטיין: כולל תזרים חזוי.
- ש. גוטמן: הרי זה כבר משהו שאנחנו התחלנו וולונטרית לעשות בחברות שזיהינו ולבקש מהן מראש כשהן יוצאות,
- צ. אקשטיין: שזה יהיה בתוך התשקיף?
- ש. גוטמן: לתזמ"ז? כן. חברות שהנפיקו מהתחלה אג"ח זבל ביקשנו כחלק מהתשקיף תזמ"ז עם התחייבות לעדכן אותו. יש לנו כמה וכמה חברות כאלה בעיקר בתחום הנדל"ן שהוא התחום הבעייתי.
- מ. ברקת: אבל לא סביר ממש שנראה את הדבר הזה כי אז זה יהיה סיגנל כל כך בעייתי שחברות לא ינפיקו כמובן. אנחנו לא נראה חברה עם הפניית תשומת לב בגין קשיים כספיים הולכת ומנפיקה בבורסה.
- צ. אקשטיין: אתה עושה סלקציה כמו שלא יוצאים בהנפקה של מניות כשהחברה מפסידה.
- מ. ברקת: הדרישה הזאת תקפה בשוטף אבל חשוב להבין שדרך הדירקטוריון יש גם את הסינון הזה, את ה"טרייד אופ" שבין השקיפות לבין גילוי סודות מסחריים. אם הדירקטוריון אומר הפרסום הזה חושף אותי ואין באמת בעיה, אז הוא משאיר את המידע אצלו. לוקח אחריות ומשאיר את המידע אצלו.
- ז. גושן: הערות נוספות?

- א. חמדני: הערה נקודתית אחת. מה זה תזרים מזומנים שלילי מתמשך?
- ש. גוטמן: לקחנו את המונח הזה וזה בעצם מונח תפוס מתוך גילוי דעת 58 ולכן אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שהשוק כשם שהוא יודע ליישם אותו לצורך הדוחות הכספיים ידע ליישם אותו גם כאן.
- א. חמדני: עוד שאלה אחת. מה תהיה המדיניות ברגע שיקרה משהו שלפי דעתי יכול להיות שחלק מהיועצים יעשו ויגידו בלי להגיד אם יש חשש סביר או אין חשש סביר אנחנו מפרסמים את התזרים הצפוי.
- ש. גוטמן: אז בכל מקרה כיוון שהתזרים הוא חלק מדוח הדירקטוריון וחייבים להתלוות אליו הסברי דירקטוריון, אז יהיה תזרים מזומנים עם הסברים והם יצטרכו את ההתפתלות הזאת לעשות על פני הדבר הזה.
- ש. פלפל: אולי נקודה אחת גם טכנית מאד. בדיוק הזכרת שהרבה מאד מהבעיות ובצדק הן של חברות הנדל"ן. לעתים עם הקולטרל זה פורטפוליו. אני חושב שיש צורך לפרסם את הפורטפוליו ולא דווקא נכס, נכס כי זה לפעמים יכול להיות בעיה למרות שהם יודעים אבל זו עיקר הנקודה שיכולה להיות בעיה.
- ש. גוטמן: אתה מדבר בתוך התזרים לא לסמן?
- ש. פלפל: לא הכוונה שלי גם שצריך לעשות מארק טו דה מארקט של הפורטפוליו ולפרסם אותו שאם יש שוני בשווי הקולטרל.
- ז. גושן: בחלק הראשון.
- ש. פלפל: בהערכות השווי כן, אם זה פורטפוליו; שיתייחס לפורטפוליו.
- ש. גוטמן: בדרך כלל השעבודים הם לא של פורטפוליו,
- ש. פלפל: כן בחברות נדל"ן זה יהיה בדרך כלל פורטפוליו.

- ש. גוטמן: זה יהיה התזרים לא?
- נ. ברנר: ...זה בשווי שוק זה כבר בהנחיה הרי שמנו היום את ההנחיה כשדיברנו על שווי שוק.
- י. כהנוב: אפשר לשעבד בנכסים ואפשר לשעבד פורטפוליו?
- ש. פלפל: אפשר 200 דירות.
- י. כהנוב: טוב אז 200 דירות אז יודעים שזה 200 דירות.
- ש. גוטמן: לא אז השעבוד יהיה על המכלול של הדירות.
- ש. פלפל: זה כל מה שאמרתי ולא יותר.
- ז. גושן: תודה.

5. תיקון תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים)(תיקון), התשס"ח – 2008 ותיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים)(תיקון), התשס"ח – 2008 בעניין צירוף דוחות כספיים של חברה כלולה מהותית.

נ. ברנר: אנחנו מביאים לאישור תיקון תקנות ניירות ערך בקשר לצירוף דוחות של חברה כלולה מהותית. חברה כלולה בעיקרון זו חברה שלתאגיד יש בה השפעה מהותית. מוחזקת בין 20 ל-50 אחוז והיא מוצגת בדוחות הכספיים בשורה אחת במאזן כשהשקעה ברווח והפסד וחלקי ברווח של החברה.

בעצם נוצר מצב שחברה כלולה כשהיא מהותית יכולה להשפיע בצורה מאד משמעותית על הדוחות של התאגיד אבל הגילוי עליה בדוחות הכספיים הוא מועט יחסית. בשביל לפתור את הבעיה הזאת אז תקנות ניירות ערך דורשות כאשר הכללה היא מהותית לצרף את הדוחות הכספיים של החברה הכלולה לדוחות הכספיים של התאגיד.

נכון להיום בתקנות ניירות ערך נקבע רפים כמותיים ורפים איכותיים למה זה חברה כלולה מהותית שצריך לצרף את הדוחות שלה שהרפים הכמותיים מדברים על 10 אחוזי השפעה. 10 אחוז השפעה על המאזן ו-10 אחוז השפעה על רווח והפסד.

חובת הצירוף הזאת למעשה צריכה לאזן את הטרייד אופ שקיים בין גילוי מידע חשוב למשקיע, למעשה אחנו מקבלים עוד מידע לבין חשש שחושפים דוחות כספיים של חברה שהיא תהיה חברה פרטית רק בגלל שהיא חברה כלולה של תאגיד מדווח, חברה כלולה מהותית.

לאור הטרייד אופ הזה ערכנו במחלקת תאגידיים בדיקה של הדרישות בנושא הזה בשווקים המובילים בעולם וגילינו שהדרישות בישראל הן בין המחמירות. לכן בעצם מה שאנחנו מביאים כאן לאישור זה תיקון התקנות שנותן הקלות מסוימות בדרישות שקיימות כרגע ומקרב מאד את הדרישות בישראל לדרישות של ה SEC ולדרישות שקיימות בארצות הברית.

בעצם עיקרי התיקון הם שלושה דברים עיקריים. אנחנו מעלים את רף המהותיות מ-10 אחוז ל-20 אחוז. הצירוף יידרש רק בדוחות כספיים שנתיים ובדוחות כספיים שנתיים עם השפעה על רווח והפסד או על מאזן מעל 20 אחוז יהיה צירוף של דוחות החברה הכלולה, אם ההשפעה היא בין 10 ל-20 יידרש רק מידע תמציתי בקשר לאותה חברה. בדוחות רבעוניים אנחנו דורשים מלסתחילה רק מידע תמציתי וזה עבור חברות כלולות עם מהותיות של מעל 20 אחוז השפעה.

האם יש הערות?

ז. גושן:

כן. קודם כל אני מתנצלת עוד פעם שחוסר סימטריה לי לפחות זה דבר שקצת מפריע. אתם החלטתם להיצמד לקריטריונים של ארצות הברית, אני מניחה שזה בסדר, אין לי כלים לדעת אם זה טוב או לא טוב אבל בדברים אחרים כמו למשל באימוץ ה IFRS הלכתם למקום אחר. כלומר אני תמיד חושבת שאם עובדים על איזה שהיא מדיניות של הצמדות למה שעשו הגויים מעבר לארצות הים שזה לפעמים רעיון בכלל לא רע בעיני לאמץ איזה שהיא מסוימת וללכת על פיה ולא ללכת מן הגורן ומן היקב, ואת זה לאמץ מהשיטה הזאת ואת העניין ההוא לאמץ מהשיטה

ד. חן:

הזאת, זה יוצר איזה שהוא דבר שלפעמים אני חושבת שהוא יוצר איזה שהיא א-סימטריה שהיא בעייתית. אני לא יודעת אם במקרה הספציפי זה קיים אבל באופן רעיוני אני לא מצליחה להבין מדוע פעם בוחרים מה שקורה באירופה ופעם בארצות הברית ובהקשר הזה מתעוררת בי עוד שאלה. אם הגעתם למסקנה שהתקנות פה היום הן מגבילות אז למה מלכתחילה לא התיישרם לעומת משהו שכבר נצבר בו איזה שהוא ניסיון.

נ. ברנר: בקשר לשאלה הראשונה. צריך להפריד בין חשבונאות ששם באמת אנחנו הולכים על ה IFRS ובין דרישות רגולטוריות. מה שאנחנו מדברים כאן זה דרישות רגולטוריות, זה מידע נוסף על המידע שנדרש לפי כללי חשבונאות מקובלים. הרי גם בארצות הברית החל מ-2014 למרות שזה בעוד הרבה זמן יהיה אפשר ליישם את ה IFRS לכן אני לא רואה את הקשר המיידי בין דרישות רגולטוריות של ה SEC לבין דרישות לפי ה IFRS זה לא סותר אחד את השני. להיפך.

ד. חן: זה לא סותר אבל כדאי, אם יש איזה שהיא שיטה, ללכת לפי כל המכלול כי שיטה של חשבונאות היא לא משהו שהוא מנותק לחלוטין מהבדיקות הרגולטוריות הלא בסופו של יום הדברים אמורים להיפגש באיזה שהיא נקודת מפגש.

נ. ברנר: הדרישות החשבונאיות ב US GAAP וב IFRS הן לא שונות באופן משמעותי. הן מאד דומות למעט שבאירופה אין דרישה של צירוף חברה כלולה ובארצות הברית יש דרישות וזה חלק מהרגולציה.

צ. אקשטיין: וזה לא קשור לכללי החשבונאות, גם אם זה 90 אחוז?

נ. ברנר: למשל בבריטניה אין דרישה כזאת.

משה ברקת: הדרישה באירופה ברוב המקומות הרבה יותר מקלה גם מהדרישה הזאת ואנחנו פה קצת מקלים על עודף הרגולציה שדובר עליו אבל עדיין יש מהרהרים בסטנדרטים של גילי שמקובלים איפה שיחסית אנחנו

מרגישים עם זה נוח ובמקרה הזה ארצות הברית. אפשר לפתח כמובן מודלים שלנו אבל יש פה מודל שעובד, נבדק. הלכנו עם המודל הזה.

י. כהנוב: אפשר לקחת מכמה שיטות אם יש דברים שנראים לנו כיתרון בשיטה אחת אז לא צריכים לקחת את כל השיטה עם כל המגרעות.

צ. אקשטיין: אני שואל רק 10, 20 אחוז מה זה אומר ומאיזה בחינה זה קשור בכלל?

ז. גושן: זה ניסיון למדוד בצורה כמותית איזה שהוא ביטוי להשפעה מהותית.

צ. אקשטיין: השפעה מהותית על הדוחות כדי שתהיה הצטברות של פירוט?

ז. גושן: בדיוק.

מ. עקביה: אם מעלים את הרף ל-20 אחוז, למה לא להעלות אותו ל-20 אחוז וגמרנו. למה להשאיר את הקטע הזה שבין 10 ל-20 שבו יש מידע תמציתי?

י. כהנוב: לא רוצים שיהיה סיכון בין 10 ל-20 נותנים תמצית.

מ. עקביה: וכמה המידע התמציתי הזה אפשר לעשות עליו מניפולציה. אם מישהו עושה לי סיכום של הדוחות הכספיים מבלי להביא לי אותם? איך זה אמור בדיוק להתבצע?

ז. גושן: למה יש את מדרגת הביניים.

נ. ברנר: מדרגת הביניים היא בדיוק כמו ב-S Regulation בעצם מה שאנחנו עושים כאן ויש מידע תמציתי. המידע התמציתי הוא גם לקוח מהדוחות הכספיים. הוא לא מידע יש מאין. זה נכסים שוטפים והתחייבויות שוטפות ונכסים לא שוטפים. זה בעצם הדוחות הכספיים בקטן ובלי הביאורים.

הכול זה עניין של מידתיות וכן חשוב לנו המידע הזה על החברה הכלולה אבל ההשפעה שלה היא לא מהותית מאד שאנחנו נדרוש את החשיפה.

ז. גושן: אני גם חושב שבעניין הזה ההקלה שאנחנו עושים, לא יזיק אם נעשה אותה בצורה הדרגתית. נעשה את הצעד הזה. אם נגיע למסקנה בהמשך שצריך לעשות צעדים נוספים אז אני בטוח שנעשה.

צ. אקשטיין: רק לצורך המידע. באנגליה, אין אפילו 90 אחוז?

ז. גושן: לא, 90 אחוז זו חברה נשלטת. אנחנו מדברים על חברות כלולות.

צ. אקשטיין: אז עד איזה גובה זה?

נ. ברנר: אולי אני אבהיר משהו. ה-20-10 אחוז זה לא אחוז החזקה. חברה כלולה מעצם ההגדרה שלה זה חברה שמוחזקת בשיעור החזקה שבין 20 אחוז ל-50 אחוז. זה לא שיעור זניח של פחות מ-20 אבל זה גם לא שליטה. זו חברה כלולה. כשאני אומר רף מהותיות זה אומר השפעה על המאזן. למשל, ההשקעה מסך המאזן, ההשקעה הכלולה מסך המאזן היא מעל ל-20 אחוז, אז זו חברה מהותית או רווחי האקוויטי, חלקי ברווח של החברה הכלולה הוא מעל 20 אחוז ברווח הכולל של המאזן המאוחד. זה רף המהות והוא לא מדבר על שיעור האחזקה.

צ. אקשטיין: מדובר על 20-10 אחוז לגבי ההשפעה על הדברים המהותיים של המאזן.

נ. ברנר: ההשפעה על הדוחות הכספיים של התאגיד בכלל.

ד. רימון: אני רוצה להגיד שזה עולה בקנה אחד לעשות שני רפים שברף נמוך יותר אנחנו מבקשים רק תמצית נתונים וברף גבוה יותר אנחנו מבקשים צירוף ממש, כבר בא לאישורכם לעניין אחר בשנה הזאת, בעניין צירוף של הערכות שווי כשאמרנו שהערכת השווי היתה בסיס לגיבוש נתון מהותי מאד בדוח, ביקשנו צרופה ממש וכאשר מהותי סתם במונח של נמוך יותר ולא כפל מהותיות ביקשנו רק לצרף מידע תמציתי בקשר אליה.

י. אלמוג: אני רוצה לענות לך על ההערה הכללית של ההצמדות לדינים כאלה או אחרים וזה קשור כרגע לקשר שלנו היום עם רשויות זרות ועם ארגונים זרים. אבולוציונית חוק ניירות ערך בתחילתו הוא נחקק במידה רבה, ע"י מלומד אמריקאי שבא ועזר ליצור את השיטה הרי השוק הכי מאובטח

בעולם היה השוק האמריקאי והדין הישראלי של דיני ניירות ערך הלך במידה רבה אחרי הדין האמריקאי. היום אנחנו רואים, בשנים האחרונות בעיקר, כי עד לא מזמן שיטת החקיקה האירופאית היתה מאד מאד מבוזרת, רק לאחרונה היא קיבלה בעצם את המודל הזה של הדירקטיבות ואתם תראו לדעתי בחודשים הקרובים יותר ויותר יוזמות חדשות שלנו שמבוססות על המודל האירופי או לפעמים על הצעות שאנחנו מקבלים מהיוסקו מארגון רשות ניירות ערך הבינלאומי שיוצר איזה שהוא באנצ' מארק בינלאומי אז זה לא מקרי. אנחנו בדרך כלל נלך, אני מדברת כאן לא ספציפית על מה שיש כאן, אבל כעניין של שיטה אנחנו בדרך כלל נלך לדבר חקיקה הכי מודרני, הכי עדכני והכי רלוונטי מבחינת איפה אנחנו נמצאים בתפיסה שלנו באותו נושא ובאותו רגע. בחשבונאות ברור שעברנו ל-יאסבי ל IFRS כי זה טרנד של מאה ויותר שווקים בעולם אבל היום אנחנו רואים את המעבר הזה, נגיד מיפיד יש חקיקה, דירקטיבה חדשה מאד, מאד מפורטת שאנחנו עכשיו לומדים אותה ובהרבה דברים אנחנו נסיק מסקנות ממנה כך שזה לא שרירותי.

ד. חן: כן אבל מניסיון אם ניקח את המשפט הישראלי בכללותו שהולך שנים אחורה, תמיד כשעשו איזה שכבות של חקיקה, התחלנו עם העותומני ואחר כך עברנו למשפט המקבל ואחר כך היתה חקיקה ישראלית מקומית, בתפרים תמיד נוצרה איזה שהיא בעיה. אז עכשיו כמובן שרוצים להתפתח ולהתקדם רק צריכים לקחת בחשבון שכאשר מאמצים מספר שיטות, התפרים יכולים להיות די בעייתיים בעניין הזה. אז אני לא שוללת את העניין הזה אבל צריכים גם מאד לראות, אני לא מספיק מתמצית פה בכל הניואנסים של השוק האמריקאי מול השוק האירופאי אבל אני מניסיון יודעת ששמאמצים כמה שיטות משפט זה כמו שמוהלים כמה תרופות ביחד. לפעמים כל אחת לעצמה היא מאד יעילה אבל המיקס, הקוקטייל הזה שנוצר לפעמים יש שם בעייתיות.

ש. גוטמן: מבחינת הגילוי אין פה שינוי עד היום. יכול להיות שיהיה בעקבות מה שיעל אמרה זאת אומרת עד היום אם היינו צריכים לקחת חקיקה ויש יתרון מאד גדול בלקחת משהו שהוא מוכר בחו"ל וצריך להחליט בין אירופה לארצות הברית, עד עכשיו היינו ארצות הברית גם במקרה הזה הלכנו לארצות הברית. כללי החשבונאות שזה לא הגילוי שאת נותנת אלא

אופן הצגת המספרים עליהם הלכנו לאירופה וגם ארצות הברית כמו שנבו אמר, הלכו לאירופה.

ז. גושן:
אז אני מניח שזה מאושר אז בעצם את נושא 6 אישרנו יחד עם נושא 4 אז הגענו לנושא 7 שזה שונות. אז במסגרת השונות אני קודם כל רוצה להציג למליאה את דר' צביקה גבא שניבחר להיות הממונה על האכיפה. אז בבקשה צביקה תציג את עצמך.

צ. גבאי:
למדתי משפטים באוניברסיטה העברית. תחילת הקריירה המשפטית שלי בפרקליטות מחוז תל אביב פלילי שם הייתי תובע במשך חמש שנים. עברתי לארצות הברית. עשיתי שם תואר שני ודוקטורט באוניברסיטת קולומביה באלטרנטיבות להליך הפלילי ואחרי זה עבדתי במשרד עורכי דין בניו יורק בייצוג לקוחות במחלקת עבירות צווארון לבן. בעיקר בייצוג לקוחות מול ה SEC והתביעה הפדראלית בעיקר בתחום דיני ניירות ערך ולפני חודש חזרנו ארצה והגעתי לפה.

ז. גושן:
בהצלחה. חודש הבא הוא חודש של חגים ולא נקיים מליאה. המליאה הבאה תהיה בחודש נובמבר, אחרי החגים. לפני שאאחל לכולם חג שמח, שרון תמיד עומדת על זה שכדאי להוסיף דבר תורה אז הכנתי משהו קטן ובראש השנה קוראים את הפרשה של עקדת יצחק ושם כתוב קח נא את בנך יחידך אשר אהבת את יצחק. אז נהוג לקרוא את הפסוק הזה כאילו אלוהים יודע שאברהם אוהב רק את יצחק והוא רואה בו בן יחידי והוא בעצם מתעלם כליל מישמעאל ולא רואה את ישמעאל בכלל בתמונה הזאת שזה קצת לא מתאים לאברהם והפרשנות שצריך לקרוא את הסעיף זה אחרת. אומר לו קח נא את בנך יחידך, אומר לו אברהם שניהם יחידים לאמס, אשר אהבת, הוא אומר אני אוהב את שניהם אז הוא אמר לו אז את יצחק. לפעמים פשוט נופלת מטלה על אחד הבנים זה קורה אבל זה לא אומר שאוהבים את האחד יותר מהשני. אז אני מאחל לכולכם שנה נהדרת. יש לחברי המליאה שי לחג. אני מאד מודה לכם על שיתוף הפעולה והעבודה. אני נהנה מכל רגע ואני מאד שמח לומר לכם את זה. זה פשוט תענוג. גם העבודה עם המליאה וכמובן שהעבודה עם הצוות המנהלי. אז שיהיה חג שמח לכולם ותודה רבה לכם.

זוהר גושן יו"ר

רשמה: אריאלה איסנר
הדפסה: ציפי בראשי