



## רשות ניירות ערך

### פרוטוקול משיבת רשות מספר 5-2018 שהתקיימה ביום ג'

### 31.7.2018 בשעה 16:30 במשרדי הרשות בירושלים

החל מחודש ינואר 2012, הפרוטוקולים נערכים בדרך של תמצות עיקרי הדיון. הפרוטוקולים המפורסמים לציבור אינם כוללים נושאים שנקבע כי אינם מתאימים לפרסום, כגון דיונים בעניינים העלולים לפגוע בפרטיות של אדם או חברה, עניינים מנהלתיים, סקירות ועדכונים בנושאים שונים, וכדומה.

חברי המליאה: ענת גואטה (יו"ר), אורי גרינברגר, תמים סעד, מיקי קהן, ברוך לוברט, האני חאג' יחיא, שלומית ברנע פרגו, פנינה גיא, אילנית גביוס, ניצן שילון, קירה רדינסקי.

עובדי רשות: עודד שפירר, אמיר וסרמן, אופיר איל, הדר הורן, דורית קדוש, חוה בינשטוק, גיא דביר, רוני בקמן, יעקב יודקביץ', ורד פיליכובסקי, לירון כהן דניאלי, חנוך הגר, אבי וורשביאק, מאיה גרטי גלבוע, דורית גילת, אבי לאור, דודו לביא, עידו טוויג, שרה קנדלר, נועם רובינזון, גתית גור גרשגורן.

## על סדר היום

1. קידום הצעת חוק ברוקר דילר - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
2. הנפקת תעודות התחייבות מובנות - עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
3. הצעה להתקנת כללים להסדרת קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח של הנפקה ראשונית - אישור המליאה לאחר קבלת הערות הציבור;
4. הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 בדבר החובה לכלול בשם קרן ובמדיניות ההשקעות שלה אינדיקציה לחשיפה מהותית לסחורות – עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;
5. הוראות במסגרת תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות - אישור המליאה לאחר קבלת הערות הציבור;
6. הודעת הרשות בדבר "שער יציג" בהתאם לסמכותה לפי תקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושויי נכסי קרן), תשנ"ה-1994;

## הדיון

### **1. קידום הצעת חוק ברוקר דילר - עדכון המליאה לפני פרסום להערות**

#### **הציבור;**

#### **רקע**

פעילות הברוקראז' בישראל וכן פעילותם של דילרים אשר אינם זירות סוחר כהגדרתן בחוק, אינה נתונה כיום תחת פיקוח ואסדרה. חברי הבורסה, אשר רוב פעילות הברוקראז' בשוק נעשית באמצעותם, אינם כפופים לפיקוח של הרשות, ופעילותם בתחום זה מוסדרת בתקנון הבורסה ומפוקחת על ידיה. חברי הבורסה שהם תאגידים בנקאיים, מפוקחים גם על ידי המפקח על הבנקים בבנק ישראל. בנוסף, קיימים גופים שאינם חברי בורסה, אשר מספרם והיקף פעילותם אינו ידוע, ואשר עוסקים בפעילות ברוקר-דילר (בעיקר בניירות ערך זרים) בלא כל פיקוח ואסדרה.

פעילות ברוקראז' היא למעשה פעילות של ביצוע עסקאות בניירות ערך עבור אחרים וקבלה והעברה של הוראות לביצוע עסקאות בניירות ערך, כפי שנעשה למשל בבורסה על ידי חברי הבורסה, ואילו פעילות דילר מאופיינת בעשיית עסקאות בניירות ערך עבור לקוחות אל מול חשבונו העצמי של הדילר. מובן כי פעילויות אלו טומנות בחובן סיכונים הנוגעים, בין השאר, לטיבו של הגוף המציע שירותים אלה, הגורמים המפעילים אותו, יציבותו הפיננסית וטיב השרות שהוא מספק ללקוחותיו.

הרעיון בחקיקת חוק ייעודי שיסדיר את תחום ה"ברוקר דילר" הוא לקבוע, אם כן, אסדרה לתחום זה ולהכפיף את הגופים העוסקים בפעילות זו לפיקוח. אסדרה זו תגן על ציבור המשקיעים אשר עושים שימוש בשירותי ברוקר-דילר, ותגביר את אמון הציבור בפעילות זו.

על מנת לאפשר את קידומה של הצעת החוק בלוחות זמנים קצרים יחסית, מוצע ליצור חוק "מסגרת" הכולל את עיקרי ההוראות, כאשר השלמת החקיקה תעשה בשלב שני במסגרת הוראות פרטניות שיקבעו בחקיקת משנה (באמצעות תקנות והוראות).

הוצגו עיקרי החוק המוצע: החוק יחריג מתחולתו גופים אשר פעילותם נתונה לפיקוח ואסדרה במסגרת חוקים אחרים כגון: מנהל תיקים ותאגיד בנקאי; החוק יקבע חובת רישוי על מי שיעסקו בפעילויות המוסדרות בו, ואת התנאים לקבלת רישיון; החוק יקבע חובות ארגוניות וממשל תאגידי שיחולו על בעלי הרישיון; החוק יכלול חובות הגנה על הלקוח שיחולו על בעלי הרישיון; החוק יכלול חובות לעניין שמירה על תקינות המסחר בשוק; החוק יכלול הוראות לעניין פיקוח ואכיפה.

## דין

הוסבר לחברי המליאה כי קידום ההצעה הוא חלק מההתמודדות הנמשכת של הרשות עם התופעה של השקעות לא מפקחות. השקעות לא מפקחות היא תופעה במסגרתה מציעים לציבור השקעות פיננסיות או שירותים פיננסיים לא מפקחים. ובשנים האחרונות, כנראה בגלל ריבית נמוכה, בגלל אמצעים דיגיטליים שמגבירים את הנגישות של גופים שנותנים שירותים כאלה לציבור, ראינו התרחבות של התופעה. קדמה להצעת החוק דן ההסדרה של תחום זירות הסוחר שקביעתה ארכה מספר שנים, וגם שם טרם ההסדרה התקיימה בין היתר, גם פעילות פוגענית כלפי לקוחות. בחודשים האחרונים יש אינדיקציות לגבי בעייתיות דומה בפעילות הברוקרז', חברות שהציגו את עצמן כמי שנותנות שירותי ברוקרז' וניירות ערך זרים יום אחד הן קרסו ונעלמו. הסדרה לראשונה של תחום היא מורכבת, זה לא קורה מהר אבל אנחנו מאמינים שכשנסיים את זה, גם ההתמודדות שלנו עם תופעת ההשקעות הלא מפקחות תהיה הרבה יותר טובה.

לשאלת חבר מליאה הוסבר לחברי המליאה כי בעולם מדובר בתחום הנתון לפיקוח. עוד הוסבר לחברי המליאה כי ברקע קיימת גם השאיפה להגביר את התחרותיות בענף הברוקראז'. על פי ההערכות רוב מוחלט משירותי הברוקראז' ללקוחות קמעונאיים ניתנים על ידי הבנקים. יצירה של משטר פיקוח בתחום הברוקר דילר תאפשר צמיחתם של מתחרים חדשים בכך שהיא תגן על ציבור המשקיעים העושים שימוש בשירותי ברוקר-דילר, ותגביר את אמון הציבור בפעילות זו.

לשאלת חבר מליאה לגבי ההסדרים הצפויים בנוגע לשמירה על כספי לקוחות הוסבר לחברי המליאה כי ההסדרים הצפויים לחול על בעלי רישיון ברוקר דילר יהיו דומים במידה רבה להסדרים שחלים היום על זירות הסוחר ולהסדרים שחלים על גופים כאלה בחו"ל. ההסדרים בנושא שמירת כספי ונכסי לקוחות עוסקים בין היתר בדרישה לקיומם של מנגנונים ונהלים נאותים לרישום ומהימנות באחזקה של הכספים ושמירה עליהם. חוץ מזה כללים אלה צופים פני מקרה של חדלות פירעון, ולכן אחד העקרונות החשובים בהם הוא עקרון הפרדת כספי ונכסי לקוחות.

**חברי המליאה עודכנו בדבר עיקרי החוק המוצע והוא יפורסם עם השלמת ניסוחו להערות ציבור למשך 45 יום. לאחר קבלת הערות הציבור וביצוע שינויים בנוסח החוק, ככל שידרשו, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של הצעת התיקון לצד פירוט הערות מרכזיות שניתנו על-ידי הציבור וההתייחסות אליהן.**

## 2. הנפקת תעודות התחייבות מובנות - עדכון המליאה לפני פרסום להערות

### הציבור;

#### רקע

תעודות התחייבות מובנות הן מוצרי השקעה אשר התמורה בעדם נגזרת משינויים בערכם של נכסי מעקב מסוימים. תשואת המוצר הכוללת מושפעת אם כן ממספר משתנים התלויים בתנאי השוק.

מזה כ-10 שנים לא הונפקו בישראל תעודות התחייבות מובנות, בעיקר בשל דרישות גילוי מצד הרשות שלא אפשרו בפועל הנפקה של מוצרים כאלו. כעת סבור סגל הרשות כי יש לבחון את האפשרות להתיר הנפקה של תעודות מסוג זה, כדי לתרום לפיתוח השוק, בד בבד עם מזעור הסיכון והגברת השקיפות למשקיעים.

היות שמדובר בפתיחת השוק לראשונה לאחר מספר שנים, מוצע לאפשר בתחילה הנפקה של מוצרים מובנים העומדים בקריטריונים שיבטיחו סיכון נמוך יחסית למשקיעים ושיאפשרו למשקיעים מהציבור לתמחר באופן שוטף את התעודה. כך, מוצע לקבוע כי המוצרים שיונפקו יהיו כאלה שיבטיחו למשקיעים את קרן ההשקעה וכן מוצע לקבוע, כי על ההתחייבות לפי התעודה להיות בלתי מורכבת ולאפשר את חישוב שווי ההתחייבות בידי מחזיקי התעודה בכל יום מסחר.

לאחר כניסתו של תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות לתוקף, תעודות התחייבות שמטרתן השקעה משותפות והתמורה בגין נגזרת ממחירם של מדד ניירות ערך, סחורות או חוזים עתידיים, או ממחירם של מטבעות, תהיינה כפופות לחוק השקעות משותפות בנאמנות, למעט תעודות כאמור שהשר קבע לגביהן בתקנות כי הן תהיינה כפופות לחוק ניירות ערך. לפיכך, כדי לאפשר את הנפקת התעודות המובנות, מוצע לתקן את פרק א' בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרנות מחקות), התשע"ח-2018, העוסק בתעודות התחייבות העוקבות אחר מטבעות, וכן להתקין סט תקנות חדש מכוח חוק ניירות ערך שיאפשר את הנפקת תעודות ההתחייבות המובנות העוקבות אחר מדדי ניירות ערך או סחורות.

כדי להבחין בין מרבית מוצרי ההשקעה שיהיו כפופים לחוק השקעות משותפות בנאמנות ויפעלו במתכונת של קרן נאמנות, לבין תעודות ההתחייבות המובנות שיפעלו תחת חוק ניירות ערך, התקנות המוצעות קובעות כי רק מוצרים מובנים סטטיים, שאינם מאפשרים ניהול נכסים וקבלת החלטות השקעה בשיקול דעת על ידי המנפיק, ושעומדים בקריטריונים נוספים כאמור לעיל, ובהן הבטחת הקרן ופשטות, יונפקו לציבור תחת חוק ניירות ערך ובהתאם יהיו כפופים לפיקוח החל על תאגידים מדווחים, המאופיין כפיקוח של גילוי המתמקד בעיקר בנקודת הזמן שלפני ההנפקה לראשונה. לשם כך, מוצע לקבוע בתקנות את התנאים שבהם על מוצר מובנה

לעמוד על מנת לצאת מתחולתו של חוק השקעות משותפות בנאמנות ולהיכנס לתחולת לחוק ניירות ערך. יצוין כי מכוח תקנות אלו, חברות תעודות הסל שהנפיקו בעבר תעודות פיקדון, שהן תעודות התחייבות שתמורתן נגזרת ממחירם של מטבעות, יוכלו לבחור להתאים את התנאים לכאלו העומדים בתקנות וכך לאפשר המשך מסחר בתעודות הפיקדון תחת חוק ניירות ערך חלף הפיכתן לקרנות נאמנות.

הכללים המרכזיים שיחולו על מוצרים מובנים שיונפקו לציבור יבטיחו כי לשם הבטחת הקרן יופקדו כספים מתמורת ההנפקה אך ורק בתאגידים בנקאיים או מבטחים שקיים גילוי לגביהם לפי חוק ניירות ערך, ויתר ההתחייבויות יובטחו בנכסים מגבים במועד ההנפקה; לאחר השקעת תמורת ההנפקה בנכסים המגבים, לא יתאפשר ניהול של הנכסים או קבלת החלטות השקעה על פי שיקול דעת על ידי המנפיק. בנוסף, על מנת למנוע חשש כי אפקטיביות הבטחת הקרן תיפגע, מוצע לקבוע לגבי מוצרים עוקבי מדדים, סחורות וחוזים עתידיים מגבלת אורך חיים, וכן איסור על הרחבת סדרה. מגבלות אלה אינן נדרשות ביחס למוצרים עוקבי מטבעות, שלגביהם מוצע לקבוע בתקנות מאפיינים שיבטיחו את פשטותם. המגבלות על מורכבות המוצרים עוקבי המדדים והסחורות ייקבעו במקביל בתקנון הבורסה, באופן שיאפשר גמישות ועדכון הכללים בהתאם לצורך.

בכוונת סגל הרשות לפרסם את התקנות המוצעות להערות הציבור באתר הרשות.

## דין

חבר מליאה שאל האם אין חשש שמשקיעים יתייחסו למוצר כחשיפה לשוק המניות ללא סיכוי להפסד (למעט סיכון האשראי של הגופים המגבים) ולא יבינו שהם מפסידים את הריבית האלטרנטיבית. במענה הובהר כי העובדה שהמשקיע מוותר על ריבית אלטרנטיבית אינה ייחודית למוצר זה בשונה ממוצרים אחרים בשוק ההון. כן הובהר כי מבחינת הרגולציה על יעצי השקעות, אין הם רשאים לומר ללקוחות שבמוצרים אלו לא ניתן להפסיד.

חבר מליאה העיר כי במוצרים אלו קיים סיכון אשראי משמעותי. במענה הובהר כי ביחס לרכיב הקרן חלות מגבלות כמתואר לעיל לגבי זהות הגוף המגבה (בנקים וחברות ביטוח). ביחס לרכיבים הנוספים של המכשיר, אמנם אין מגבלה אך במסגרת הפיקוח ומתן ההיתרים לתשקיפים סגל הרשות יבחן כיצד הגילוי למשקיעים בנוגע לסיכון צד-נגדי המגבה את הרכיבים הנוספים יהיה מספק ומתאים למהותיות הסיכון לתמחור המוצר.

חבר מליאה שאל האם מוצרים אלו צפויים להיות מדורגים. במענה לכך נאמר כי אין דרישה כזאת מבחינת הצעת התקנות אך סביר להניח שהמנפיקים ידרשו מכוח תנאי השוק לדירוג.

חברי המליאה עודכנו בדבר התיקון המוצע והוא יפורסם להערות ציבור. לאחר קבלת הערות הציבור וביצוע שינויים בנוסח התיקון, ככל שידרשו, יובא לאישור המליאה נוסח מעודכן של הצעת התיקון.

### **3. הצעה להתקנת כללים להסדרת קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח של הנפקה ראשונית - אישור המליאה לאחר קבלת הערות הציבור;**

רקע

בהמשך להמלצות הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח שפורסמו בחודש ינואר 2014, וכחלק מיישום מתווה ההקלות ברגולציה, תוקן חוק הייעוץ באופן שיאפשר לגופים המפרסמים עבודת אנליזה לקבל תמורה מהחברות המסוקרות על ידם, ובלבד שיובטח כי התמורה מתקבלת באופן שבו יצומצם החשש שקבלתה תשפיע על עבודת הניתוח. על פי התיקון, שנערך באמצעות סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ, הרשות רשאית, במסגרת שיקוליה לקביעת נסיבות מיוחדות, להתייחס למקרים בהם עבודת הניתוח דורשת מומחיות מיוחדת ו/או למקרים בהם עבודת הניתוח מתייחסת לתחום בו היא עשויה לתרום לפיתוח המסחר בבורסה.

מכוח סמכותה כאמור, פרסמה הרשות את כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובת הנאה בעבור עבודת ניתוח), התשע"ד - 2014 (להלן: "כללי התגמול"), המסדירים מנגנון קבלת תמורה עבור אנליזה במסגרת תוכנית לסיקור חברות ציבוריות בתיווך הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "תוכנית הבורסה" ו"הבורסה", בהתאמה). במסגרת כללים אלה נקבע מנגנון המאפשר קבלת תמורה עבור אנליזה לחברות היי טק. לאחרונה הורחב המנגנון והוחל גם על חברות תעשייה.

לאור הצלחת המודל מחד גיסא, ומאיך גיסא בשל הצורך הקיים בשוק במידע אודות חברות נסחרות בכלל ואודות חברות העומדות בפני הנפקה ראשונית בפרט, מוצע להוסיף לכללים הסדר חדש שיאפשר לאנליסט לקבל תמורה עבור סיקור פעילותה של חברה העומדת בפני הנפקה ראשונית (IPO).

סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ רלוונטי ל"מקרים ונסיבות מיוחדים שתקבע הרשות", כאשר הקווים המנחים לקביעתם הם המומחיות המיוחדת הנדרשת לניתוח השווי של ניירות הערך הנסקרים והתרומה שיש לעבודת האנליזה לפיתוח המסחר בבורסה. מעבר לכך נדרש מודל תגמול לפי סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ לעמוד בדרישות כדלקמן:

א. עורך האנליזה הינו בעל רישיון על פי חוק הייעוץ;

ב. לעבודת האנליזה יצורף גילוי בדבר קבלת טובת ההנאה בעבור העבודה;

ג. מודל התגמול יקבע בדרך שתבטיח כי טובת ההנאה מתקבלת באופן שבו קטן החשש שקבלתה תשפיע על עבודת האנליזה.

הנפקות ראשוניות חוסות בגדרם של מקרים ונסיבות מיוחדים שאליהם התייחס סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ, שכן, חברה חדשה, המנפיקה את מניותיה לראשונה בשוק ההון, מוכרת פחות לציבור המשקיעים, ומשכך נדרשת מומחיות מיוחדת לשם קבלת החלטת השקעה בה. נוסף על כך, כיוון שמדובר בחברות המצטרפות לראשונה לשוק ההון, הרי שבקיומה של אנליזה ביחס לחברות אלו קיים פוטנציאל של תרומה לפיתוח המסחר בבורסה.

משנמצא שביצוע אנליזות בהנפקה ראשונית לציבור עומד בדרישות המקרים המיוחדים אליהם מתייחס סעיף 17(ב)(6) לחוק הייעוץ, מוצע לקבוע מודל תגמול, אשר ייתן מענה לשלושת התנאים המפורטים לעיל ויאפשר קבלת תמורה מהחברה המסוקרת במקרה של אנליזה לחברה מנפיקה לראשונה. יצוין כי, מדובר במודל ניסיוני שבכוונת סגל הרשות להקים לתקופה של שנתיים, שבסיומה ייבחן אופן יישום המודל והשלכותיו, לרבות בעזרת מידע שיתקבל מהחברות המסקרות אודות אנליזות שלא פורסמו. להלן פרטי המודל המוצע:

- חברה העומדת בפני הנפקה ראשונית לציבור (IPO) תוכל לפנות לתאגיד מורשה (תאגיד שהינו בעל רישיון לפי חוק הייעוץ) או לתאגיד בנקאי (להלן ייקראו ביחד: "תאגיד מסקר") ולשלם לו תמורת קבלת סיקור אנליטי שלה לצורך ההנפקה ולמשך תקופה נוספת שלא תפחת משנה ממועד השלמת ההנפקה ולא תעלה על שלוש שנים ממועד זה. במהלך תקופה זו יפרסם התאגיד המסקר אנליזה לאחר פרסום דוחות כספיים של החברה המסוקרת וכן בעקבות אירועים מהותיים שיתרחשו בחברה המסוקרת וידווחו לציבור. ההתקשרות בין התאגיד המסקר ובין החברה המסוקרת תיעשה לפני תחילת עבודת האנליזה, והן החברה המסוקרת והן התאגיד המסקר יהיו מחויבים להתקשרות ממועד פרסום האנליזה ביחס להנפקה הראשונה ועד חלוף שנה ממועד זה ובפרק זמן זה לא יכלו לחזור בהם מהתחייבותם, הכל בכפוף לכך שההנפקה יצאה אל הפועל.
- התשלום של החברה המסוקרת יהיה בעד השתתפות בתוכנית ולא בעד עבודת אנליזה מסוימת. חלק התשלום המתייחס לתקופה שעד תום שנה ממועד השלמת ההנפקה יבוצע מראש בעת ההתקשרות. התשלום יהיה אחיד לכל החברות המסוקרות על ידי התאגיד המורשה, או לחלופין על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר ההנפקה או בתוצאותיה.
- התאגיד המסקר יתחייב לפרסם באתר ההפצה של הרשות ובאתר האינטרנט שלו כל אנליזה שיכין במסגרת ההתקשרות עם החברה המסוקרת, סמוך לאחר סיום הכנתה.



עבודת האנליזה הראשונה תפורסם לציבור לאחר פרסום טיוטת תשקיף של החברה המסוקרת ולפני פרסום התשקיף הסופי.

- התאגיד המסקר לא יהיה רשאי לדון עם החברה המסוקרת בנוגע לתוצאות אפשריות של האנליזה, ובפרט בנוגע למחיר יעד אפשרי, קודם להתקשרות. החברה המסוקרת תהא רשאית להעיר לטיטת האנליזה קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא לגבי עניינים אחרים, ובכלל זה היא לא תוכל להעיר בעניין ההמלצה בנוגע לכדאיות ההשתתפות בהנפקה או ההשקעה ובנוגע למחיר היעד.

- התאגיד המסקר יפרסם באתר ההפצה של הרשות ובאתר האינטרנט שלו הודעה על סיום הסיקור אנליטי במסגרת מודל זה.

- עובדי התאגיד המסקר וכל מי שמעורב הכנת האנליזה, יהיו מנועים מלהשתתף במהלכים לקידום הנפקת החברה המסוקרת.

- חובות גילוי:

- מעבר לגילוי הנדרש על פי הוראות הגילוי באנליזה, יכללו עבודות האנליזה גילוי בדבר ההתקשרות לרבות פירוט אודות היקף התמורה ששולמה לתאגיד המסקר ומתכונת עבודות האנליזה, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן.

- אם עבודת האנליזה כוללת ניתוח מדעי של מומחה בתחום הרלוונטי לפעילות החברה, שעליו מתבסס הניתוח הפיננסי, הרי שהחלק המדעי יופיע כנספח לניתוח ולא יכלול כל התייחסות לכדאיות ההשקעה או שווי החברה ונכסיה.

- עבודת האנליזה תכלול גילוי מצד התאגיד המסקר של כל ההמלצות ומחירי היעד שנתן התאגיד המסקר במסגרת אנליזות שערך על פי כללים אלה, אשר מתייחסות להנפקות ראשוניות, ולצדן מחיר נייר הערך ביום המסחר הראשון לאחר ההנפקה, שבוע לאחר יום המסחר הראשון וחודש לאחר יום המסחר הראשון.

- על מנת להבטיח כי טובת ההנאה מתקבלת באופן שבו קטן החשש שקבלתה תשפיע על עבודת האנליזה, ייקבעו מגבלות כדלקמן:

- הכנסות התאגיד המסקר מההתקשרות עם החברה המסוקרת לא יעלו על 5% מהכנסות התאגיד המסקר בשנה הקודמת למועד ההתקשרות.

- הכנסות עובדי התאגיד המסקר המעורבים בהכנת האנליזה לא יושפעו מתוכן עבודת הניתוח, ההמלצות או מחיר היעד. תנאי השכר של עובדי התאגיד המסקר לא יהיו מותנים בביצועי החברות המסוקרות או במחירי ניירות הערך שלהן.

○ התאגיד המסקר, עובדיו וצדדים קשורים לו לא יתחייבו באופן מפורש או מרומז למתן עבודת אנליזה חיובית או למחיר יעד כלשהו.

○ התאגיד המסקר לא יחזיק בהון החברה המסוקרת. התאגיד המסקר ותאגיד קשור אליו לא יקיימו כל קשר עסקי אחר עם החברה המסוקרת או בקשר אליה, למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת הניתוח, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר סיומה; בכלל זה, תאגיד מסקר שהינו תאגיד קשור לחתם, למפיץ או לכל גוף אחר המעורב בהנפקת החברת המסוקרת לא יוכל להתקשר במודל האמור עם החברה המסוקרת.

○ יחולו גם שאר המגבלות המפורטות בסעיף (7)3 לכללי התגמול לפיהם פועלת תכנית האנליזה בתיווך הבורסה, היינו:

❖ עובדי התאגיד המסקר לא יהיו עובדים או נושאי משרה בכירה בחברות המסוקרות או בתאגידים קשורים לחברות המסוקרות למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

❖ לעובדי התאגיד המסקר לא תהיה זיקה מהותית לחברות המסוקרות או לתאגידים קשורים לחברות מסוקרות.

בנוסף, מוצע לחייב את התאגיד המסקר לקבוע נהלים, באופן שיקדם עריכת עבודות אנליזה אמיונות, המשקפות דעה אובייקטיבית ובלתי מוטה של עורכי האנליזה, כך שימנע שימוש בעבודת האנליזה לצורך השפעה על השוק או קידום אינטרסים זרים. הנהלים יכללו, בין היתר, את אלה:

- כללים לאיתור, ניהול ונטרול ניגודי עניינים שעשויים להיווצר במהלך הכנה והפצה של האנליזות לרבות אינטראקציות של הגורמים המעורבים בהכנת עבודת האנליזה עם נציגי החברה המסוקרת, החתמים וגורמים אחרים שיש להם אינטרס בחברה המסוקרת או בהנפקה.

- כללים לתגמול אנליסטים על פי התנהלותם המקצועית, לרבות על פי איכות המחקר שלהם, איכות התנהלותם ויעילותם המקצועית.

- כללים שיבטיחו כי הפרטים המוצגים בדוח מבוססים על מידע אמין וכי לכל המלצה או מחיר יעד יש ביסוס מקצועי.

- כללים שיבטיחו כי עובדי התאגיד המסקר המעורבים בהכנת עבודת האנליזה לא ינצלו את היכרותם עם ממצאי האנליזה להפקת רווח כלשהו, במישרין או בעקיפין.

סגל הרשות פרסם את המתווה המתואר לעיל ואת התיקון המוצע בכללי התגמול להערות הציבור. הערות הציבור שהתקבלו הינן כדלקמן:

א. הרחבת המודל גם להנפקות ראשוניות של אגרות חוב.

ב. הבהרה במסגרת הכללים כי התאגיד המנפיק והתאגיד המסקר מחויבים להתקשרות ואינם רשאים לחזור בם מההתקשרות החל ממועד פרסומה של עבודת הניתוח המתייחסת להנפקה הראשונית, והכל בתנאי שההנפקה יצאה אל הפועל. בהקשר זה יובהר כי הצגה למוסדיים של עבודת הניתוח טרם פרסומה במגנ"א תחשב כפרסומה של עבודת הניתוח תחייב את הצדדים בהתקשרות.

ג. הבהרה במסגרת הכללים כי האיסור שבסעיף 4(5)(ו) לכללים על עובדי התאגיד המסקר מלהשתתף במהלכים לקידום הנפקת התאגיד המנפיק אינו חל על הבהרה מקצועית ביחס לתוכן עבודת הניתוח, אשר מועברת למשקיעים באופן שאינו מפלה.

עיקרי הערות הציבור שלא התקבלו הינן כדלקמן:

א. בקשה לכלול במסגרת המודל גם רישום כפול של חברה שכבר רשומה בחו"ל – הבקשה נדחתה משום שהרציונל בדבר הצורך במומחיות מיוחדת לא קיים פה, שכן עסקינן בחברה שכבר נסחרת ואשר יש לה שווי שוק, ומשכך היא אינה שונה מחברות אחרות שנסחרות בבורסה בתל אביב, אשר ביחס להן חל האיסור של סעיף 17(ב)(6).

ב. הצעות שונות להעלאת רף ההשתתפות של תאגיד מסקר במודל, דוגמת דרישה למינימום של חמש שנות ניסיון - ההצעות נדחו. רף הכניסה לפעילות של ייעוץ השקעות נקבע על ידי רשות ניירות ערך במסגרת הדרישות לרישיון והוא כולל בחינות והתמחות. הגם שסגל הרשות רואה חשיבות בניסיון וצבירת ידע על ידי התאגיד המסקר, הוא סבור שיש להותיר את השיקולים בבחירת תאגיד מסקר בידיו של התאגיד המנפיק ולא לצמצם את אפשרויות הבחירה, במיוחד לאור העובדה ששוק האנליזות הקיים כיום בישראל הוא מצומצם.

להערת חבר המליאה כי למקצועיות, ניסיון וקיומן של מתודולוגיות עבודה יש משקל נכבד בעניין זה, הושב כי סגל הרשות סבור שיש להותיר את הבחירה במקצועיות בידי השוק. סגל הרשות מאמין שחברה מנפיקה תרצה לבחור אנליסט מקצועי בעל שם ולכן אין צורך בהצבת מגבלות שלא בהכרח ישקפו נכונה את מקצועיות האנליסט. בתגובה השיבו חברי המליאה כי וותק וניסיון נראים כפרמטרים חשובים וכי המשקל שיש לתת להם אולי צריך

להיות גבוה מהמשקל שיש לתת לרצון שלא לצמצם את היצע התאגידים המסקרים שיוכלו להשתתף במודל. לכך התווספה אף טענה, כי לאור היותו של שוק התאגידים המסקרים בישראל מצומצם, יתכן שדרישת סף של מינימום וותק לא תהווה חסם אפקטיבי.

לכל אלה הושב כי החסם האפקטיבי שנקבע הוא כי התאגיד המסקר נדרש להיות חברה בעלת רישיון על פי חוק הייעוץ. ההחזקה ברישיון משקפת את העובדה שהתאגיד המסקר ועורכי עבודת הניתוח עומדים בקריטריונים שקבעה הרשות כדרישות הסף לייעוץ השקעות. לא נראה שיש סיבה להחמיר בדרישות הסף במקרה של בעל רישיון שמייעץ במסגרת המודל. מעבר לכל אלה צוין גם כי המודל הוא מודל נסיוני וישומו צפוי להיבחן על ידי סגל הרשות. ככל שיווצר הרושם שהאיכות המקצועית של התאגידים המסקרים אינה מספקת, יישקל הצורך בהעלאת דרישות הסף.

ג. הצעה להרחיב את ניתוק הקשר בין החברה המנפיקה לגופים המעורבים בהנפקה ולקבוע באופן גורף שתאגיד מסקר שהינו תאגיד קשור לחתם או למפיץ לא יוכל להתקשר במודל האמור עם החברה המסוקרת, כך שהמגבלה תחול גם אם החתם או המפיץ אינם מעורבים בהנפקת החברה המסוקרת – ההצעה נדחתה משום שהרציונל העומד בבסיס המגבלה טמון בקשר העסקי שקיים בין התאגיד המסקר לתאגיד המנפיק והטלת הגבלה גורפת על גופים הקשורים לחתמים ומפיצים, ללא קשר לשאלת קיומו של קשר עסקי עם התאגיד המנפיק, מעלה חשש לפגיעה שלא בהכרח מוצדקת בחופש העיסוק.

ד. הצעה להגביל את תקופת ההתחייבות המינימלית משנה לשנתיים, על בסיס ההנחה שתוספת של שנה להתחייבות לא משנה באופן מהותי את עלות השירות – ההצעה נדחתה משום שסגל הרשות סבור שהתחייבות לשנתיים עוד טרם ביצוע ההנפקה עלולה להכביד על קבלת ההחלטה מצד התאגיד המנפיק טרם ההנפקה. בהקשר זה צוין כי רשות ניירות ערך רואה בחיוב את הארכת תקופת ההתקשרות, אך סבורה שיש להותיר את מבחן העלות מול התועלת להתקשרות בין הצדדים. זאת במיוחד לאור העובדה שלצדדים עשוי להיות אינטרס דווקא לקבוע מראש תקופת סיקור ארוכה ככל האפשר, משום שככל שמדובר בחברה שאינה חברה הי-טק או חברה תעשייה, היא לא תוכל להמשיך ולהיות מסוקרת בתשלום לאחר סיום ההתקשרות על פי המודל האמור. בהקשר זה נשאל האם לאחר סיום ההתקשרות על פי המודל יוכל התאגיד המנפיק להחליט להחליף תאגיד מסקר, והובהר כי עם סיום תקופת ההתקשרות על פי מודל זה לא יכול התאגיד המנפיק לשלם עבור עבודת ניתוח על פי מודל זה. ככל שמדובר בתאגיד מנפיק שהוא חברה היי-טק או חברה תעשייה, הוא יוכל לעבור למודל סיקור על פי תכנית הבורסה, אך אז בחירת התאגיד המסקר מבוצעת על ידי הבורסה. כמו כן צוין, כי יכולה להתפתח פרקטיקה שהתאגידים

המסקרים ימשיכו לתת שירותי סיקור ללא תשלום לאחר סיום ההתקשרות, כחלק מרצון להגדיל את אטרקטיביות השירות שלהם.

בנוסף התקבלו שלוש הערות ציבור שהתייחסו באופן כללי לכללי התגמול ולא ספציפית למודל ההנפקות הראשוניות:

א. הצעה שהאפשרות לצרוף נספח מדעי של מומחה שאינו בעל רישיון, בהתאם לסעיף 3(12) לכללים תוחלף באפשרות לכלול את הניתוח המדעי בגוף עבודת הניתוח – ההצעה נדחתה משום שעבודת הניתוח נדרשת להיערך על ידי בעל רישיון על פי חוק הייעוץ. באופן חריג מאפשרים כללי התגמול לכלול ניתוח של מומחה שאינו בעל רישיון, אך ככל שהוא חתום על הניתוח, עבודה שערך אינה יכולה להיכלל בגוף עבודת הניתוח הפיננסית, שבאחריותו של בעל רישיון בלבד. להערת חבר מליאה כי יש הגיון לחיבור בין שני הדברים הוסבר, כי החיבור יכול להיות בציון העובדה שהניתוח הפיננסי מבוסס על הניתוח המדעי שמוצג בנספח. הצורך בהפרדת הניתוח המדעי שמוצג כמבוצע על ידי מי שאינו בעל רישיון נעוץ בתפיסת עולם רחבה יותר של סגל הרשות, לפיה, למעט במקרים שהוחרגו על פי חוק הייעוץ, שירות של ייעוץ השקעות מבוצע רק על ידי בעל רישיון, ומשכך אין מקום להציג את פרטיו של מי שאינו בעל רישיון כאחראי על מידע שנכלל במסגרת עבודת הניתוח.

ב. הצעה לקבוע שיפוי לתאגיד המסקר מצד התאגיד המנפיק – ההצעה נדחתה. מנגנון של שיפוי עלול להחליש את עצמאותה של עבודת הניתוח. כיוון שמנגנון שכזה לא יושם בתוכנית הבורסה, קל וחומר שאין מקום להחילו על מודל ההנפקות הראשוניות.

ג. הצעה לקבוע מנגנון של ביקורת עמיתים או של תשלום דרך קופה ציבורית - ההצעה נדחתה. הגם שלמנגנון כזה עשוי להיות פוטנציאל לשיפור אובייקטיביות ומקצועיות עבודת הניתוח, יש לו עלות מאד גבוהה אשר הופכת אותו לבלתי ישים.

לשאלת חבר המליאה האם נשקלה התערבות בגובה התגמול, בדומה למודל שקיים בתוכנית הבורסה, הושב כי המודל של תכנית הבורסה מבוסס על מכרז שעשתה בורסה בין החברות המסקרות ובו, בין היתר, נבחן אלמנט המחיר. המודל הקיים לא מנוהל בדרך של מכרז, אלא שהמודל מסדיר פלטפורמה ומאפשר לשוק לפעול במסגרתה. החשש הוא שאם הרשות תיקבע תקרת תגמול, השוק באופן טבעי, יתגבש ברמת התקרה. לצד זאת צוין כי המודל דורש אחידות בתמורה ככל האפשר, או שזו תיקבע על בסיס קריטריונים אובייקטיביים. עוד הובהר, כי קיימת מגבלה עקיפה על התמורה, שכן זו לא יכולה להיות גבוהה מ- 5% מהכנסות התאגיד המסקר בשנה הקודמת לשנת ההתקשרות. שאלת חבר המליאה האם התמורה ידועה לציבור נענתה כי במסגרת המידע הנלווה לאנליזה מוצג היקף התמורה.

לשאלת חבר המליאה באשר לשונות מגבלת התמורה כאחוז מהכנסות התאגיד המסקר (15% בתוכנית הבורסה ביחס לחברות היי-טק, 10% בתוכנית הבורסה ביחס לחברות תעשייה ו-5% במודל הנוכחי), הובהר כי האחוזים מתייחסים להכנסות שונות, בהתאם לרלוונטיות העניין. במקרה של חברות היי-טק נקבעה במקור מגבלה של 10% מהכנסות התאגיד המסקר מתוכנית הבורסה, מתוך הנחה של מינימום 10 חברות מסוקרות. בהמשך לאור חשש שלאורך הזמן עלול להיווצר מצב בו ירד מספר החברות המסוקרות מתחת ל-10, הועלה הרף ל-15%. במקרה של חברות התעשייה, המגבלה היא של 10% מההכנסות המצטברות של התאגיד המסקר **ושל בעל השליטה בו**. בעניינו של מודל ההנפקות הראשוניות, לא ניתן לקבוע מגבלה של מינימום חברות מסוקרות, שכן מהלך של הנפקה הוא מהלך ספורדי. משכך נקבעה מגבלה של 5% מהכנסות התאגיד המסקר בשנה שקדמה להתקשרות.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את התיקון.**

#### **4. הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 בדבר החובה לכלול בשם קרן ובמדיניות ההשקעות שלה אינדיקציה לחשיפה מהותית לסחורות – עדכון המליאה לפני פרסום להערות הציבור;**

**רקע**

לקרנות נאמנות ישנן מגבלות המבטיחות פיזור בתוך הקרן, בעיקר כדי להקטין סיכונים. כך למשל, בהשקעה במניות או באגרת חוב ישנה מגבלה על השיעור מההון הרשום למסחר או מגבלה של חשיפה לתאגיד מסוים, קרן נאמנות לא יכולה להיות חשופה לתאגיד מסוים ביותר מ-10% משווי נכסי הקרן. עם זאת, בהשקעה בסחורות כמו נפט, גז, זהב, כסף, אין מגבלות בהוראת הדין שמחייבת פיזור. למעשה, קרן נאמנות יכולה להשקיע אחוזים ניכרים בסחורה מסוג מסוים כשאינן דרישות פיזור מינימליות.

סעיף 6(א) לחוק קובע כי לא יהיה לקרן שם שיש בו כדי להטעות. הטעיה עלולה להיגרם גם בשל העדר אינדיקציה בשם הקרן לאפשרות חשיפת הקרן לנכסים מסוימים, כאשר השקעה כאמור הינה מהותית או בעלת השפעה מהותית על תשואת הקרן, או לחשיפת הקרן לסיכון. על בסיס גישה זו, נקבע למשל בחוזר למנהלי קרנות ולנאמנים בדבר "עקרונות וכללים לקביעת שם קרן" כי בקרן שבשמה מצוינים אפיקי השקעה שאף לא אחד מהם יוצר חשיפה למניות, רואים את השם כמטעה, אם בפועל עשוי מנהל הקרן, בהתאם למדיניות ההשקעות של הקרן, לחשוף את הקרן למניות בשיעור מהותי.

לכן, שם קרן עשוי להיות מטעה אם הוא אינו כולל אינדיקציה לכך שעל פי מדיניות ההשקעות רשאי מנהל הקרן לחשוף את הקרן בשיעור מהותי לסחורות. פוטנציאל ההטעה ופוטנציאל הנזק בעקבות טעות כאמור עשוי להיות אף גבוה יותר לאור העובדה כי מגבלות הנוגעות לחשיפה מקסימלית לני"ע אינן חלות על חשיפה לסחורות, היינו, החשיפה לסחורה בודדת אינה מוגבלת כפי שמוגבלת חשיפה למניה או ני"ע בודד. לאור האמור, מוצע לקבוע כי מקום שבו שם הקרן אינו כולל אינדיקציה לכך שהקרן עשויה להיות חשופה לסחורה, יש להגביל את שיעור החשיפה לסחורה מסוימת בקרן, כך שלא יעלה על 10% משווי נכסי הקרן.

## דין

חברת מליאה ביקשה הרחבה ביחס לנסיבות אשר הובילו לכתיבת ההוראה.

הסגל הרחיב כי בעקבות תחקיר אירוע מסוים נבדקו תהליכים פנימיים שמנהלי הקרנות ביצעו אגב ההשקעות שלהן, ונמצא שבמספר מקרים לא היה פיזור מינימלי של השקעות בתוך הקרן, הן ביחס למניות והן ביחס למוצרים אחרים מסוג סחורה. צוין כי הבעיות האחרות זכו להתייחסות בעמדות סגל שבעצם מייצרות ומטייבות תהליכים, לרבות, פיזור מינימלי בתוך הקרן. ההוראה נועדה לטפל בסוגיה של פיזור ההשקעות ביחס לסחורות.

**החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.**

## **5. הוראות במסגרת תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות - אישור המליאה לאחר קבלת הערות הציבור;**

טיוטת הוראה למנהלי הקרנות ולנאמנים בדבר הפרדה בין פעילות מנהל קרן לעושה שוק ביחידות הקרן, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994

### רקע

הוראה זו עוסקת בעיקר בהפרדה בין פעילות מנהל הקרן לעושה השוק ביחידות הקרן. בהתאם להוראות הדין בתיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, מנהל קרן הסל מחויב למנות עושה שוק. כיום בעולם תעודות הסל, עושה השוק הוא חברה בת של חברת תעודות הסל ועל מנת לשמר את הפרקטיקה בה עושה השוק הוא בתוך קבוצת הפעילות, הדין בתיקון 28 מאפשר לעושה השוק להיות חברה בקבוצה – אבל חברה אחת בלבד, וזאת על מנת להרחיק ולבדל את פעילות עשיית השוק מפעילות מנהל הקרן. בהתאם, מטרת הוראה זו לקבוע כללים להפרדה בין פעילות מנהל הקרן לפעילות עושה השוק וזאת על מנת שלעושה השוק לא יהיה מידע עודף על פני שחקנים אחרים בשוק המצטטים במסחר, וכדי שעושה השוק לא יוכל להטות

את שיקול הדעת של מנהל הקרן, להעביר מידע למנהל הקרן על אופן ההתכנסות שלו, ובאופן זה להשפיע על ניהול ההשקעות של מנהל הקרן בקרן הסל אשר ביחידותיה מתבצעת עשיית השוק. הצורך להבטיח כי לא תהיה בין מנהל הקרן לעושה השוק ולהיפך העברת מידע, מחייב הפרדה מבנית מוחלטת ביניהם. הערות הציבור המרכזיות שהתקבלו מתייחסות לשני אלה:

(1) שאלת העברת מידע לעושה השוק בלבד (ולא לציבור) על נכסים שמנהל הקרן מוכן לקבל כתמורה בעין עבור יחידות (תמהיל);

(2) היחס בין הוראה זו לבין טיוטת החוזר בנושא זה אשר נדון בין סגל הרשות לבין מנהלי הקרנות הקיימים והעתידיים עם כניסת תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 לתוקף.

לגבי הנושא הראשון - על מנת לקיים את עקרונות הפרדה המבנית, אין מקום לאפשר למנהל הקרן לשתף רק את עושה השוק בלבד במידע שברשותו. עליו לעדכן בכך גם את הציבור, שכן מידע כאמור עשוי להיות רלוונטי לציטוט מחירים במסחר.

לגבי הנושא השני הובהר כי ההוראה קובעת עקרונות בדבר הפרדה בין פעילות מנהל הקרן לפעילות עושה השוק ביחידות הקרן ונועדה לכלול הסדר כולל לעניין זה וזאת חלף החוזר האמור שגובש תחילה. ככל שנדרשת התייחסות פרטנית של סגל הרשות, הדבר יעשה באמצעות הליך פניה מקדמית של מנהל הקרן.

**החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.**

**טיטוט תיקון ההוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר קרנות שמדיניות ההשקעות שלהן יוצרת חשיפה גבוהה לנכסים, לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד - 1994**

**רקע**

ההוראה עוסקת בהסדרת התחייבויות שרשאי מנהל קרן לקבוע במדיניות השקעות של קרן הנוגעות לחשיפה בשיעורים גבוהים לנכס ייחוס (בד"כ נכס מעקב בקרן מחקה). התיקון להוראה נועד לייצר אחידות בעולם המוצרים הפאסיבי, העתיד לגדול עם הפיכת תעודות הסל לקרנות נאמנות, בכל הקשור לתדירות איזון נכסי הקרן. בקרנות מחקות משולבות המחזיקות מספר נכסי מעקב, ובקרנות ממונפות אשר צריכות לאזן את נכסי הקרן לרמת המינוף שנקבעה במדיניות ההשקעות, מוצע לקבוע כי האיזון יהיה חודשי. כמו כן, נדרשת אחידות בכללים ביחס לקרנות מחקות בחשיפה הפוכה לנכס היוצר גם חשיפה מט"חית, בסוגיות של כיוון החשיפה המטח"ית בקרן כזו, וכאשר הקרן המחקה היא גם ממונפת - גם בסוגיות של רמת מינוף



(למשל, בקרן שמדיניות ההשקעות שלה היא חשיפה הפוכה ממונפת למדד ני"ע חוץ, ההתחייבות לחשיפה למט"ח תהיה בלונג ולא ממונפת).

הערות הציבור המרכזיות היו בעיקר הערות הבהרה והערות שהתייחסו להשלכות ההוראה על מדיניות ההשקעות בקרנות מחקות ועל הצורך להבטיח את הבנת מערכי הייעוץ את מאפייני הקרנות. הוסבר כי המעבר לתדירות איזון אחידה במוצרים אלו נועד לייצר סטנדרטיזציה ויכולת השוואה בין קרנות מחקות ממונפות ומשולבות דומות של מנהלים שונים. הובהר כי פרופיל החשיפה של הקרן ישקף את פוטנציאל החשיפה המרבי של הקרן למניות, ולכן בקרן משולבת, לא יראו את הסטייה ממשקל נכס המעקב שנקבע בשם הקרן ובמדיניות שלה בין מועד איזון אחד למשנהו, כחריגה ממדיניות השקעות, כל עוד הסטייה היא בגבולות פרופיל החשיפה. בנוסף, ההוראה המוצעת כוללת מנגנון לפיו יבוצע איזון מיידי במהלך חודש כתוצאה מתנודה שחלה ביום מסוים באחד מהמדדים המרכיבים את נכס המעקב בקרן מחקה משולבת או בנכס המעקב בקרן מחקה ממונפת, כאשר שיעור השינוי המצטבר באותו מדד ממועד האיזון האחרון בקרן עולה על 10% בקרן מחקה משולבת ועל 15% בקרן מחקה ממונפת. מנגנון זה ממתן את שיעורי הסטייה במשקולות כתוצאה מהיות האיזון חודשי ולא יומי. כמו כן, צוין כי בכוונת הסגל לפעול לעדכן את מערכי הייעוץ, כי בשל תדירות האיזון, החשיפה בפועל עשויה לעלות על משקל החשיפה שנקבע במדיניות הקרן ובשמה, באופן שאינו שונה מהתנהלות תעודות הסל גם היום.

**החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.**

## **6. הודעת הרשות בדבר "שער יציג" בהתאם לסמכותה לפי תקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), תשנ"ה-1994;**

**רקע**

כיום שערך נכסים הנסחרים במט"ח בקרנות נאמנות נעשה על פי שער יציג שמפורסם על ידי בנק ישראל.

תקנות המחירים קובעות, כי נכסים הנסחרים במט"ח ישוערכו על ידי הכפלת שוויים בשער היציג של המטבע שבו הם נקובים. "שער יציג" ליום כלשהו מוגדר בתקנות המחירים כ"שער מטבע חוץ בשקלים חדשים שפרסם באותו יום בנק ישראל, או גוף אחר הנוהג לפרסם שערים יציגים ואושר לעניין תקנות אלה על ידי הרשות."

שערוך נכסי הקרן על בסיס שער בנק ישראל מייצר עיוות - גידור חשיפה למט"ח בקרן, נעשה על פי הוראות הדין הנוכחיות בעיקר באמצעות אופציות על מט"ח. אופציות על מט"ח אשר נסחרות בבורסה בישראל משוערכות לפי מחירן בסוף יום המסחר בבורסה ולכן מגלמות את שער החליפין למועד זה. יחד עם זאת, מנהל הקרן משערך את נכסי הקרן הנסחרים במט"ח לפי שער יציג שמפורסם על ידי בנק ישראל כאמור בשעה 15:15. פער הזמנים מוביל לכך ששערוך האופציות על המט"ח ושערוך נכסי הקרן האחרים שנסחרים במט"ח נעשה על בסיס שערי חליפין שונים, ועל כן מוביל לעיוות באופן שערוך נכסי הקרן כך שמחירי הקרן אינם משקפים באופן מדויק את גידור החשיפה למט"ח.

לאור האמור, התקבלה פניה בנושא זה מאיגוד מנהלי הקרנות במסגרתה הציע האיגוד לאפשר שערוך נכסים הנסחרים במט"ח לפי שער שמחושב במערכת "בלומברג" באמצעות פונקציית BFIX (Bloomberg Fixings) במועד הסמוך ביותר למועד סיום המסחר בבורסה בישראל.

לצורך בחינת הסוגיה ערך סגל הרשות שיח בנושא זה, בין היתר עם איגוד מנהלי תעודות הסל, אגב הסדרת תחום תעודות הסל תחת חוק הקרנות במסגרת תיקון 28, וכן עם בנק ישראל. מהשיח האמור עלה כי שינוי אופן שערוך המט"ח בהתאם להצעת איגוד מנהלי הקרנות הינו מהלך מתבקש וראוי.

נוכח האמור מוצע על ידי הסגל, לקבל את הצעת איגוד מנהלי הקרנות ולהשתמש בסמכות הנתונה לרשות במסגרת הגדרת "שער יציג", לפרסם החלטה באתר שתאפשר שערוך מט"ח על בסיס שער BFIX שמפורסם במערכת בלומברג.

## דין

עלו שאלות האם הפרש הזמנים הוא מהותי והאם נבדקו המחירים שמפורסמים בבלומברג. הובהר כי פער זמנים של שעתיים הוא מהותי ומשקף שערי חליפין שונים. אנו רואים את ההשלכה של כך במחירי הקרנות. כמו כן, נבדקו מחירי BFIX במועד זה למועד שבו בנק ישראל מפרסם את השער היציג ונמצא כי המחירים דומים.

**החלטה: ההוראה אושרה פה אחד.**