



רשות ניירות ערך

## מפת דרכים:

# יעדים ותכניות לשנים הקרובות

תוכן עניינים

### חלק I – אסטרטגיה, פרויקטים ותכניות עבודה

- 3 מבוא .....
- 4 יעדי רשות ניירות ערך והאסטרטגיה .....

### רגולציה: פרויקטים עיקריים על סדר יומה של הרשות -

#### חלק א' – הסדרה ענפית בתחומים שאינם מוסדרים כיום

- 7 (א) פיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים (PCAOB) .....
- 7 (ב) הסדרת תחום ברוקר-דילר .....
- 8 (ג) הסדרת תחום זירות מסחר .....
- 9 (ד) הסדרת תחום חברות הדירוג .....
- 9 (ה) הסדרת תחום ייעוץ השקעות כללי (אנליזה) .....
- 10 (ו) הסדרת תחום תעודות הסל – מעבר ממשטר דיווח למשטר פיקוח ....
- 10 (ז) הסדרת תחום ייעוץ למוסדיים .....

#### חלק ב' – שינויים בתחום החיתום ורישוי בעלי רישיון

- 11 (ח) תחום החיתום .....
- 12 (ט) רישוי מנהלי תיקים, יועצי השקעות ומשווקי השקעות .....

#### חלק ג' – הסדרה בתחום התאגידים המדווחים

- 12 (י) שיפור הדוחות וקיצורם .....
- 13 (יא) טיפול במשבר האג"ח – הסדרי חוב .....
- 13 (יב) מבחנים ותנאים לחלוקת דיבידנד .....
- 14 (יג) מודל גילוי לחברות רישום כפול שמנפיקות אג"ח רק בישראל .....

#### חלק ד' - אכיפה והרתעה בשוק ההון

- 15 (יד) יישום אכיפה מנהלית .....
- 16 (טו) איסור הטרמה .....

- 16 חלק ה' – ממשל תאגידי בפעילות הבורסה ומסלקותיה .....

- 17 חלק ו' – סיכון סיסטמי .....
- 18 חלק ז' - חינוך פיננסי .....

**דה-רגולציה (הקלות ברגולציה):**

- 19 כללי .....
- מתווה הקלות המפורסם להערות הציבור
- 19 (א) הקלות לכלל הגורמים המפוקחים .....
- 20 (ב) הקלות לחברות קטנות .....
- 21 (ג) שקיפות ההליך הרגולטורי ופישוט היישום וההטמעה של הרגולציה ....

**פיתוח שוק:**

- 23 (א) קידום השקעות בחברות ציבוריות שפועלות בתחום המחקר והפיתוח .....
- 23 (ב) At the Market Offering .....
- 24 (ג) מערכת הצבעות באינטרנט .....
- 24 (ד) הכרה הדדית בתשקיפים ובדיווחים שוטפים .....
- 25 (ה) איגוח .....
- 26 (ו) תעודות סל ממונפות .....
- 26 (ז) קרנות סל .....
- 26 (ח) קרנות חוץ .....
- 27 (ט) הפחתת עמלות הפצה .....
- 27 (י) מערכת הפצה אלטרנטיבית .....
- 28 (יא) הגברת התחרות בתחום הברוקראז' .....
- 28 (יב) שיפור תהליך ריכוז הנפקות וסליקתן .....
- 30 טבלה מרכזת – פרויקטים עיקריים .....

**חלק II – הצעות להקלות ברגולציה – מסמך להערות הציבור**

**הצעות להקלות ברגולציה –**

- 1 (א) מבוא .....
- 8 (ב) התנהלות רשות ניירות ערך והקלות כלליות .....
- 12 (ג) תאגידים מדווחים .....
- 53 (ד) קרנות נאמנות .....
- 61 (ה) תעודות סל .....
- 66 (ו) בעלי רישיון (יועצי השקעות, משווקי השקעות ומנהלי תיקים) .....
- 76 (ז) טבלה מרכזת .....

# מפת דרכים:

## יעדים ותכניות לשנים הקרובות

### חלק I – אסטרטגיה, פרויקטים ותכניות עבודה

#### מבוא

שוקי ההון בעולם חוו בשנים האחרונות טלטלות סוערות. המשבר הפיננסי שפרץ בשנת 2008 טרם חלף, והשלכותיו ניכרות עדיין בכלכלה המערבית. מדינות באירופה סובלות כיום ממשבר נזילות עמוק, חלקן לא מסוגלות לפרוע התחייבויות פיננסיות, וגוברים החששות כי מקצתן אף יגיעו לחדלות פירעון. ההסתברות להתממשותם של תרחישי קיצון, שיביאו לפגיעה עמוקה בכלכלה העולמית, כגון פירוק גוש האירו, עולה ומוצאת ביטויה בהתנהלות השווקים.

המשבר הגלובלי לא פסח על ישראל, למרות שישראל נכנסה אליו במצב כלכלי טוב יחסית, וללא השפעות מערכתיות דרמטיות שאיימו על יציבות המשק. ההתמודדות של המשק הישראלי עם קשיים מבניים המאפיינים משק קטן וריכוזי, תלויה מטבע הדברים במידה רבה בפעילות הכלכלית הגלובלית. כיום, ההערכה היא שהחשיפה של המשק הישראלי למשבר כלכלי משמעותי בארץ ובעולם עולה אף על זו של שנת 2008.

חברות רבות בשוק ההון הישראלי נקלעו בארבע השנים האחרונות למצוקה תזרימית, התקשו לפרוע את התחייבויותיהן, וחלקן הגיעו לכדי הסדר חוב או פירוק. מצב זה, אשר פגע בכיסם של המשקיעים ובאמונם, נוצר בחלקו עקב התממשות סיכונים ספציפיים ברמת התאגיד, וכן עקב השפעתם של סיכונים מערכתיים ובכללם: החשש מפני תופעת ה"הדבקה" כתוצאה מהריכוזיות בשוק ומבנה האחזקה בקבוצות העסקיות, ואי וודאות נוכח השפעתם של אירועים פוליטיים וביטחוניים בארץ ובאזור.

משברים מסוג זה מציבים בפני ממשלות ורגולטורים אתגרים משמעותיים, מתוך מטרה לייצב את השוק, ולהגן על האינטרסים של הציבור. באופן מסורתי ניתן לזהות בעשורים האחרונים גידול בהיקפי הרגולציה הכלכלית ברחבי העולם בעקבות משברים פיננסיים. מדובר בתהליך טבעי של הפקת לקחים בניסיון לשקם את אמון המשקיעים ולהיערך טוב יותר להתמודדות עם המשבר הבא.

## יעדי רשות ניירות ערך והאסטרטגיה

האתגרים המאיימים כיום על שוק ההון והכלכלה הישראלית, מחייבים, בין השאר, את רשות ניירות ערך להתמודד עם סיכונים העלולים להגדיל את ההסתברות להתדרדרות למשבר עמוק בשוק ההון הישראלי.

בתקופה משברית מעין זו, נדרשת רשות ניירות ערך, יותר מתמיד, לעמוד על המשמר ולהקדיש משאבי זמן וכוח אדם רבים, כדי להבטיח, מעל לכל, הגנה למשקיעים ובאותה עת לאפשר התנהלות נוחה ככל הניתן לתאגידים המדווחים ולשחקנים אחרים בשוק.

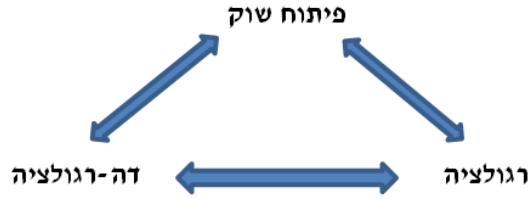
הנחת הבסיס היא כי רגולציה מושכלת מבטיחה קיומו של שוק הון הוגן ויעיל, תומכת ביציבותו על פני זמן, תורמת לאמון של ציבור המשקיעים בכלל, ולמשיכת משקיעים, מקומיים וזרים, בפרט.

לשם כך יזמה הרשות וביצעה בעת האחרונה מגוון פעולות אקטיביות שתכליתן להגביר את הגילוי למשקיעים, לחזק את שומרי הסף הקיימים, ולהבטיח שיישמר האמון בשוק ההון.

במבט צופה פני עתיד ניצבת רשות ניירות ערך בפני אתגרים משמעותיים, והיא הגדירה לעצמה ארבעה עקרונות מרכזיים שלאורם היא פועלת להגשמת היעדים הרגולטוריים בשנים הקרובות:

- **איזון:** נטל הרגולציה על הגופים המפוקחים תוך חיזוק מערך שומרי הסף ומנגנוני "פיקוח שוק" ו"משמעת שוק". ההנחה היא שככל ששומרי הסף (הפנימיים והחיצוניים) יתפקדו באופן יעיל יותר וככל שמשמעת השוק תהיה גורם דומיננטי בהתנהלות השחקנים, ניתן יהיה לצמצם את הרגולציה על הגופים המפוקחים;
- **מידתיות:** פיקוח והסדרה תוך התחשבות בשיקולי עלות-תועלת;
- **שקיפות:** הגברת הוודאות הרגולטורית, שקיפות פעולות הרשות ושיתוף הציבור בתהליכי חקיקה;
- **אכיפה והרתעה:** הנחלת נורמות ראויות והנהגת בקרות עצמיות בשוק ההון, שיובילו ליצירת הרתעה מפני הפרת הוראות החוק ומיצוי הדין עם מפרי החוק.

היעדים של רשות ניירות ערך לשנים הקרובות גובשו בהתאם לעקרונות אלה, והם מושתתים על שלוש רגליים: רגולציה, דה-רגולציה (הקטנת העומס הרגולטורי על הגופים המפוקחים) ופיתוח שוק ההון. איזון נכון בין הצורך ברגולציה לבין הצורך בדה-רגולציה, שיכול להביא להקטנת עלויות רגולציה, מבלי לוותר על שמירת עניינם של המשקיעים, הוא תנאי חשוב לפיתוח שוק ההון כגורם חיוני לצמיחה הכלכלית.



וביתר פירוט –

**רגולציה** - התערבות רגולטורית חשובה במיוחד במקרים בהם קיימים כשלי שוק מובנים אשר אינם מאפשרים את התפתחותו של שוק הון תקין ומשוכלל. קביעת משטר פיקוח הדוק על הגורמים הפעילים בשוק ההון, ואכיפתו בפועל, הם תנאי חיוני להגשמת ייעודו של שוק ההון. ללא רגולציה מושכלת המבטיחה הגנה לציבור המשקיעים, לא יוכל שוק הון לפעול כשוק יעיל לאורך זמן. גם במבט לאחור סבורה הרשות כי השינויים המשמעותיים שחלו בשנים האחרונות בהסדרת שוק ההון היו חיוניים. זאת ועוד, על סדר יומה של רשות ניירות ערך מונחים מספר נושאים המצויים בעיצומו של הליך הסדרה, ובכללם – העברת תעודות הסל למסגרת פיקוח חדשה; הסדרת פעילותן של זירות מסחר; שינויים משמעותיים בענף החיתום; פיקוח על חברות הדירוג; הקמת גוף פיקוח על רואי החשבון; קביעת דרישות גילוי ייעודיות לתאגידים מדווחים, לפי ענפי פעילות כדוגמת נדל"ן יזמי, מדעי החיים, חברות החזקה וחברות השקעה; שיפור הדיווח בקשר עם דוחות תקופתיים ורבעוניים; הסדרת פעילות ברוקר-דילר בישראל; ועוד.

**דה-רגולציה** – לצד הצורך ברגולציה מקיפה בשוק ההון, יש להכיר בכך שהרגולציה על שוק ההון חייבת להיות מידתית ומאוזנת. רגולציה שלא ניחנה בתכונות אלו עלולה להסב עלויות כספיות ניכרות, שלא לצורך, לגורמים המפוקחים, לחייב השקעת תשומות זמן מופרזות, לעתים קרובות בדרגי ההנהלה הבכירים ולגרור יישום טכני של הוראות הדין, תוך התעלמות מהמהות שהן נועדו לשקף. במקרי קיצון, רגולציה לא מידתית אף עלולה לגרום לירידה בהיקף הפעילות בשוק ההון, בין היתר משום שגורמים הפועלים בשוק, או שוקלים כניסה אליו, עלולים להדיר רגליהם ממנו.

על רקע זה החליטה הרשות לשלב באסטרטגיה הרב-שנתית גם יעד של דה-רגולציה, שיבוא לידי ביטוי בדמות הפחתה מידתית ומאוזנת של הדרישות, מקום בו הדבר אפשרי, תוך שמירה על עניינם של ציבור המשקיעים. לשם הגשמת היעד ביצע סגל הרשות בחודשים האחרונים בחינה של הוראות רגולטוריות רבות ובד בבד קיים סדרת מפגשים יזומה עם גורמים ופעילים מהשוק, במטרה לאתר הוראות דין המייצרות נטל רגולטורי, שניתן להפחיתו מבלי שתהא בכך פגיעה בענייניו של ציבור משקיעים.

במסגרת זו גם בחנה הרשות האפשרות לייצר מדרג רגולציה, באמצעות הגדרת משטר רגולציה שונה לגופים מפוקחים גדולים בהשוואה לגופים מפוקחים קטנים. זהו נושא מורכב, ויש בו שיקולים לכאן ולכאן. מצד אחד, הרשות ערה לנטל הכבד יחסית על גופים קטנים בקיום מלוא החובות המוטלות עליהם מכוח הדין, שכן נדרשים לשם כך משאבי זמן, כסף וכוח-אדם בהיקפים משמעותיים ביחס למקורות והמשאבים שעומדים לרשותם. מצד שני, קיים חשש כי דווקא

בגופים קטנים מערכות הבקרה לוקות לא פעם בחסר, והפחתת הרגולציה על תאגידים אלה עלולה לבוא על חשבון הגנה על המשקיעים. יש למצוא, אם כן, את האיזון הראוי, ולהבטיח כי הפחתה של רגולציה ביחס לגופים קטנים לא תבוא על חשבון הגנה על המשקיעים מקרב הציבור. לאור זאת, מציעה הרשות לשקול מספר הקלות ספורות בדין הקיים ביחס לתאגידים מדווחים קטנים ולחברות ניהול תיקים קטנות. הקלות אלו משקפות את התפישה, כי ככלל, לא נמצא מקום לקבוע משטרי פיקוח שונים על בסיס גודל הגורם המפוקח, אלא בעיקר על בסיס מאפייני הפעילות שלו.

**פיתוח שוק** – שוק ההון הישראלי הוא כלי חשוב לצמיחה כלכלית ומכשיר חיוני להקצאת מקורות יעילה במשק. לפיכך הגדירה הרשות את פיתוח השוק כיעד מרכזי באסטרטגיה הרב-שנתית. במסגרת זו יש בכוונת הרשות לבחון, בין היתר, חלופות להקלת הנגישות של חברות ציבוריות לשוק ההון; גיוון מכשירי ההשקעה העומדים לרשות המשקיעים; הגברת הניזילות והסחירות בשוק; קידום מעמדו של שוק ההון הישראלי בעולם; ועוד.

רגולציה, דה-רגולציה ופיתוח שוק ההון שלובים זה בזה, ומתקיימים ביניהם יחסי גומלין הדוקים. בין השאר, כדי לפתח את השוק נדרשת לעתים קרובות רגולציה. כך לדוגמא, כדי לעורר את תחום החיתום שחדל לפעול למעשה בשנים האחרונות ולפתח שוק ההנפקות הראשוני, נדרשת רגולציה שתחזק בין היתר את מעמד החתמים ותצמצם את הכשלים הפוטנציאליים בפעילותם. בדומה, נדרשת לעתים הסדרה מסוימת (קרי רגולציה) או הסרת חסמים (קרי דה-רגולציה) כגון, הנגשת תחום ההיי-טק לבורסה או הפחתת גילוי שאין בה כדי לוותר על איכות הפיקוח אך יש בה כדי להפחית עלויות והיא תורמת לפיתוח שוק ההון, ולגיוון מכשירי ההשקעה בו, וכדומה.

## **אבני דרך ביישום האסטרטגיה**

ומן הכלל אל הפרט, כדי לקבל תמונה שלמה יותר לאן מועדות פניה של הרשות בשנים הקרובות יוצגו בקצרה בפרקים הבאים פרויקטים עיקריים על סדר יומה של הרשות. בחלקו השני של המסמך מובא מתווה הקלות המפורסם להערות הציבור בימים אלו.

## רגולציה: פרויקטים עיקריים על סדר יומה של הרשות

רשות ניירות ערך מקיימת פעולות הסדרה ופיקוח נרחבות מכוח חובתה הקבועה בחוק לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים. במסגרת זו מפקחת הרשות על הגופים המפוקחים בהיבטים שונים: מתן היתרים ורישיונות לשם פעולה בשוק ההון; בדיקת הגילוי השוטף הניתן על-ידי הגורמים המפוקחים; ואכיפה למניעת עבירות בשוק ההון ומיצוי הדין עם מפריס. מדובר בפעילות ענפה יומיומית שהנה חיונית להבטחת אמון הציבור בשוק ההון.

לצד הפעילות השוטפת, הגדירה הרשות מספר פרויקטים עיקריים בתחום ההסדרה, שבכוונתה לקדם בשנים הקרובות. לנוכח הדינאמיות של שוק ההון והסביבה הכלכלית בוחנת רשות ניירות ערך אם קיים צורך בהסדרת עניינים נוספים.

### חלק א – הסדרה ענפית בתחומים שאינם מוסדרים כיום

#### (א) פיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים (PCAOB)

הדוחות הכספיים מהווים מרכיב משמעותי במכלול הגילוי הניתן למשקיע. בשל כך, בין היתר, יוחד מקצוע שמטרתו לבקר באופן בלתי תלוי את המידע הניתן בדוחות אלה. סיבות שונות, ובהן כשלים שנמצאו בעולם בפעילותם של רואי חשבון מבקרים והמבנה הבעייתי שבמסגרתו הם מקבלים את שכרם מהמבוקר, הובילו את מרבית השווקים המפותחים בעולם למסקנה, כי יש להקים מערך פיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים בשבתם כמבקרים של תאגידים המדווחים.

בשל הבעיות המובנות במודל רואה החשבון המבקר, כמו גם החשיבות העליונה הטמונה במקצוע זה, קיימת חשיבות רבה בהקמת מערך פיקוח על פירמות רואי חשבון המבקרים תאגידים מדווחים גם בישראל. מערך זה יהיה אמון על תהליך הביקורת שמבצעים רואי החשבון ובכלל זה התקנת תקני ביקורת וכללים בתחום בקרת איכות ואי תלות, ושיפור מתמיד של תהליך הביקורת. הקמת מערך פיקוח שיהיה תואם למקובל במדינות המפותחות, מהווה גם תנאי מרכזי להמשך פיתוחו של שוק ההון הישראלי ועידוד כניסת משקיעים זרים.

בכוונת הרשות לקדם חקיקה בנושא לשם הקמת גוף פיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים.

#### (ב) הסדרת תחום ברוקר-דילר

נכון להיום מרבית המתווכים הפיננסיים בשוק ההון מוסדרים ומפוקחים, בין באופן ישיר ובין באופן עקיף, על ידי הרגולטורים. הסדרה כאמור מתחייבת לאור העובדה כי המתווכים הפיננסיים הנם גורמים חשובים לפעילות תקינה של שוק ההון. חשיבותם של המתווכים רבה בשל היותם המחברים והמקשרים בין הציבור לבין שוק ההון, ובכך עשויים לתרום לאמון הציבור ליציבות המערכת הפיננסית.

על אף האמור, חלק מהמתווכים ומהפעילויות עדיין אינם מוסדרים כיום על פי הדין. כך הוא הדבר ביחס לעיסוק בביצוע עסקאות עבור אחר (ברוקראז'), העיסוק בביצוע עסקאות עבור אחר מול הנוסטרו של המתווך (דילר), והעיסוק במתן שירותי משמורת על נכסי לקוחות ועל מזומנים של לקוחות (קסטודיאן). כל אלה הינם שירותים שאינם מוסדרים באופן מקיף, וקיים חשש כי חסרה הגנה מספקת לציבור הלקוחות הפועל באמצעות המתווכים ונותן אמונו בהם. קיימת אמנם הסדרה עקיפה על עיסוקים אלה מכוח הרגולציה על הבנקים ועל חברי הבורסה, אך חסרה כיום הסדרה ישירה וכוללת.

בכוונת הרשות לתת מענה רגולטורי למצב הקיים באמצעות הקמת מסגרת חקיקתית אשר תחול על פעילותם של הברוקרים, הדילרים ונותני שירותי המשמורת. ההוראות שייקבעו יחייבו את המתווכים ברישום או ברישוי, ופעילותם תוסדר ותפוקח על ידי הרשות. כמו כן ייקבעו כללים והוראות מחייבות בכל הנוגע למערכת היחסים שבינם ובין לקוחותיהם: חובות גילוי, חובות אמון וזהירות וחובות לשמירה על טובת הלקוחות.

#### (ג) הסדרת תחום זירות מסחר

במהלך השנים האחרונות, עם התפתחותו של האינטרנט, התפתח בעולם ובארץ מגזר של זירות פורקס אינטרנטיות, המאפשרות ללקוחותיהן לסחור בסוגים שונים של מכשירים פיננסיים (נגזרים וחוזים על מט"ח, מדדים, מניות סחורות וכו'). על פי ההערכות, פועלות בישראל למעלה מ-20 זירות כאלה, הפועלות לרוב מול לקוחות פרטיים ולא מתווכים או מוסדיים. על פי המתכונת השגורה בענף, נדרש לקוח להפקיד כסף מזומן בזירה וזו ממנפת אותו בעשרות עד מאות אחוזים כדי לבצע עסקאות בחוזים עתידיים על מטבע זר, סחורות או מניות. הסיכון הכרוך במינוף הגבוה, העדרן של בקורות בכל הנוגע לתנאי הכשירות של הזירות והמנהלים שלהן ובנוגע להפרדה בין כספי הלקוחות לכספי החברה הובילו את הרשות להתגייס להסדרתו של תחום פרוץ זה שאינו מוסדר היום על ידי אף גורם. המדובר בתחום הסדרה חדש בארץ וגם בעולם – הסדרה שנחיצותה התבררה ביתר שאת נוכח תלונות רבות על נורמות לקויות השולטות בענף.

ההערכה היא כי במהלך השנה הקרובה יאושרו התקנות שיקנו לרשות ניירות ערך סמכות לפקח על פעילות בזירות מסחר אלטרנטיביות שלא היו מפוקחות עד היום ואשר חשפו משקיעים רבים לסיכונים תרמית, הונאה וסיכונים פיננסיים משמעותיים. כניסתה של הרשות לפיקוח על התחום היא צעד הכרחי להגנה על ציבור המשקיעים והרשות נערכת לפעול בתחום זה באופן אינטנסיבי באמצעות הקמת מערך רישוי, הסדרה, פיקוח ואכיפה חדשים.

על פי המוצע, הזירות יחויבו בקבלת רישיון מהרשות ויוכפפו לפיקוח הרשות לשם הבטחת הוגנות הזירה, הבטחת כספי לקוחותיה, וגילוי נאות. בנוסף, רמת המינוף של המכשירים הפיננסיים תוגבל ויחולו על הזירות דרישות לעניין הון עצמי מזערי ונכסים נזילים.



#### (ד) הסדרת תחום חברות הדירוג

תהליך הגלובליזציה, התפתחות ההנדסה הפיננסית ודוח באזל 2 הרחיבו את תפקידן של חברות הדירוג בשנים האחרונות. במשבר ה"סאב-פריים" ובמשבר האשראי שבא בעקבותיו באו לידי ביטוי כשלים בפעילותן של אותן חברות, שנגעו בעיקר לעדכון הדירוגים, לניגודי עניינים ולהיעדר שקיפות בתהליך הדירוג. התפקיד המרכזי שמילאו חברות הדירוג במשברים אלה הביא לתמימות דעים בקרב הרגולטורים בארה"ב ובאירופה כי יש צורך בבחינה מחודשת והעמקת ההסדרה בתחום זה.

גם בישראל יש מקום לשכלל את הסדרת פעילותן של חברות הדירוג ולהגביר את הפיקוח עליהן. הכוונה היא להסדיר בחקיקה ראשית, באמצעות חוק ייעודי, את פעילותן של חברות הדירוג, ולהכפיף אותן לפיקוח הרשות במטרה להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח שתהליך הדירוג והדירוג עצמו יהיו אמינים, איכותיים, שוויוניים ובלתי תלויים. בד בבד תישקל האפשרות לצמצם את מידת ההסתמכות הרגולטורית על קיומו של דירוג לצרכים שונים.

לאור הפעילות הרגולטורית הבינלאומית ולאור האופי הבינלאומי של פעילותן של חברות הדירוג הפועלות בישראל, מוצע כי עקרונות ההסדר בישראל יהיו דומים להסדרים הקיימים או מתגבשים באירופה ובארצות הברית, במיוחד לנוכח העובדה שחברות הדירוג הפעילות בישראל מהוות חלק מקבוצות בינלאומיות.

#### (ה) הסדרת תחום ייעוץ השקעות כללי (אנליזה)

הגדרת "ייעוץ השקעות" על פי הדין הקיים כוללת, נוסף על פעילות שניתן להגדירה כ"ייעוץ השקעות קלאסי" (ייעוץ השקעות הנותן ייעוץ ללקוח מסוים ביחס להשקעותיו), גם "ייעוץ השקעות כללי". ייעוץ כאמור ניתן למספר רב של אנשים, ואין בו כדי ליצור ציפיות מצד קהל היעד לכך שהייעוץ יותאם לנתונים האישיים. ייעוץ כללי גם אינו כולל תקשורת בין אישית בין נותן הייעוץ לבין קהל היעד שלו. דוגמה לכך היא פרסום עבודת אנליזה על ידי אנליסט אשר מנתח את מצבה הכספי של חברה נסקרת וממליץ על ביצוע פעולה ביחס לניירות הערך שלה. דוגמה אחרת היא מתן ייעוץ לקהל ברדיו או בטלוויזיה.

עבודת אנליזה או ייעוץ השקעות כללי מסוג אחר נכללים כיום בהגדרת ייעוץ השקעות, אך לנוכח היותה מופנית לקהל יעד רחב, לקבוצת לקוחות לא סגורה אשר הנמנים עליה אינם ידועים מראש, חלק מהוראות החוק אינן רלוונטיות לגביה.

על רקע זה גובשה הצעת חוק להסדרת העיסוק בייעוץ השקעות כללי. בהתאם להצעת החוק ייקבע פטור מרישיון למי שעוסק בייעוץ השקעות כללי (אנליסט), ובד בבד יוסדרו החובות שבהן הוא יחויב. במקביל פועלת הרשות לקידום תקנות שייצקו תוכן בהוראות המסגרת שקבועות בהצעת החוק.

## (ו) הסדרת תחום תעודות הסל – מעבר ממשטר דיווח למשטר פיקוח

ענף תעודות הסל התפתח במהירות רבה והוא מנהל כיום כ- 59 מיליארדי שקלים. הסדרת הענף נכון למועד זה אינה מספקת כיוון שהיא נשענת על מודל הפיקוח של תאגידים מדווחים.

לאחרונה פרסמה הרשות עקרונות למודל פיקוח על תחום תעודות הסל. מטרת המודל להתמודד עם הסיכונים המרכזיים הכרוכים בפעילותן של חברות תעודות הסל – סיכון תפעולי, סיכון שוק, סיכון אשראי וסיכון נזילות. עיקרי מודל הפיקוח הם:

- מעבר למשטר פיקוחי – הכפפת תחום תעודות הסל לרגולציה של חוק השקעות משותפות בנאמנות. קרי, מעבר ממשטר של גילוי למשטר של פיקוח והסדרה, תוך יישום כללי הממשל התאגידי של קרנות הנאמנות וחיזוק מעמדו ואחריותו של הנאמן.
- סיכוני שוק – נקבעו מודלים למדידה וניהול של סיכון השוק, לרבות מודל הקצאת הון מבוסס תרחישי ערך נתון בסיכון (VaR) ותרחישי קיצון.
- כללי השקעה וסיכוני אשראי – נקבעו כללים בדבר סוגי ההשקעות שיהיו מותרים לחברות, והוגדרה מסגרת חשיפה מחמירה לסיכון אשראי תוך חלוקת מקורות סיכון האשראי לשלוש דרגות עיקריות. בנוסף, הוגדרו דרישות מעקב שוטפות ומצבים שבהם על המנפיק למשוך את הכספים מאותם גופים, ונקבעו היבטים נוספים של פיקוח "פנים תאגידי" על השקעות אלה.
- נזילות – קביעת מגבלות ותמריצים שליליים על התכסות בנכסים שאינם נזילים, לרבות שערך נכסים בהתאם לערכם במשיכה מיידית.
- מודל הקצאת הון – הגדרת ההון שנדרש להקצות בגין הסיכון התפעולי, סיכון השוק, סיכון האשראי, וסיכון הנזילות, במטרה להפחית תמריצים כלכליים ליצירת חשיפות, ולעודד התנהלות סולידית במסגרת פעילותה השוטפת של החברה המנפיקה.

בכוונת הרשות לקדם הסדרת עקרונות אלה בחקיקה ולהסדיר את הגילוי ביחס לסיכונים השונים הגלומים בפעילות השוטפת של תעודות הסל

## (ז) הסדרת תחום ייעוץ למוסדיים

חוק השקעות משותפות בנאמנות קובע חובת השתתפות של מנהל קרן באסיפות של תאגיד שיש למנהל הקרן זכות הצבעה בו. בפועל לא מעט מבין מנהלי הקרנות נעזרים בשירותי הייעוץ של גורם מקצועי (נכון להיום – חברת אנטרופי), ולגבי חלקם, הצבעה בהתאם לייעוץ המקצועי שהתקבל היא ברירת המחדל. זאת, מבלי שיהא בכך כדי לגרוע מאחריות מנהל הקרן על פי הדין. משמעות הטלת האחריות על מנהל הקרן היא כי עליו לקיים מנגנוני בקרה

בנוגע לאימוץ החלטות הגורם המקצועי, להבטיח כי הגורם אכן מספק שירות מקצועי ברמה נאותה, כי הייעוץ מהימן וכי אינו מושפע מניגודי עניינים ומשיקולים זרים.

ההתקשרות עם גורם מקצועי לצורך קבלת ייעוץ עשויה לגלם מספר יתרונות:

מנהל קרן מחזיק בקרנות שבניהולו בניירות ערך רבים, ולעתים בשיעורי החזקות נמוכים מאד, הן בשל מגוון הקרנות שהוא מנהל והן משום שהפיזור הוא ממאפייניו המובהקים של מכשיר זה. לפיכך הוא נדרש להשתתף ולהצביע באספות כלליות רבות. ביצוע בחינות מעמיקות, איסוף מידע וניתוחו ברמה הנדרשת לשם גיבוש החלטת הצבעה מושכלת דורש תשומות מרובות. רכישת השירות מגורם מקצועי המעניק אותם לשוק באופן רחבי עשויה להוזיל את העלויות ולשפר את רמתו המקצועית;

בנוסף, הסתמכות על ניתוח של גורם מקצועי ניטרלי יש בה כדי לפתור את מנהל הקרן מהצורך להכריע בין אינטרסים שונים שהוא עצמו מייצג, כמו למשל ניגוד בין עניינים של בעלי היחידות בקרן אחת שבניהולו לבין עניינים של בעלי היחידות בקרן אחרת, או אף ניגוד בין העניין הנובע מהחזקתה של קרן מסוימת באגרות חוב של תאגיד מסוים לבין העניין הנובע מהחזקתה במניות אותו תאגיד. הסתמכות על ניתוח כאמור גם יכולה לצמצם את ניגודי העניינים הפוטנציאליים בהקשרים אחרים, כגון קשרי בעלות או קשרים עסקיים אחרים בין בעל השליטה במנהל הקרן ובין התאגיד שהצבעה נערכת בעניינו.

זאת ועוד, קיומן של חברות מייעצות הנו שכיח ומקובל בעולם. אף במדינות אחרות מקובל לראות גורם דומיננטי מאוד במתן שירותי הייעוץ, ואף במדינות אחרות החברות המייעצות אינן מפוקחות על-ידי המדינה.

על רקע כל אלה, הרשות בוחנת בימים אלו מהי המתכונת הראויה לפיקוח כאמור: פיקוח ישיר על הגורם המייעץ או פיקוח עקיף באמצעות הסדרת תנאים לקבלת שירותי ייעוץ על ידי קרנות נאמנות.

## **חלק ב' – שינויים בתחום החיתום ורישוי בעלי רישיון**

### **(ח) תחום החיתום**

בשנים האחרונות הרוב המוחלט של הצעות לציבור של ניירות ערך מתבצע ללא התחייבות חיתומית. כפועל יוצא, הנפקות אלה מתקיימות ללא חתם שתפקידו לוודא כי אין פרטים מטעים בתשקיף ולעודד הנפקות המתאימות לציבור הרחב. מנגד, דווקא בשנים אלה התגברה ההכרה בחשיבותם של שומרי הסף החיצוניים לתאגידים. במועד הצעה לציבור גדלה חשיבות קיומם אף יותר, שכן במועד זה האינטרס של התאגיד המציע להציג תמונה "ורודה" לגבי מצבו חזק עוד יותר בהיותו צד לעסקה.

לנוכח השינוי בענף החיתום לאחרונה, פרסמה הרשות בשנה האחרונה מתווה הכולל חלופות שונות ([http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_6127.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6127.pdf)), שמטרתן להשיב את

החיתום להנפקות ולהבטיח בכך שיימצא שומר סף שימש מבקר חיצוני לאיכות הגילוי בתשקיף. בכוונת הרשות להמשיך ולקדם השינוי האמור בתחום החיתום.

### **(ט) רישוי מנהלי תיקים, יועצי השקעות ומשווקי השקעות**

הרשות מקדמת תיקון חקיקה שנועד לקבוע תהליך הכשרה מתאים, מקצועי ואחיד לכלל מבקשי הרישוי. מוצעים שינויים בתקנות הן בתחום בחינות הרישוי והן בתחום ההתמחות. המטרה העיקרית של התיקון היא להעלות את הרמה המקצועית של בעלי הרישוי וגם לייעל ולפשט את הליכי הרישוי. במסגרת הרפורמה מוצע לבטל את הדרישה לשלוש בחינות היסוד ולשלב בבחינות המקצועיות נושאים רלוונטיים מתוכן, המהווים אבני יסוד של המקצוע. הרישוי יינתן באופן אחיד ושוויוני בהסתמך על עמידה בדרישות המבחנים וההתמחות, ללא מתן פטורים על רקע השכלה אקדמית, שאינה בהכרח מנבאת את המיומנות הנדרשת ממי שמבקש לעסוק בתחומים אלה. מהלך זה נעשה על מנת למקד את הבחינות לנושאים המהווים את ליבת הפרקטיקה של המקצוע ואשר נדרשים לשם העיסוק עצמו. בהתמחות מוצע, בין היתר, לאפשר ניווד מתמחים, לקצר את תקופת ההתמחות של בעל רישוי יועץ או משווק השקעות המבקש להיות מנהל תיקים ועוד הצעות הקשורות בכשירות המאמן.

## **חלק ג' – הסדרה בתחום התאגידים**

### **(י) שיפור הדוחות וקיצורם**

בשנת 2010 החלה רשות ניירות ערך בפרויקט רחב היקף לשיפור הדיווח של התאגידים במטרה להגביר את רלבנטיות הגילוי ולהפכו שימושי יותר לצורכי קבלת החלטות השקעה בידי ציבור המשקיעים. במסגרת זו פורסמו עד כה הוראות גילוי ענפיות לתחום הנפט והגז ולתחום הנדל"ן להשקעה, ונבחנות הוראות גילוי נוספות לענפים אחרים ולפרקים נוספים בדיווחים התקופתיים ובתשקיפים.

בד בבד עם הפעולות שנעשו לצורך שיפור הדוחות, מבקשת הרשות להתמודד גם עם הגידול המשמעותי שחל בהיקף הדוחות הכספיים. גידול זה עלול לבוא על חשבון בהירות השימוש בדוחות הכספיים ולהקשות על יכולת המשתמשים להבינם ולקבל על בסיסם החלטות. לאור האמור החליטה הרשות ליזום מהלך שיאפשר לגופים המפוקחים ולציבור הרחב לקחת בו חלק מתוך מטרה לבחון במשותף אפשרויות לקיצור ההיקף ומורכבות הפירוט בדוחות הכספיים. כצעד ראשון פרסמה הרשות בשנה האחרונה "קול קורא", ובו הזמינה את הציבור להציע רעיונות ופתרונות אפשריים לקיצור הדוחות הכספיים ([http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_6041.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6041.pdf)). בד בבד מקיים סגל הרשות פגישות עם פעילים בשוק, ובהם נציגים של גופים מוסדיים, עורכי דין, חתמים, רואי חשבון ואנליסטים, כדי לשמוע התייחסותם לעניין חלופות לשיפור הגילוי וקיצור הדוחות.

עקרונות פרויקט שיפור הדוחות וקיצורם כוללים מספר נדבכים:

- 1) התאמה של מבנה הדוחות, כך שכל פרק ירכז דרישות גילוי בעלות תכלית זהה או דומה (בדגש על דוח ההנהלה, פרק מימון ונזילות, היבטי ממשל תאגידי וסיכונים);
- 2) קביעת כללי גילוי ענפיים – בהמשך להסדרת הגילוי הענפי שנעשתה בתחום הנפט והגז ובתחום הנדל"ן להשקעה, בכוונת הרשות להסדיר את הגילוי הענפי גם בתחום הנדל"ן היזמי, הביומד, חברות החזקה, חברות השקעה, ועוד;
- 3) מתן הבהרות והוראות יישומיות לחברות על מנת לייצר תמריצים ליישום נכון של הוראות הדין, באופן שיבטיח כי הגילוי הוא רלוונטי ומהימן, ולהביא לצמצום בהיקף המידע הלא מהותי שמתפרסם כיום. התוצאה צפויה להביא לקיצור משמעותי של היקף הדוחות.

#### **(יא) טיפול במשבר האג"ח – הסדרי חוב**

בהמשך לגידול הניכר בהנפקת אגרות חוב קונצרניות בשנים 2003 – 2007, נקלעו חברות רבות לקשיים. חדלות הפירעון של חברות אלו הובילה לתופעת הסדרי החוב בשוק ההון.

בשנת 2011 היו כ- 30 הסדרי חוב בשווי של כ- 5.7 מיליארד ₪, בהשוואה לכ- 20 הסדרי חוב בשווי של כ- 2 מיליארד ₪ בשנת 2010, ולכ- 38 הסדרים בשווי של 11 מיליארד ₪ בשנת 2009 בשיא המשבר (המספרים הם במונחי ערך נקוב).

רשות ניירות ערך משקיעה משאבים ניכרים להתמודדות עם תופעת הסדרי החוב, ופיתחה במרוצת השנים "ארגז כלים" רגולטורי שנועד להגביר את ההגנה על המשקיעים בעתות משבר.

במסגרת הטיפול השוטף בהסדרים, נבחנים, בין היתר, הגילוי שניתן על ידי החברות הן בתקופת ההסדר והן בתקופה שקדמה לו, וכן הצורך בפרסום תשקיף כחלק מההסדר על מנת להבטיח את עניינו של הציבור. במסגרת הסדרים שנערכים בחסות בית המשפט לפי סעיף 350 לחוק החברות, נדרשת הרשות על פי רוב להגיש את עמדתה לעניין אופן כינוס אספות הסוג ולעניין הגילוי הניתן למחזיקי ניירות הערך.

רשות ניירות ערך היתה מעורבת במתן מענה רגולטורי בתגובה למשבר הנזילות שפקד את המערכת הפיננסית העולמית, ומקדמת כלים להתמודדות עם התופעה, כגון איתור מקדים של מוקדי הסיכון בתאגידי (בין היתר, באמצעות קביעת הוראות גילוי ייעודיות, חיזוק כוחם ומעמדם של הנאמנים, קביעת זכויות קוגנטיות בדן להגנה על מחזיקי אגרות החוב, ההחלטה בדבר מתווה קציני האשראי, ומעורבות בתיקון החקיקה לחוק החברות בעניין ממונה לבחינת הסדר חוב). בכוונת הרשות לבחון האם הכלים שפותחו מספקים הגנה נאותה למחזיקי אגרות החוב והאם יש צורך בכלים נוספים להגנתם.

#### **(יב) מבחנים ותנאים לחלוקת דיבידנד**

חוק החברות קובע כי חברה רשאית לחלק דיבידנד אם מתקיימים שני מבחנים מצטברים: הראשון, מבחן חשבונאי שבוחן אם לחברה קיימים רווחים ראויים לחלוקה ("מבחן הרווח"),

והשני מבחן מהותי-כלכלי שבוחן האם החלוקה תפגע ביכולת הפירעון של החברה ("מבחן יכולת הפירעון"). חלוקה שאינה מקיימת מבחן הרווח טעונה אישור של בית המשפט. תכליתו של מבחן הרווח היתה לאפשר לחברה שיש לה כרית בטחון מספקת או שמצויה במגמת רווחיות בשנתיים האחרונות, לאשר בהליך פשוט יחסית חלוקה של דיבידנד, ללא מעורבות של בית המשפט, ובלבד שהדירקטוריון לקח אחריות על העמידה במבחן יכולת הפירעון.

עם זאת יש לזכור כי חוק החברות נחקק בשנת 2000 במציאות חשבונאית שונה לחלוטין מזו שקיימת היום. מספר שנים לאחר שנחקק חוק החברות, אומצו בישראל כללי החשבונאות הבינלאומיים, ה-IFRS, שהביאו למהפכה של ממש בחשבונאות, ואלה מעלים שאלות מהותיות שהמחוקק הישראלי לא צפה ולא יכול היה לצפות בעת שחוקק את חוק החברות. אחת השאלות המרכזיות היא האם קיים קשר בין חברות המחלקות דיבידנד מתוך רווחי שערוד שנוצרים על סמך הערכות שווי לבין הקשיים הפיננסיים שחלקן נקלעו אליהם לאחר החלוקה, ומכאן מתבקשת הבחינה – האם רווחי שערוד צריכים להיכלל במסגרת העודפים הראויים לחלוקה.

בכוונת הרשות לבחון יחד עם משרד המשפטים אם יש מקום לשנות את המבחנים והתנאים בעניין חלוקת דיבידנדים.

#### **(יג) מודל גילוי לחברות רישום כפול שמנפיקות אג"ח רק בישראל**

הסדר הרישום הכפול נכנס לתוקפו בישראל עם חקיקתו של פרק ה-3 לחוק ניירות ערך (בשנת 2000). בבסיסו מאפשר ההסדר רישום למסחר בישראל של ניירות ערך הנסחרים בבורסות זרות ספציפיות (נאסד"ק, NYSE, בורסת לונדון (רשימה ראשית)). הסדר זה החרג במקרים אלו את החברות שנרשמו למסחר בישראל מחובות הדיווח על פי חוק ניירות ערך הישראלי והתיר להן להמשיך ולדווח אך ורק בהתאם לדין הזר החל עליהן (דיני ניירות ערך האמריקאים או האנגליים לרבות הוראות הבורסות הרלוונטיות) תוך הסתמכות על הפיקוח של הרגולטור הזר (ה-SEC וה-FSA) באותן מדינות. בבסיס חקיקתו של פרק 3 עמדה הקביעה כי הדין הזר מגן היטב על המשקיעים וכי לתוצאה זו אחראים מספר "מעגלים" כשהעיקריים שבהם הנם איכות דרישות הגילוי, איכות המפקח הזר ומשמעת השוק.

בשנים האחרונות ביצעו תאגידי רישום כפול כמה עשרות הצעות לציבור של אג"ח, רובן ככולן התאפיינו בכך שהונפקו בישראל בלבד, והסתמכו על הפטור מגילוי בהתאם לדין הישראלי. התוצאה היא שתאגידי הרישום הכפול, במובחן מתאגידי מדווחים אחרים, אינם כפופים לשורה של הוראות גילוי שהותקנו בעקבות משבר האשראי בשנת 2008 ביחס לחברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור (בעיקר בנושאי מימון ונזילות), וקיים חשש כי מחזיקי אגרות החוב בחברות הרישום הכפול לא זוכים להגנה מספקת. חשש זה מקבל משנה תוקף על רקע הגידול בהיקפי הנפקות החוב בישראל, ותופעת הסדרי החוב.

בנסיבות אלה סבורה הרשות כי יש לשנות את המצב הקיים באופן מדורג ומתוך איזון אינטרסים בין ההגנה על ציבור המשקיעים באגרות חוב מחד לבין הסתמכות של חברות

הרישום הכפול על הדרך בה יושם ההסדר עד כה בקשר עם הנפקת אג"ח רק בישראל. לפיכך פרסמה הרשות לאחרונה מודל גילוי להערות ציבור, ואף החילה הוראות גילוי שיבטיחו הגנה נאותה למשקיעים עד להסדרת הנושא באופן סופי.

[http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_6679.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6679.pdf).

## חלק ד' - אכיפה והרתעה בשוק ההון

הרשות מופקדת על ביצוע פעולות אכיפה ביחס לעבירות והפרות בשוק ההון. פעולות אלה כוללות הטלת עיצומים על מפריסם ופתיחה בחקירות פליליות וביורורים מנהליים במקרים של ביצוע עבירות או הפרות של הדינים שבסמכותה של הרשות.

במסגרת סמכויותיה מקיימת הרשות חקירות מורכבות ומסועפות ומבצעת פעילות שוטפת של איסוף מידע ממקורות שונים ומגוונים. המידע נבחן, מנותח ומוערך על ידי הרשות, תוך נקיטת פעולות מודיעיניות נוספות, במקרים המתאימים, לעיבוי, אימות או הזמה של המידע, תוך הקפדה על חשאיות הבדיקה. הכלים העומדים לרשותה של הרשות כוללים, בין היתר, מערכות מחשב מתקדמות שמקנות לרשות תמונה מלאה על פעילות המסחר שמתבצעת בבורסה, תוך שימוש באלגוריתמים המזהים פעילות חריגה.

### (יד) יישום אכיפה מנהלית

בשנת 2011 הוסמכה הרשות לנקוט אמצעי אכיפה מנהליים נגד הפרות ועבירות בשוק ההון, כמקובל במרבית מדינות העולם המפותחות. אמצעי אכיפה אלה (שנוספו לאמצעי העיצום הכספי שמצויים בידי הרשות בשנים האחרונות) נועדו לתת מענה למצב לא רצוי של תת-אכיפה במישור הפלילי, אשר נבע בין היתר עקב איטיותו של ההליך המתנהל לעתים שנים ארוכות בבתי המשפט.

קיומו של ההליך המנהלי בפני הוועדה המנהלית לצד קיומו של ההליך הפלילי בפני בית המשפט, צפוי לתרום להגברת האכיפה וההרתעה, להגדיל את מספר התיקים ולהרחיב את קשת הנושאים שיטופלו. הוועדה המנהלית אינה מחליפה את בית המשפט. אלה שני גורמים המשלימים זה את זה ותורמים יחד לאכיפה אפקטיבית בתחום ניירות הערך.

האכיפה, מבחינת הרשות, היא כלי ולא מטרה. זהו כלי להבטחת פעילות תקינה בשוק ההון והגנה על ציבור המשקיעים, באמצעות מיצוי הדין עם המפריסם ויצירת הרתעה.

זאת ועוד, ההליך המנהלי כולל לא רק "מקלות", אלא גם "גזרים": גוף מפקח שיאמץ באופן וולונטרי תכנית אכיפה פנימית אפקטיבית, המבטיחה ציות להוראות החוק, יזכה להתחשבות בעת בחינת אמצעי האכיפה הראויים לטיפול בגוף והכרעה אם להתקשר עמו בהסדר. הרשות רואה ערך רב באימוץ תכניות אכיפה פנימיות בקרב הגופים המפוקחים, שכן יש בהן לצמצם היקף העבירות וההפרות בשוק ההון.

לעניין אופן יישום ההליך המנהלי, בכוונת הרשות לנקוט במדיניות מידתית ומאוזנת. מדיניות זו קיבלה ביטוי, בתחילת תהליך היישום, בהחלטת הרשות למנות שופטים מחוזיים בדימוס לתפקיד יושבי ראש הוועדה המנהלית, מתוך מטרה להגביר את עצמאותה, ובהחלטת הרשות לא לבקש מהוועדה המנהלית להטיל עיצומים כספיים בשיעור שיעלה על מחצית מסכומי העיצומים הכספיים המקסימליים המנויים בחוק.

### **(טו) איסור הטרמה**

כדי להגביר את אמון הציבור בשוק ההון ולהבטיח את הוגנות המסחר בכוונת הרשות להמשיך בקידום הצעת חוק שנועדה למנוע ביצוען של פעולות הטרמה (front-running) על ידי מנהלי כספים של אחרים ועובדיהם. הטרמה משמעותה ביצוע פעולה בנייר ערך לאור ידיעה מוקדמת על פעולה צפויה של אחר בניירות ערך. פעולת ההטרמה, בדומה לשימוש במידע פנים, פוגעת בתקינות שוק ההון: למבצע פעולת ההטרמה יש מידע אשר הצד השני לעסקה אינו חשוף לו. מידע זה יוצר יתרון בלתי הוגן למטרים.

כהסדר משלים תיקבע אחריות פיקוחית שבמסגרתה יהיה על תאגידים שהם מתווכים פיננסיים, אשר מעסיקים מתווכים פיננסיים אחרים, למנות קצין ציות ולקבוע נהלים שיבטיחו כי לא מבוצעות פעולות הטרמה. בכדי לסייע לאותם תאגידים לעמוד בחובת הפיקוח, מוצע כי הרשות תוסמך לקבוע קווים מנחים לנהלים אשר עליהם לקבוע. כללי הרשות יהיו בבחינת מודל, שאינו מחייב (best practice), לנהלים שעל התאגידים כאמור, לקבוע.

### **חלק ה' - ממשל תאגידי בפעילות הבורסה ומסלקותיה**

עקרונות ממשל תאגידי מהווים אוסף של עקרונות וכללים המגדירים כיצד ראוי שחברות תתנהלנה בהיבטי פיקוח ובקרה. בעוד שבחברות ציבוריות מנגנונים אלה נועדו לתת, בדרך כלל, מענה לבעיית הנציג המאפיינת את דרך פעילותן, הרי שכאשר מדובר בבורסה האינטרס לקיומו של ממשל תאגידי נעוץ גם במעמדה המיוחד בכלכלה ובאינטרס הציבורי הכרוך בתפקודה.

התפיסה הרווחת ביחס לתפקידן של בורסות בשווקים המודרניים הינה כי מדובר בתשתית חיונית לקידומו של שוק ההון והכלכלה. אימוץ גישה זו מקים אתו אינטרס ציבורי מובהק המבקש להבטיח קיומן של בורסות המקדמות את הגינות ויעילות המסחר המתקיים במסגרתן. ההשפעה של בורסה הוגנת ויעילה מקרינה על אמון הציבור בשוק ההון ומכאן על יכולתן של חברות לגייס כספים בשוק הראשוני וכן על עלות גיוס ההון כאמור.

על רקע ההתפתחויות המשמעותיות שחלו בתחום הממשל התאגידי בישראל ובעולם בשנים האחרונות, בוחן סגל הרשות בשיתוף עם הבורסה את הצורך בביצוע שינויים והתאמות בממשל התאגידי בבורסה, לרבות באמצעות תיקוני חקיקה אשר חלקם מעגנים נורמות אשר הבורסה מאמצת באופן וולונטרי.



## חלק ו' – סיכון סיסטמי

המשבר הכלכלי ב-2008 והאווירה הלא יציבה השוררת בשווקים מאז, העלו את העיסוק בסיכונים סיסטמיים לראש סדר העדיפויות של רגולטורים ברחבי העולם. המטרה המשותפת היא למזער את ההסתברות לכך שאירוע מחולל, כגון כשל חברה או כשל בפעילות המערכת הפיננסית, יפגע באופן משמעותי בחברות או בשווקים נוספים ויגרום נזק מערכתי בעל השלכות שליליות חמורות על הכלכלה הריאלית.

מבחינה ומחקר שנעשו בעקבות המשבר, עולה הצורך לעסוק בצורה ישירה ומובנית יותר בסיכונים מערכתיים ברשויות הרגולטוריות ובשוק ההון עצמו, ולא רק במערכת הבנקאית, כפי שהיה מקובל בגישה המסורתית בעבר.

במציאות הכלכלית לסיכונים מערכתיים ממשקים שונים עם שוק ההון: סיכונים הנובעים ישירות מתוך שוק ההון (דוגמת תשתית שוק לוקה, חדשנות פיננסית (Market Innovation) בעייתית, עיוותי מחירים והתנהגות בלתי הולמת של שחקני מפתח); מקומו של שוק ההון בהעברה ובהעצמה של זעזועים למערכת הפיננסית המייצרים סיכונים מערכתיים (לדוגמה, סיכוני צד שכנגד בשוקי OTC, ומשברי מימון ונזילות); האופן שבו מושפע שוק ההון מסיכונים שמקורם מחוץ לשוק ההון (לדוגמה, סיכונים מאקרו-פיננסיים, ביטחוניים וכו')

כיום מתגבשת בעולם ובארץ ההכרה כי כל אחד מהרגולטורים בשוק ההון צריך לייחד כלים לזיהוי, לניטור ולניהול גורמים העשויים להגביר סיכון סיסטמי או להגביר את פגיעותה של המערכת לגורמים אלו, בתחומים הנתונים לאחריותו. מובן גם כי טיפול בסיכונים המערכתיים מחייב שיתוף פעולה הדוק בין הרשויות והמוסדות ברמת המשק המקומי וברמה הגלובלית.

מתוך תפיסה זו פועלת הרשות להתמודדות עם סיכונים מערכתיים בשני מישורים עיקריים:

- מחקר שמטרתו פיתוח מתודולוגיה וכלים לזיהוי ולניטור התפתחותם של סיכונים מערכתיים. פעילות זאת נעשית הן בתוך הרשות והן באמצעות השתלבותה של הרשות בצוותים בין-משרדיים ובינלאומיים העוסקים בתחום.
- ניטור מתמשך של התפתחויות ודפוסי פעילות בשוק במטרה להבין את "מפת הסיכונים" הייחודית לשוק ההון הישראלי, תוך שימוש בידע ובניסיון של מומחים מתוך הרשות ומומחים ופעילים מהשוק.

## חלק ז' – חינוך פיננסי

חוק ניירות ערך קובע את תפקידה של הרשות כ"שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך". לשם כך מקיימת הרשות הסדרה ופיקוח על התחומים המסורים לאחריותה, ונוקטת באמצעים העומדים לרשותה לחזק את אמון הציבור בהוגנות של שוק ההון הישראלי. במסגרת

זו, הציבה הרשות את נושא החינוך הפיננסי של המשקיעים, כיעד משלים באסטרטגיית השמירה על עניינם של המשקיעים.

במדינות המערב מתבצעים תהליכים מסוג זה מזה שנים. בארצות הברית, בבריטניה, באוסטרליה, בניו זילנד ובמדינות נוספות נתפס חינוך המשקיעים כחלק אינטגרלי מפעילות רשות ניירות ערך; גם ארגון רשויות ניירות ערך הבינלאומי (IOSCO) מקדם את הנושא באמצעות עריכת כנסים ומחקרים העוסקים בחינוך משקיעים ובתוצאותיו, וה-OECD אף הקים רשת מידע לחינוך פיננסי.

לאחרונה הוקמה בעקבות החלטת ממשלה מחלקת חינוך פיננסי באגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר, אשר תפקידה להוות גורם מתכלל, המרכז ומתווה מדיניות לקידום חינוך פיננסי עבור מדינת ישראל. המחלקה גיבשה אסטרטגיה לאומית לקידום החינוך הפיננסי בישראל, לקדם את החזון שאליו שואפת מדינת ישראל של חברה בעלת אוריינות פיננסית גבוהה, שפרטיה מקבלים החלטות פיננסיות מושכלות, המאפשרות רווחה כלכלית בת-קיימה. נציגי רשות ניירות ערך נטלו חלק בדיונים שהתקיימו לקראת גיבוש האסטרטגיה האמורה.

לשם הגשמת יעד החינוך הפיננסי יזמה הרשות, בין היתר, אתר אינטרנט ייעודי לחינוך פיננסי של הציבור ([www.kesef.org.il](http://www.kesef.org.il)) ובו מידע על שוק ההון, אפיקי השקעה נפוצים, מילון מונחים, ועוד. בכוונת הרשות להעמיק את פעולותיה בתחום החינוך הפיננסי, בין היתר תוך שימוש במדיה התקשורתית כדי להגיע לציבור רחב ככל הניתן.

## כללי

לצד הפרויקטים המהותיים הנזכרים לעיל בכוונת הרשות לבחון קידום של פרויקטים ויעדים נוספים, ובכלל זה המשך קידומה של הצעת החוק שנועדה להקנות לרשות סמכויות תקינה מנהליות; בחינת היקף הגילוי בקשר עם הלוואות שנטלו בעלי שליטה לרכישת מניות בחברות ציבוריות ושעבודים שהוטלו על מניות אלה; קידום הוודאות המשפטית, בין היתר באמצעות העלאת ניירות עמדה בסוגיות משפטיות והשקפה מסודרת של החלטות ועמדות סגל הרשות בחתכים שונים; הקמת קרן פיצויים למגזר הפיננסי לצורך פיצוי משקיעים כתוצאה מהתנהלות לא תקינה של גופים המספקים שירותים פיננסיים (כמקובל בארצות הברית, בקנדה, באוסטרליה ובמדינות באירופה המיישמות את ה-Investment Compensation Scheme Directive); ועוד.

## דה-רגולציה (הקלות ברגולציה)

### כללי

בשנים האחרונות חל גידול משמעותי בהיקף הרגולציה על שוק ההון. גידול זה בא לידי ביטוי בהסדרה של תחומים חדשים כמו גם בהרחבת הפיקוח על תחומים קיימים. הגידול בהיקף הרגולציה בשוק ההון אינו תופעה ייחודית לישראל, ולמעשה הוא משקף מגמה כלל עולמית. זאת ועוד, לעתים קרובות הרגולציה בישראל צועדת בעקבות הרגולציה במדינות המערב האחרות, במטרה להציב סטנדרטים של התנהגות ופיקוח שאינם נופלים מהמקובל בשווקים מפותחים. ואמנם, הרגולציה בתחום ניירות הערך בישראל זוכה להערכה רבה (בין היתר על ידי קרן המטבע הבינלאומית וארגון ה-OECD) כרגולציה שעומדת בשורה הראשונה של משטרי פיקוח מקבילים במדינות העולם.

במסגרת בחינה שוטפת של הרגולציה על ידי רשות ניירות ערך, מבקשת הרשות בראש ובראשונה לטפל במקרים הטעונים התערבות רגולטורית וכן לפתח את שוק ההון, לשם הגנה על ציבור המשקיעים. בחינה שוטפת של הרגולציה היא עיקרון בסיסי לאורו פועלות גם רשויות ניירות ערך במדינות אחרות. לנוכח הגידול שחל בהיקף הרגולציה בשנים האחרונות, והמשבר המתמשך עמו מתמודד שוק ההון, החליטה הרשות להקדיש משאבים נוספים לקידום בחינה יסודית יותר של הרגולציה בתחומי אחריותה. תכליתה של בדיקה זו היא זיהוי הקלות אפשריות בראיית הגורמים המפוקחים, תוך שמירת עניינו של ציבור המשקיעים. בהמשך לבדיקה זו, מפרסמת הרשות מתווה ראשוני להערות ציבור ובו הקלות שונות הנשקלות על-ידיה בתחומי הפעילות העיקריים.

מתווה ההקלות המפורסם להערות ציבור, בחלק II של מסמך זה, מתבסס על בחינה פנימית ועל פגישות רבות בשנה האחרונה עם פעילים שונים בשוק ההון, ובהם נציגי משקיעים, גורמים מפקחים ושומרי סף שונים, שהתבקשו או ביקשו מיוזמתם להעיר על הסדרה שיש מקום להקל בה. מתווה ההקלות כולל בתוכו התייחסות לתאגידיים מדווחים, קרנות נאמנות, תעודות סל ובעלי רישיון.

### מתווה ההקלות המפורסם להערות הציבור

בהתאם למתווה המפורסם להערות הציבור שוקלת הרשות שינויים בשלושה מישורים: הקלות לכלל הגורמים המפוקחים; הקלות לחברות קטנות; שינויים בהתנהלות הרשות.

#### (א) הקלות לכלל הגורמים המפוקחים

הרשות שוקלת שורה של תיקונים בדין הקיים, אשר השפעתם המצטברת צפויה להיות משמעותית. על ההקלות מסוג זה ניתן למנות ביטול כפילויות מסוימות בדרישות הגילוי, יצירת סטנדרטיזציה בסוגי דיווחים, והגברת הודאות המשפטית בנוגע לדרישות הדין. הקלות מסוג זה עשויות כמובן להועיל לגורמים המפוקחים ולציבור המשקיעים כאחד. כן מוצעות הקלות מקום בו זוהתה הכבדה יתרה על הגורמים המפוקחים, שעלותן עולה על התועלת

המתקבלת מהן. ההקלות נבחרו בקפידה כאשר חובתה של הרשות להגן על ציבור המשקיעים הינה נר לרגליה.

מבין עשרות ההקלות הנשקלות על-ידי הרשות ניתן לציין את ההקלות העיקריות הבאות: **בתחום התאגידים המדווחים** - הארכת התקופה להצעת ניירות ערך על פי תשקיף מדף מ-24 חודשים ל-36 חודשים, וביטול הוראות גילוי שונות מכוח תקנות דוחות כספיים, שאין עוד הצדקה לקיומן לאחר כניסת תקני ה-IFRS לתוקף.

**בתחום קרנות הנאמנות** - ביטול החובה העתידית להגיש דוחות כספיים של קרן בהתאם לכללי IFRS, כך שאופן עריכתם הנוכחי לא ישתנה, וצמצום רשימת האירועים המחייבים פרסום בעיתונות תוך נקיטה בחלופות הודעה זולות ואפקטיביות יותר.

**בתחום תעודות הסל** - הותרת הדיווח הכספי ברמת מנהל התעודה, כדי להימנע מעריכת דוחות כספיים נפרדים לכל תעודת סל לאחר השלמת המהלך של העברת תעודות הסל להסדרה תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות, והקלות באפשרויות השיווק והפרסום של תעודות הסל.

**בתחום בעלי הרישיון (יועצי השקעות, משווקי השקעות ומנהלי תיקים)** - בחינה מחדש של הוראת הרשות לבירור צרכי לקוח במטרה להשיג בירור יעיל וקצר; ביטול חובת המסירה המיידית של תיעוד ההליך; והפחתת תדירות חובת עריכת הליך עדכון צרכי לקוח, כך שתחול מדי שנתיים במקום שנה.

## **(ב) הקלות לחברות קטנות**

הרשות בחנה אם יש מקום לערוך מדרג רגולציה בין גורמים מפוקחים גדולים וגורמים מפוקחים קטנים, מעבר למדרג המובנה הקיים בהוראות הדין. מדרג זה מקובל במידה מסוימת במדינות שונות בעולם שאימצו הוראות דין מקלות יותר לגבי תאגידים קטנים.

הבחינה התמקדה בשאלה אם ראוי לבצע הבחנה כאמור בתחום התאגידים המדווחים. ישנם שיקולים רבים מדוע, ככלל, תחולת הדין אינה צריכה להיקבע כפועל יוצא של גודל התאגיד המנפיק. על שיקולים אלו ניתן למנות את התפיסה הבסיסית בתחום ניירות הערך לפיה הוראות הדין נגזרות בראש ובראשונה מצרכיו של ציבור המשקיעים, ולא מיכולתם של גורמים מפוקחים קטנים לעמוד בהן והחשש כי קביעת כללים מקלים לחברות קטנות תפגע באיכות הרגולציה ובהגנה על ציבור המשקיעים. מנגד עומד בעיקר הרצון לפתוח את שוק ההון לחברות קטנות יחסית, כדי לעודד צמיחה במשק ולגוון את אפשרויות ההשקעה של הציבור.

בשים לב למאפייניו של שוק ההון הישראלי, לרבות קיומן של חברות קטנות רבות (ואף חברות קטנות מאוד) והיעדר מנגנוני שוק מספקים לאכיפה וולונטרית של סטנדרטים גבוהים, סבורה הרשות כי קביעת כללים שונים בהתבסס על גודל החברות צריכה להתמקד במקרים הספורים בהם קיימת סבירות גבוהה כי פרמטר זה משקף באופן נאות את מאפייני התאגידים וצרכי המשקיעים בהם. תפישה זו תואמת את ההבחנות המהותיות הקיימות כבר היום במשטר הפיקוח החל על התאגידים המדווחים.

לאור האמור מוצע לשקול מספר הקלות בדין הקיים ביחס לתאגידיים מדווחים קטנים ולחברות ניהול תיקים קטנות. הקלות ספציפיות אלו משקפות את התפישה, כי ככלל, לא נמצא מקום לקבוע משטרי פיקוח שונים על בסיס גודל הגורם המפוקח, אלא בעיקר על בסיס מאפייני הפעילות שלו. הקלות עיקריות הנשקלות לתאגידיים מדווחים קטנים הן ביטול החובה לפרסם דו"ח על הבקרה הפנימית (iSox) ודו"ח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית בחברות קטנות, ומתן פטור מהוראות התוספת השניה לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים בעניין ניתוח סיכונים שוק ("דו"ח גלאיי") לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים הנובעים מהחזקה במכשירים פיננסיים נמוכה. הקלות עיקריות הנשקלות לחברות ניהול תיקים קטנות הן ביטול תחולת הוראות הרשות לבירור צרכי לקוח (כך שתחול רק החובה הקבועה בחוק בנדון) וצמצום חובת עדכון בירור צרכי לקוח, כך שתחול רק אם נודע לבעל הרישיון על קיומו של שינוי מהותי ללקוח. בנוגע לתאגידיים מדווחים, הועלו להערות ציבור גם שאלות בנוגע לאופן הגדרת "חברה קטנה", הקמת רשימת מסחר נפרדת לחברות קטנות, ודרך האישור של בחירה בהקלות לחברות קטנות.

בכוונת הרשות לבחון בנוסף מתן הקלות בנוגע להצעות ניירות ערך לציבור אשר יש בידן להקל בעיקר על חברות קטנות מאוד במשק אשר מבקשות שלא להיכלל תחת הרגולציה הקיימת מכוח חוק ניירות ערך. בעניין זה שוקלת הרשות להרחיב את הפטור מחובת פרסום תשקיף להצעות "קטנות" לציבור; לפרסם הבהרות לעניין אפשרות הפנייה לאיתור לקוחות כשירים; ולבחון מודל גיוס כספי ציבור בהיקפים קטנים על בסיס המודל האמריקאי החדש של Crowd-funding.

האפשרות להקל עם חברות מחקר ופיתוח, אשר תתואר בהמשך, מהווה גם היא חלק מהתפישה האמורה לפיה הרגולציה צריכה להיות מבוססת בעיקרה על מאפייני הפעילות וצרכי המשקיעים. לנוכח מאפייניה הייחודיים של פעילות המחקר והפיתוח, והפוטנציאל של פעילות זו בשוק ההון בישראל, יבחן צוות בין משרדי שהוקם למטרה זו אמצעים ומהלכים כדי להקל על חברות מחקר ופיתוח.

### (ג) שקיפות ההליך הרגולטורי ופישוט היישום וההטמעה של הרגולציה

בכוונת הרשות לערוך מספר שינויים בתהליכי עבודה הנוגעים לחידושים ברגולציה. שינויים אלו מתיישבים עם מאמציה הרבים של הרשות לפעול בשקיפות וביעילות:

(1) **הרחבת שיתוף הציבור בהליכי חקיקה** – בכוונת הרשות לפרסם נוהל מסודר ובו כללים לאורם תקיים הליכי חקיקה, תוך דגש על מתן זכות אפקטיבית לציבור להשמיע דברו במהלך גיבוש דברי החקיקה, עוד טרם הבאתם לכנסת. נוהל זה יעגן במידה רבה פרקטיקה קיימת תחת מסגרת ברורה יותר.

- (2) **מועד התחילה של הוראות חדשות** – בכוונת הרשות לקבוע ולפרסם כללים שיסייעו לגופים המפוקחים להטמיע באופן מסודר ואפקטיבי של הוראות דין חדשות.
- (3) **עיתוי פרסומי הרשות לגורמים המפוקחים** – הרשות תבחן למשך תקופת ניסיון את האפשרות לרכז פרסומים חדשים למועדים ידועים מראש שייקבעו על-ידה, על מנת להקל במעקב וביישום הפרסומים.

## פיתוח שוק

רשות ניירות ערך רואה בשוק ההון הישראלי מנוף חשוב לצמיחה כלכלית ומכשיר חיוני להקצאת מקורות יעילה במשק. משכך, הגדירה הרשות את פיתוח השוק כיעד מרכזי באסטרטגיה הרב-שנתית, והציבה על סדר יומה את הפרויקטים העיקריים הבאים:

### (א) קידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח

החברות הציבוריות שפועלות בתחום המחקר והפיתוח הם מנוע צמיחה לפיתוח שוק ההון בפרט והמשק הישראלי בכלל. מדינת ישראל נתברכה בחברות רבות הפועלות בתחום זה, אך חלקן מתקשות לגייס הון שיאפשר להן לעמוד באתגרים הפיננסיים המאפיינים את תחילת דרכן עד לגיבוש ולהשלמת פיתוח המוצר הסופי ויצירת תזרים הכנסות. קשיים אלה עלולים במקרים מסוימים להביא לפגיעה בפעילות המחקר והפיתוח של אותן חברות, ובמקרים אחרים, לעידוד התופעה של מכירת חברות ופעילויות בתחום ההיי-טק לידי משקיעים זרים, אשר בסופו של התהליך, באמצעות ביצוע הזרמות הוניות, קוטפים את פירות המחקר והפיתוח הישראליים.

בשני התרחישים נגרם נזק פוטנציאלי לכלכלה הישראלית, בשל פגיעה באפשרות כי חברות אלה יהפכו לחברות יצרניות המעסיקות עובדים ישראלים ומניבות הכנסות.

על רקע זה, נראה כי יש צורך בתמיכה בחברות מחקר ופיתוח ישראלי הרשומות למסחר או מבקשות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, בדגש על מתן הקלות והסרת חסמים בנגישות לשוק ההון המקומי לשם גיוס כספים הדרושים לחברות אלה כדי להשלים את הפיתוח ולהפוך לחברות עצמאיות בעלות יציבות בת-קיימא.

אשר על כן החליטה הרשות למנות ועדה בין משרדית שתבקש לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שונים אשר יש בהם כדי לאפשר תשתית תומכת לחברות המחקר והפיתוח, כך שדרכן של חברות אלה לגייס הון בבורסה, תהיה קלה יותר, וזאת מבלי להתפשר על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר. הוועדה תכלול נציגים מרשות ניירות ערך, מהבורסה, ממשרד המשפטים, מרשות המסים, מהמועצה הלאומית לכלכלה ומאגף שוק ההון. בימים הקרובים ייקבע הרכב חברי הוועדה, והיא תוכל להתחיל בעבודתה.

### (ב) מערכת הצבעות באינטרנט

רשות ניירות ערך רואה חשיבות בהגברת מעורבותם של בעלי המניות ומחזיקי אגרות חוב מקרב הציבור. מעורבות כאמור עשויה לבוא לידי ביטוי, בין היתר, בהשתתפות באסיפות ובתהליכי קבלת ההחלטות המסורות לבעלי המניות או למחזיקי האג"ח.

שיעור ההשתתפות של הציבור הרחב באסיפות הוא זניח. אחד ההסברים לכך נעוץ במשאבי הזמן הכרוכים בהוצאת אישור בעלות או החזקה בנייר הערך ובהגעה פיזית לאסיפה. לאור זאת, החליטה רשות ניירות ערך לפעול לעודד את מעורבות ציבור המשקיעים באמצעות הסרת החסם האמור, והחלה בפיתוח מערכת ממוחשבת חדשנית שתאפשר למחזיקי ניירות ערך להשתתף באספות כלליות ולהצביע מרחוק באמצעות האינטרנט בתהליך פשוט וללא עלויות.

תהליך הפיתוח הטכנולוגי נמצא בימים אלה לקראת שלבי סיום, ובכוונת הרשות לקדם תיקוני חקיקה שיאפשרו את הפעלת המערכת.

### **At the Market Offering (ג)**

מהלך נוסף שבוחנת הרשות בימים אלה במסגרת היעד של פיתוח שוק הוא האפשרות ליישם בישראל מנגנון הצעה לציבור שקיים בארה"ב ומכונה שם (ATM) At the Market Offering. מנגנון זה נועד לאפשר לתאגידים המעוניינים בכך למכור ניירות ערך – בין שנרכשו בעבר בשוק המשני ובין כאלה המוקצים לראשונה – בהיקפים קטנים במהלך המסחר השוטף בבורסה, ובכך לחסוך בעלויות ההנפקה.

בהתאם לכך, פרסמה הרשות לאחרונה נייר עמדה להערות ציבור, הכולל את עקרונות המנגנון ([http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_6606.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6606.pdf)), ובכוונתה לפעול ליישומו למשך תקופת ניסיון בישראל.

### **(ד) הכרה הדדית בתשקיפים ובדיווחים שוטפים**

בשנת 2011 הכירה רשות ניירות ערך האירופית (ESMA) ברגולציה הישראלית המסדירה את תוכנו וצורתו של תשקיף על פי חוק ניירות ערך. משמעות הכרה זו היא כי תשקיף ישראלי, בתוספת שורה של פריטים נוספים, יהיה בר הגשה ב-27 מדינות האיחוד האירופי, לצורך רישום למסחר של חברה ציבורית ישראלית בבורסה אירופית.

ההכרה ברגולציה הישראלית היא בבחינת תקדים באיחוד האירופי שכן זוהי הפעם הראשונה בה הפעיל ה-ESMA סמכות חדשה שהוענקה לו על פי דירקטיבת התשקיפים ודירקטיבת השקיפות האירופיות – להכיר במשטרי רגולציה מחוץ לאירופה כשקולים (equivalent). החלטה זו משקפת את ההערכה הבינלאומית בטיבה ואיכותה של הרגולציה הישראלית.

בימים אלה שוקד ארגון ESMA על כינון דירקטיבה נוספת שמטרתה לאחד את הכללים המסדירים את הדיווחים השוטפים של כל מדינות אירופה, כצעד נוסף לקראת קידום דיווח אחיד במדינות אירופה. עם כניסתה לתוקף של הדירקטיבה החדשה, תקדם הרשות הליך הכרה הדדית מול ESMA גם בהיבט הדיווחים השוטפים.



לצעד זה חשיבות עליונה בקידום שוק ההון הישראלי וקירובו לשווקים המתקדמים באירופה, והוא עשוי לתרום לפיתוח והרחבת אפשרויות הסחירות של חברות בארץ ובאירופה, במידה ותהיינה מעוניינות בכך.

קבלת רשות ניירות ערך ל-European Regional Committee (ERC) השנה, היא צעד חשוב נוסף בדרך להגשמת מטרה זו.

## (ה) איגוח

עסקאות איגוח (securitization) המתאפיינות בהנפקת ניירות ערך המגובים בתזרים ממקבץ נכסים הינן כלי מרכזי לפיזור והעברת סיכונים במערכת הפיננסית העולמית. עסקאות אלה מגדילות את יכולת גיוס ההון של גופים פיננסיים וחברות ומעניקות לציבור הלווים אפשרות השקעה מגובה בטוחות איכותיות. בישראל שוק האיגוח אינו מפותח. זאת בין היתר, בשל היעדר תשתית חוקית, מיסויית, רגולטורית וחשבונאית מתאימה לביצוע עסקאות איגוח. בעוד שבעולם שוק האיגוח דומה בגודלו לשוק איגרות החוב של חברות, בישראל שוק זה הינו מזערי ושוויו עומד על מיליארדי שקלים בודדים. בהשוואה בינלאומית שנעשתה בדוח לשנת 2009 על ידי ה-World Economic Forum, עמדה ישראל במקום ה-49 מבין 53 מדינות שנבדקו בקשר עם גודל שוק האיגוח. שוק האיגוח הקטן הקיים בישראל מורכב בעיקר משוק הליסינג של מכוניות וחסר בו שוק האיגוח העיקרי בעולם - איגוח משכנתאות ושוק הלוואות בנקאיות אחרות.

על רקע זה הוקם צוות בין-משרדי בהשתתפות נציגי בנק ישראל, רשות ניירות ערך, רשות המסים, משרד המשפטים ומשרד האוצר, שתפקידו לבחון כלים לקידום ופיתוח שוק האיגוח בישראל. הצוות גיבש טיוטת תיקון חקיקה מקיף, שמטרתו להקנות את הוודאות המשפטית והכלכלית הנדרשת להבטחת פעילותו התקינה של שוק האשראי בישראל באמצעות עסקאות איגוח, לקבוע באילו תנאים ניתן להציע לציבור אגרות חוב מגובות בנכסים במסגרת עסקת איגוח, ולהסדיר את היבטי המס הכרוכים בעסקאות מסוג זה. תיקוני החקיקה כוללים הצעה להתקנת חוק המחאת זכויות באיגוח, ותיקונים משלימים לחוק ניירות ערך ולפקודת מס הכנסה.

המלצות הצוות הבין משרדי יסייעו ליישם את מודל האיגוח בצורה נכונה וזהירה, ולהביא ליצירת כלי אמין ויעיל תוך יישום המסקנות העולות מהמשבר האחרון. כלי זה יעזור ליכולת פיזור הסיכונים בשוק ויתרום לשכלול של שוק ההון בישראל. זאת, תוך איזון בין האינטרסים השונים של היזם, לקוחותיו, החברה המנפיקה וציבור המשקיעים.

כצעד משלים לתיקוני החקיקה שהומלצו על ידי הצוות, בכוונת הרשות ליזום התקנת תקנות גילוי ייעודיות לתחום האיגוח.

## (ו) תעודות סל ממונפות

שוק תעודות הסל הממונפות באיזון על מדד ת"א 25 נשלט בשנים האחרונות על ידי מנפיק בודד, בשל היעדר הוראה בתקנון הבורסה המאפשרת הנפקות חדשות של תעודות סל ממונפות. מצב זה יצר אי-שוויון מהותי בשוק תעודות הסל, ומשכך פעלה הרשות בחודשים האחרונים למציאת פתרון שיאפשר פתיחת השוק לתחרות, מבלי שיהא בכך כדי לפגוע בתקינות המסחר בבורסה. לאחרונה, גיבשה הרשות בתיאום עם חברות תעודות הסל ועם הבורסה מודל שיאפשר כניסת שחקנים נוספים לשוק תעודות הסל הממונפות. בהסתמך על מודל זה צפויה הבורסה לקבוע בתקנון הוראות שיתירו הנפקות חדשות בתנאים שייקבעו.

## (ז) קרנות סל

במסגרת תיקון החקיקה שנועד להעביר את תחום תעודות הסל ממשטר של דיווח למשטר של פיקוח פועלת הרשות להסדיר פעילותו של מכשיר פיננסי חדש המכונה "קרן סל". קרן הסל תהיה קרן נאמנות מחיקה, שיחידותיה יירשמו למסחר בבורסה ורכישת יחידותיה תתאפשר במהלך המסחר בלבד. מטרת ההסדרה בתחום זה היא לבסס תשתית משפטית למכשיר פיננסי חדש, מקבילה ישראלית ל-ETF הנפוץ בחו"ל, אשר ירחיב את מגוון המוצרים הפיננסיים הקיים כיום, יאפשר תחרות הוגנת בין מוצרים תחליפיים ויהפוך את התחרות לאפקטיבית יותר.

## (ח) קרנות חוץ

על פי הדין הקיים רשאית רשות ניירות ערך לפטור מנהל קרן המבקש להציע בישראל יחידות של קרן חוץ מהוראות הדין הישראלי, כולן או מקצתן, אם נוכחה שחוקי המדינה שבה רשומה קרן החוץ מבטיחים די צורכם את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל. כלומר, לצורך הענקת הפטור האמור, ובמיוחד פטור מלא מהוראות הדין, צריכה הרשות לבחון את מערכת הדינים בכל מדינה שמנהלי קרנות שהקימו בה קרנות מעוניינים להציען בישראל. בחינה מעין זו קשה ובעייתית ליישום. עד כה לא ניתנו פטורים מהוראות החוק למנהלי קרנות חוץ.

התוצאה היא שלא הוצעו בישראל יחידות של קרן חוץ, למרות התועלת שעשויה לצמוח לציבור המשקיעים בישראל מפתחת שוק ההון המקומי למנהלי קרנות מחו"ל, לרבות ההשפעה שעשויה להיות לכך על הגברת התחרות בענף הקרנות, ומכאן על שכלולו.

בניסיון לתת מענה בנושא זה, נקבע בהצעת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 15), התשע"א-2010, כי יחידות של קרן חוץ לא יוצעו לציבור בישראל, ואולם שר האוצר רשאי לקבוע תנאים שבהתקיימם רשאית הרשות להתיר את הצעתן לציבור של יחידות קרן חוץ אשר מוצעות לציבור על פי אישור מאת הגוף המפקח במדינת המוצא. הוראות אלה הוצאו לפי שעה מנוסח ההצעה המונח על שולחן ועדת הכספים של הכנסת, עד לגיבוש הצעה לתקנות

כאמור, אשר תספק הגנה ראויה להנחת דעתה של הרשות לזכויותיהם של משקיעים מן הציבור.

על רקע זה בוחנת הרשות בימים אלה מול גורמי חוץ שהביעו עניין בהפצת קרנות חוץ בישראל, מתווה שיאפשר הסדרה של הצעת יחידות של קרנות חוץ בישראל, לשם שיפור התחרות בענף הקרנות, תוך הבטחת הגנה נאותה למשקיעים המקומיים.

### **(ט) הפחתת עמלות הפצה**

בעקבות המלצות ועדת בכר נקבע מודל תגמול בתחום הפצת קרנות הנאמנות, המבוסס על תשלום עמלות הפצה בידי היצרנים למפיצים, בשונה ממודל התגמול הנהוג לגבי ניירות ערך, המבוסס על תשלום בידי המשקיעים. כצעד משלים הותקנו תקנות שנועדו לקבוע את עמלות ההפצה המרביות שרשאים מפיצים לגבות ממנהלי קרנות נאמנות עבור הפצת קרנות. גובה תקרת העמלות משתנה בהתאם לסוג הקרן.

בפועל, המפיצים (רובם ככולם בנקים) גובים עמלות הפצה בשיעור המרבי, וכתוצאה מכך נוצר חסם בפני הפחתת דמי הניהול בקרנות הנאמנות.

מצב זה הביא את הרשות ליזום מהלך של הפחתת עמלות ההפצה המרביות, תוך יצירת מנגנון שיבטיח כי מנהלי הקרנות יגלגלו באופן מיידי את ההפחתה למשקיעים, למשך תקופה של חצי שנה לאחר אישור ההפחתה. לאחר תקופה זו תוסר המחויבות לגלגל את ההפחתה למשקיעים, אך ההנחה היא כי לנוכח התחרות העזה בין מנהלי הקרנות, יתייצבו דמי הניהול על רמה נמוכה משמעותית מזו המקובלת היום.

הפחתת עמלות ההפצה צפויה גם להקל על התשתית לכניסת קרנות חוץ לישראל, שנזכרה לעיל, והשוואת שיעורי העמלות על הפצת קרנות מנייתיות וקרנות אג"חיות צפויה להקטין את פוטנציאל ניגוד העניינים בייעוץ בבנקים.

### **(י) מערכת הפצה אלטרנטיבית**

נכון להיום הפצת קרנות הנאמנות מתבצעת רובה ככולה באמצעות המערכת הבנקאית. במטרה לשכלל את השוק, להגביר את התחרות, ולהיטיב עם המשקיעים – יזמה רשות ניירות ערך מהלך ליצירת אלטרנטיבה יעילה וזולה שתתחרה במערך ההפצה של קרנות הנאמנות הנהוג כיום.

מערכת ההפצה האלטרנטיבית תתאפיין בארבעה רכיבים: נגישות גבוהה לשירות (באמצעות אתר אינטרנט שיהיה פתוח לציבור הרחב); עלות מופחתת ללקוח בהשוואה לעלות הנגבית על ידי הבנקים; הקלת תהליך ההתקשרות לקבלת השירות; אבטחה של התהליך, כתוצאה ממעורבות הבנקים ומסלקת הבורסה.

המערכת תתפעל על ידי בנק ללא אוריינטציה קמעונאית, אשר זכה במכרז שערך איגוד מנהלי הקרנות. חיוב הלקוח וזיכוי יתבצעו מול חשבון הלקוח בחבר הבורסה.

תיקוני החקיקה האחרונים שנדרשו להפעלת המערכת הושלמו לאחרונה, ובכוונת הרשות לסייע על מנת שהמערכת תתחיל לפעול בקרוב.

#### **(יא) הגברת התחרות בשוק הברוקראז'**

במסגרת דיונים משותפים בין סגל הרשות לנציגי איגוד חברי הבורסה שאינם בנקים בנושא הגברת התחרות בשוק הברוקראז' הועלו מספר חסמים אשר מקשים על חברי הבורסה שאינם בנקים להתחרות במערכת הבנקאית במגזר משקי הבית ("לקוחות קמעונאיים"). הגורם המרכזי אשר מונע תחרות כאמור הינו העדר הסינוף בקרב חברי הבורסה שאינם בנקים, עובדה אשר יוצרת נגישות נמוכה של משקי הבית לבתי השקעות אלה. בכוונת הרשות לפעול על מנת לאפשר ללקוחות של בתי השקעות לפתוח חשבון ניירות ערך באמצעות האינטרנט במערכת סגורה באופן שיקל על היעדר הנגישות הפיזית של משקי הבית למשרדי בתי השקעות. אפשרות כאמור עשויה להקל באופן משמעותי על בתי ההשקעות לגייס לקוחות קמעונאיים באופן שתיווצר חלופה משמעותית למערכת הבנקאית.

#### **(יב) שיפור תהליך ריכוז הנפקות וסליקתן**

במהלך השנה האחרונה קידמה הרשות, יחד עם בנק ישראל, פרויקט אשר מטרתו להביא להתייעלות תהליכי ההנפקה ולצמצום הסיכונים הכרוכים בהליך סליקת ההנפקה.

סליקת הנפקות של ניירות ערך קונצרנים מרכזות פעולות בערכים כספיים גבוהים. בשנת 2011 בוצעו בישראל 130 הנפקות של ניירות ערך קונצרנים, בהן גויסו כ-32 מיליארדי ש"ח. התהליך מערב גורמים רבים, ובכלל זה – הבורסה, חברי הבורסה, חתמים, רכזי הנפקה, מסלקת הציקים, החברה לרישומים, הגופים המוסדיים, הציבור הרחב ורשות ניירות ערך – ומן ההכרח כי יתנהל באופן תקין, תוך ניסיון לצמצם סיכונים אפשריים. שלב המכרז בהנפקת ניירות ערך קונצרנים, לרבות שלב סליקת הכספים, מתבצע בישראל זה שנים רבות בתהליך ידני. לשם כך הוקמה ועדה בראשות רשות ניירות ערך ובנק ישראל, ובה חברים נציגים של הגופים הרלוונטיים – הבורסה לניירות ערך, הבנקים המסחריים, חתמים ורכזי הנפקה. הוועדה בחנה את תהליך המכרז וסליקת ההנפקה הנוכחיים, זיהתה את הסיכונים הכרוכים בו ועמדה על הצורך ברפורמה מקיפה בתהליכים האמורים.

במסגרת עבודת הוועדה התקיימו דיונים שמטרתם לשנות את תהליך ההנפקה הקיים ולהגדיר תהליך חדש שיהיה יעיל יותר ומופחת סיכונים.

התהליך החדש שהוגדר משנה את אופי התהליכים ממתכונת ידנית (הגשת הצעות במעטפות, דיסקטים, שליחים, עבודה ידנית) למתכונת ממוחשבת (שידור הזמנות, תוצאות ההנפקה והסליקה במערכות מחשב). לשם כך הוסכם כי מסלקת הבורסה לניירות ערך תבחן את האפשרות להקים מערכת מרכזית, אשר תרכז את העברת המידע והכספים בין חברי הבורסה

ורכזי ההנפקה עבור הגורמים השונים המעורבים בהנפקת ניירות ערך על מנת לצמצם סיכונים תפעוליים וסיכוני אשראי אשר קיימים בתהליך הקיים.

בבסיסה של הרפורמה עומד הרעיון לבצע את סליקת תמורת ההנפקה ישירות במערכת זה"ב – מערכת שבה הסליקה הנה מיידית וסופית, ובכך לצמצם במידה ניכרת את החשיפות המפורטות לעיל.

## טבלה מרכזת - פרויקטים עיקריים על סדר יומה של הרשות

טווח זמן מוערך ליישום (קצר, בינוני, ארוך)*	פרויקט	
ארוך	פיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים (PCAOB)	<b>הסדרה ענפית בתחומים שאינם מוסדרים כיום</b>
ארוך	הסדרת תחום ברוקר-דילר	
קצר	הסדרת תחום זירות מסחר	
בינוני	הסדרת תחום ייעוץ השקעות כללי (אנליזה)	
בינוני	הסדרת תחום חברות הדירוג	
בינוני	הסדרת תחום תעודות הסל – מעבר ממשטר דיווח למשטר פיקוח	
בינוני	הסדרת תחום ייעוץ למוסדיים	
בינוני	תחום החיתום	<b>שינויים בתחום החיתום ורישוי בעלי רישיון</b>
קצר	תחום רישוי מנהלי תיקים, יועצי השקעות ומשווקי השקעות	
בינוני-ארוך	שיפור הדוחות וקיצורם	<b>הסדרה בתחום התאגידים</b>
בינוני	מבחנים ותנאים לחלוקת דיבידנד	
קצר	מודל גילוי לחברות רישום כפול שמנפיקות אג"ח רק בישראל	
בינוני	איסור הטרמה	<b>אכיפה</b>
קצר	ממשל תאגידי בפעילות הבורסה ומסלקותיה	<b>בורסה</b>
קצר	עידוד השקעה בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח – פרסום המלצות הוועדה	<b>פיתוח שוק</b>
בינוני	הצעה לציבור At The Market (ATM)	
קצר	מערכת הצבעות באינטרנט	
בינוני	הכרה הדדית בתשקיפים ובדיווחים שוטפים	
בינוני	איגוח	
קצר	תעודות סל ממונפות	
בינוני	קרנות סל	
בינוני	קרנות חוץ	
קצר	הפחתת עמלות הפצה	
קצר	מערכת הפצה אלטרנטיבית	
בינוני	הגברת התחרות בתחום הברוקראז'	
קצר	מערכת סליקה אוטומטית	

\* טווח קצר – עד שנה; טווח בינוני – שנה עד שנתיים; טווח ארוך – מעל שנתיים.

הערה: השלמת הפרויקטים מחייבת במקרים רבים תיקוני חקיקה ראשית ומשנית, ומשכך אומדן לוחות הזמנים לביצוע הפרויקטים עשוי להשתנות בהתאם לקצב קידום החקיקה בכנסת ובוועדותיה.