

רשות ניירות ערך

הוראות לבעלי רשיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה

הוראה לפי סעיף 28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995

דברי הסבר

במהלך השנים האחרונות, עם התפתחות והתבגרות שוק ההון ולצד צמיחתם של אתרי האינטרנט הכלכליים, מגיעות לידיעת ציבור המשקיעים, יותר ויותר עבודות אנליזה הנערכות על ידי אנליסטים המועסקים בבתי השקעות ובבנקים מקומיים, כמו גם במוסדות פיננסיים זרים שלהם נציגויות בישראל. בנוסף, לא מעט עבודות אנליזה אשר נערכות על ידי גופים פרטיים ואשר משמשות את המזמינים אותן לצרכים שונים, מוצאות את דרכן אל ציבור המשקיעים.

במסגרת עבודת אנליזה מנתח האנליסט את פעילותו השוטפת של התאגיד ו/או את שווי החזקותיו ונכסיו, על פי מודלים כלכליים שונים, ובהתאם לתוצאות ניתוח זה הוא ממליץ, למשל על ביצוע פעולה ביחס לניירות הערך של התאגיד הנסקר - קנייה שלהם מקום בו מחיר השוק של ניירות הערך נמוך מהשווי על פי המודל הכלכלי בו נעשה שימוש, או מכירה של ניירות הערך מקום בו מחיר השוק גבוה מהשווי הכלכלי שלהם.

עבודות האנליזה האמורות נערכות, ברוב המקרים, בעקבות אירוע מהותי בחיי התאגיד שביחס לניירות הערך שלו מבוצעת עבודת האנליזה - פרסום דו"חות כספיים, עסקה מהותית, רכישת פעילות וכיו"ב או באופן שוטף. במסגרת עבודות האנליזה מתייחסים האנליסטים לפרטים שונים הנוגעים לתאגיד ולהשפעתם על ביצועיו הכספיים.

בעבודות אנליזה יש משום הבעת עמדה והמלצה בנוגע לכדאיות השקעה בניירות ערך של חברות ציבוריות, ומשכך, הן מהוות "ייעוץ השקעות" לפי החוק. לפיכך, **האנליסטים מחויבים להיות בעלי רישיון** וכפופים לכל החובות המוטלות על בעלי רישיון. יש לציין, כי בארה"ב נדרשים האנליסטים לרישיון מיוחד וזאת לאחר שהם עוברים שתי בחינות (Series 86/87) המקיפות שני תחומים - ניתוח חברות והערכתן ואתיקה מקצועית.

יחד עם זאת ישנם אנליסטים שפעילותם אינה טעונה רישוי, לפי הוראות סעיף 3 לחוק, לדוגמא - אנליסט שעבודותיו מופנות אך ורק למי שמנוי בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך פטור מרישיון לפי סעיף 3(א)(11) לחוק, ולכן הוראה זו אינה חלה עליו. כך, גם אנליסט המפרסם עבודותיו רק בכלי תקשורת, פטור מרישיון לפי סעיף 3(א)(4) לחוק הקובע כי ייעוץ השקעות בכלי תקשורת פטור מרישיון.

מטרתה של ההוראה היא להביא למתן גילוי לציבור המשקיעים בישראל מקום בו ישנו חשש לניגוד עניינים, אם מצד מכין עבודת האנליזה ואם מצד בית ההשקעות בו הוא מועסק, ניגוד עניינים אשר עלול להשפיע על שיקול דעתו של מכין עבודת האנליזה.

אמנם, סעיף 15 לחוק קובע כלל של גילוי נאות לגבי ניגודי עניינים, אך לאור החשיבות והמשקל שמייחסים המשקיעים בשוק ההון למידע ולהמלצות המובאים בעבודות האנליזה, והעובדה כי חלקם נסמך גם על עבודות אלה בעת ביצוע פעולה בניירות ערך, סבורה רשות ניירות ערך כי יש להביא לידיעת המשקיעים מידע מפורט אודות האפשרות לקיום מצב של ניגוד עניינים אצל האנליסטים המכינים את עבודות האנליזה ו/או אצל בתי ההשקעות, הבנקים והמוסדות הפיננסים הזרים בהם הם מועסקים.

ניגוד העניינים בו מדובר מתבטא, ברוב המקרים, בפעולות של בתי ההשקעות והבנקים המסחריים בהם מועסקים האנליסטים. בתי ההשקעות והבנקים מספקים שירותים פיננסיים שונים ללקוחות הפועלים בשוק ההון ופעילות זו יוצרת לעיתים ניגוד עניינים מול פעילותם של האנליסטים.

החשש מניגוד עניינים אצל האנליסטים עלה בשש השנים האחרונות על סדר היום בשוקי ההון העולמיים, ובארה"ב לבדה נתגלו לא מעט פרשיות של הטיות חמורות שבוצעו בעבודות האנליסטים בשל ניגוד עניינים בין עבודתם לבין תחומים נוספים בהם פעלו בתי ההשקעות בהם הם הועסקו, כך שחלק מעקרונות ההוראה שלהן מושתת על לקחי פרשיות אלו בארה"ב, פרשיות אשר הביאו גופים כמו ה-NASD וה-NYSE האמריקאים לקבוע כללים ברורים ביחס לעבודות אנליזה.

הרציונל לקביעת מסגרות מיוחדות לפעילותם של האנליסטים נובע מהצורך להגן על ציבור המשקיעים, וזאת, בשל החשש לניגוד עניינים והעובדה שמרבית עבודותיהם של האנליסטים המועסקים בבתי השקעות ובבנקים הן זמינות ומתפרסמות לציבור, בין באמצעות העיתונות הכלכלית (הן האלקטרונית והן הכתובה) ובין באמצעות צינורות הפצה אחרים (למשל, באמצעות אתרי אינטרנט של בתי ההשקעות והבנקים).

ההוראות:

הגדרות

בהוראה זו:

"**בן משפחה**" - "כהגדרתו בחוק ולמעט קרוב".

"**דירקטור**" - "כהגדרתו בחוק החברות".

"**החזקה מהותית**" - "החזקה אשר היא בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד".

"**הנפקה פרטית**" - "הנפקת ניירות ערך של תאגיד ציבורי אשר אינה הצעה לציבור".

"**הצעה לציבור**" - "כהגדרתה בחוק ניירות ערך".

"**חשבון נוסטרו**" - "כהגדרתו בתקנה 33 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970".

"**מועד הפרסום**" - המועד בו נמסרה לראשונה עבודת אנליזה למי שאינו מועסק בתאגיד המורשה או מועד מסירתה לאחר על ידי בעל רישיון שהכין אותה, אם הוא אינו מועסק בתאגיד מורשה".

"**מחיר יעד**" - "המחיר בבורסה אליו צפוי להגיע נייר הערך נושא עבודת האנליזה במועד עתידי לאחר מועד הפרסום על פי הערכתו של מכין עבודת האנליזה או המחיר הכלכלי של נייר הערך נושא העבודה במועד הפרסום על פי הערכתו של מכין עבודת האנליזה, כפי שבאה לידי ביטוי בה".

"**נושא משרה**" - "כהגדרתו בחוק החברות".

"**נכס בסיס**" - "כהגדרתו בסעיף 64 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994".

"**עושה שוק**" - "כהגדרתו בתקנון הבורסה לניירות ערך בתל אביב".

"**עבודת אנליזה**" - "מסמך הכולל ניתוח ניירות ערך של תאגיד ציבורי מסוים או של מספר תאגידיים ציבוריים הפועלים בענף מסוים, ואשר מספק לקורא מידע ו/או מחיר יעד עליו הוא יכול לבסס החלטה בדבר כדאיות ההשקעה בניירות הערך האמורים, ואשר לא מיועד ללקוח מסוים".

"עסקה חריגה" - "כהגדרתה בחוק החברות".

"קבוצת התאגיד הנסקר" - התאגיד הנסקר, בעל השליטה בו, במישרין ובעקיפין, ותאגיד המוחזק על ידי כל אחד מאלה".

"קרוב" - "בן משפחה כהגדרתו בחוק הגר עם בעל הרישיון או שפרנסתו עליו".

"שכר" - לרבות תנאים נלווים לשכר, כגון החזקת רכב, טלפון, תנאים סוציאליים, הפרשות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, וכל הכנסה שנזקפה לשכר בשל מרכיב שהוענק לעובד".

"תאגיד מורשה" - "תאגיד בעל רישיון לפי החוק או תאגיד בנקאי כמשמעותו בחוק הבנקאות (רישוי) הרשאי לעסוק בייעוץ השקעות".

"תאגיד נסקר" - "התאגיד הציבורי נשוא עבודת האנליזה".

"תאגיד ציבורי" - "תאגיד מדווח כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תאגיד שהוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך חלות עליו או תאגיד שהתאגד מחוץ לישראל ומניותיו הוצעו לציבור בישראל".

"תאגיד קשור" - "תאגיד הנשלט על ידי התאגיד המורשה, תאגיד השולט בתאגיד המורשה או תאגיד הנשלט על ידי תאגיד כאמור".

"תגמול" - "לרבות התחייבות למתן טובת הנאה, בין במישרין ובין בעקיפין, ולרבות סכום כסף וכל דבר שהוא שווה כסף, שכר, מענק, דמי ניהול, דמי ייעוץ, דמי שכירות, עמלה, ריבית, תשלום מבוסס מניות, תגמול פרישה שאינו תשלום פנסיוני, טובת הנאה וכל הטבה אחרת, והכל למעט דיבידנד".

א. גילוי נאות מטעם בעל רישיון המכין עבודת האנליזה

1. בעל רישיון המכין את עבודת האנליזה יכול בה גילוי על כל ניגוד עניינים שלו, במישרין או בעקיפין, במועד הפרסום של עבודת האנליזה. מבלי לפגוע בכלליות האמור, המקרים שלהלן טעונים גילוי:

א. גילוי אם הוא או קרובו מחזיקים בניירות הערך של התאגיד הנסקר ו/או בניירות ערך של תאגיד השולט בתאגיד הנסקר ואשר עסקי התאגיד הנסקר מהותיים עבורו ו/או בניירות ערך של תאגיד שמהווה החזקה מהותית של התאגיד הנסקר ו/או בנכס פיננסי שנכס הבסיס בו הוא נייר ערך של התאגיד כאמור.

ב. גילוי אם לו או לקרובו קשר עסקי או קשר מקצועי לתאגיד הנסקר ו/או להחזקה מהותית של התאגיד הנסקר ו/או לבעל השליטה בתאגיד הנסקר.

ג. גילוי אם הוא או קרובו, משמש כנושא משרה, יועץ או נותן שירותים בקבוצת התאגיד הנסקר.

ד. גילוי אם הוא או קרובו, מקבלים תגמול מקבוצת התאגיד הנסקר.

ה. גילוי אם הוא או קרובו קיבלו תמורה כלשהי מקבוצת התאגיד הנסקר בעד מתן שירותים ומכירת מוצרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום, או שהם צפויים לקבל, לאחר מועד הפרסום של עבודת האנליזה, תגמול בהיקף מהותי מקבוצת התאגיד הנסקר.

ו. גילוי כנדרש בסעיפים קטנים א' עד ה' יינתן גם ביחס לבן משפחה של בעל הרישיון המכין את עבודת האנליזה, בשינויים אלה:

1. המידע יינתן אם הוא ידוע למכין עבודת האנליזה;

2. גילוי בעניין מתן תגמול כאמור בסעיף קטן ד' יינתן רק כאשר הוא מהותי למקבל התגמול.

2. א. בעל רישיון המכין עבודת אנליזה יכלול בה גרף המציג את השינוי שחל במחיר נייר הערך נשוא העבודה לאורך שלוש השנים שקדמו למועד הפרסום. על הגרף יסומנו המועדים בהם מכין עבודת האנליזה או בית ההשקעות בו הוא מועסק, העניק או שינה המלצה מפורשת או מחיר יעד לנייר הערך האמור, לרבות פרטי השינוי. ככל שניתן מחיר יעד לנייר הערך האמור, יפורט מחיר זה והמועד אליו הוא מתייחס.

ב. גרף כאמור בסעיף קטן א' יצורף רק לעבודת אנליזה שעניינה נייר ערך המסוקר ע"י מכין עבודת האנליזה או בית ההשקעות בו הוא מועסק, במשך תקופה בת 12 חודשים לפחות טרם מועד הפרסום.

3. א. מכין עבודת האנליזה יכלול בה פרטים מזהים על עצמו, לרבות שמו, כתובתו, פרטי השכלתו וניסיונו.

ב. היה מכין עבודת האנליזה מועסק בתאגיד מורשה, יצוין על גבי עבודת האנליזה שמו לצד פרטיו של התאגיד המורשה; לעניין סעיף זה - פרטי התאגיד המורשה, לרבות שמו, כתובתו ומספר הטלפון שלו.

4. מכין עבודת האנליזה יכלול בה את הפרטים הבאים :

- א. שיטות ההערכה בהן הוא עשה שימוש לשם חישוב מחיר היעד והסיכונים השונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד.
- ב. גילוי אודות מועד הפרסום של עבודת האנליזה ; ואולם, אם מכין עבודת האנליזה מועסק בתאגיד מורשה, ייכלל גילוי זה במסגרת הגילוי הניתן על ידי התאגיד המורשה.

ב. גילוי נאות מטעם תאגיד מורשה (במידה ומכין עבודת האנליזה עובד בתאגיד מורשה).

- 1. תאגיד מורשה יכלול בעבודת אנליזה גילוי על כל ניגוד עניינים שלו, במישרין או בעקיפין, במועד הפרסום של עבודת האנליזה. מבלי לפגוע בכלליות האמור, המקרים שלהלן טעונים גילוי :
 - א. גילוי באם התקיימה הנפקה פרטית או הצעה לציבור של ניירות ערך של קבוצת התאגיד הנסקר שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או ייעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים, במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום.
 - ב. גילוי באם הוא קיבל במהלך 12 החודשים האחרונים, או שהוא צפוי לקבל, לאחר מועד הפרסום של עבודת האנליזה, תגמול בהיקף מהותי מקבוצת התאגיד הנסקר.
 - ג. גילוי אם במועד הפרסום הוא או תאגיד קשור שלו משמש כעושה שוק בניירות הערך של התאגיד הנסקר.
 - ד. גילוי אם במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, הוא או תאגיד קשור אליו החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר ; לעניין סעיף זה - במקום בו היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים בחשבונות הנוסטרו או החשבונות המנוהלים כאמור, לבין ההון העצמי של התאגיד המורשה על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו עולה על 1%, קיימת חזקה שמדובר בהחזקה מהותית.

ביחס לתאגיד קשור, יינתן הגילוי, למיטב ידיעת התאגיד המורשה; גילוי כאמור יינתן בנפרד ביחס לניירות ערך המוחזקים במועד הפרסום וביחס לניירות ערך המוחזקים במועד מוקדם יותר.

ה. גילוי אם במועד פרסום עבודת האנליזה החזיק בעל השליטה בתאגיד המורשה החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

2. היה התאגיד המורשה חלק מקבוצה בינלאומית, יהיה התאגיד המורשה פטור מיישום הוראה זו כפוף לכל אלה:

- א. מקום עיקר פעילות הקבוצה הבינלאומית הוא בחו"ל;
- ב. לרשות קיים מזכר הבנה כמשמעותו בסעיף 1א54 לחוק ניירות ערך עם רשות החוץ של המדינה בה עיקר הפעילות של הקבוצה הבינלאומית;
- ג. הקבוצה הבינלאומית כפופה במקום עיקר פעילותה לדרישות ולדינים הנוגעים לגילוי בעבודות אנליזה; לעניין זה - לרבות דרישות ודינים המוחלים על הקבוצה הבינלאומית על ידי מי שרשאי לתת דרישות כאמור על פי דין במדינה בה עיקר פעילותה של הקבוצה הבינלאומית.
- ד. התאגיד המורשה פועל על פי הדרישות והדינים כאמור בסעיף קטן ג';
- ה. יינתן גילוי במסגרת עבודת האנליזה לדרישות ולדינים כאמור בסעיף קטן ג'.

ג. פסקת גילוי

1. כל עבודת אנליזה תכלול פסקת גילוי נפרדת בה יובאו פרטי הגילוי הנדרשים על פי הוראה זו.
2. עבודת אנליזה אשר פסקת הגילוי שלה לא תוצג בעמוד הראשון, תכלול בעמוד הראשון הפניה מפורשת למיקומה המדויק של פסקת הגילוי.
3. גודל האותיות המודפסות המהוות את המלל המופיע בפסקת הגילוי יהיה זהה לגודל האותיות המודפסות המהוות את המלל המופיע בגוף עבודת האנליזה.
4. כל עבודת אנליזה תכלול גילוי אודות מועד עריכתה ופרסומה.

ד. עצמאות שיקול דעת

כל עבודת אנליזה תכלול הצהרה של מכין העבודה, בהתאם לנוסח המופיע בתוספת הראשונה, על כך שהמידע המוצג בה משקף נאמנה את דעתו האישית.

תוספת ראשונה

"אני, _____ (שם מכין העבודה), בעל רישיון מס' _____, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה

וי אלול, התשס"ח
18 בספטמבר, 2007

החלטת מליאת הרשות:

החלטה בעניין אי נקיטת הליכים בקשר עם בעלי רישיון שנותנים שירותי אנליזה

בהמשך להוראה לפי סעיף 28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן - "חוק הייעוץ"), אשר פורסמו באתר רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות"), ונקבעו בהן דרישות הגילוי בדבר ניגודי עניינים אצל בעלי רישיון העוסקים בהכנת עבודות אנליזה (להלן - "הוראת ניגודי העניינים"), ועד לתיקון חקיקה בעניין זה, להלן החלטת הרשות באשר לאי אכיפת חלק מהוראות חוק הייעוץ בנוגע לשירותים כאמור.

לעניין זה, "עבודת אנליזה" - כמשמעותה בהוראת ניגודי העניינים.

הרשות סבורה כי חלק מהוראות חוק הייעוץ במתכונתו הנוכחית אינן מתאימות להסדרת עבודתם של האנליסטים, ואינן עולות בקנה אחד עם טיב העיסוק המדובר, שהרי בדרך כלל עבודת האנליזה מופצת בהפצה רחבה, קבוצת הלקוחות אינה סגורה וזהות הלקוחות אינה ידועה מראש.

לפיכך, מודיעה הרשות כי אין בכוונתה לנקוט הליכים משמעותיים ביחס לאי קיום הוראות סעיפים 12 (שעניינו התאמת השירות לצרכי הלקוח), סעיף 13 (שעניינו הדרישה להסכם בכתב) וסעיף 15 (שעניינו הסדרת הפעילות במצב של ניגוד עניינים), כלפי בעל רישיון בעיסוקו כנותן שירותי אנליזה, אם קיים את הוראות ניגודי העניינים.

החלטה זו נועדה להסיר אי בהירות, ככל שקיימת כזו, ביחס לעבודת האנליסט, וזאת עד לתיקון חקיקה בנושא זה. במסגרת תיקון כאמור, מוצע לקבוע כי מבצעי עבודת אנליזה יהיו פטורים מתחולתם של שלושת הסעיפים האמורים, ובלבד שקיימו את הוראת ניגודי העניינים.