

GROSS G K H

— גרוס ושות' עורכי דין —

עבודות אנליזה והיבטי חוק הייעוץ

וובינר ACC

יולי 2022

- אנליזה כייעוץ השקעות
- אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידים מדווחים
- אחריות וחשיפות
- הצעה לתיקון חוק הייעוץ - ייעוץ השקעות כללי

תוכן עניינים

- "ייעוץ השקעות" כולל כל מתן ייעוץ בנוגע לכדאיות השקעה בניירות ערך ובנכסים פיננסיים, ללא הבדל באופן מתן השירות.
- האם אנליזה היא ייעוץ השקעות הטעון רישיון לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995?
- **Lowe v. SEC** (ארה"ב, 1985) –
 - דעת הרוב - אין מניעה לפי החוק לפרסם ניוזטלרים המכילים מידע בדבר ביצוע השקעה אשר אינם מותאמים באופן מיוחד ואישי ללקוח מסוים.
 - שלושה שופטים הסכימו לתוצאה אך סברו שהביטוי מוגן מכוח חופש הביטוי.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

▪ **"עבודת ניתוח"** (עבודת אנליזה), הוגדרה בחוק כ-

"מסמך הכולל ניתוח של ניירות ערך או נכסים פיננסיים, המספק מידע מנומק או מחיר יעד שעליו ניתן לבסס החלטה בדבר כדאיות של השקעה, החזקה, קנייה או מכירה של ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים האמורים."

▪ במסגרת עבודת אנליזה מנתח האנליסט את פעילותה השוטפת של החברה ו/או את שווי החזקותיה ונכסיה ובהתאם ממליץ על ביצוע פעולה פוזיטיבית ביחס לניירות הערך של החברה.

▪ במסגרת עבודות האנליזה מתייחסים האנליסטים לפרטים שונים הנוגעים לחברה ולהשפעתם על ביצועיה הכספיים.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

- בשנת 2013 רשות ניירות ערך פרסמה נוסח חדש **להוראה בדבר חובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה.**

הוראת האנליזה – "מקלה או מחמירה"?

- **הוראת הרשות קובעת כי "עבודת אנליזה" הינה:**

"מסמך הכולל ניתוח ניירות ערך של תאגיד ציבורי מסוים או של מספר תאגידים ציבוריים הפועלים בענף מסוים, או של ניירות ערך שהונפקו על ידי הממשלה, ואשר מספק לקורא מידע ו/או מחיר יעד עליו הוא יכול לבסס החלטה בדבר כדאיות ההשקעה בניירות הערך האמורים, ואשר לא מיועד ללקוח מסוים".

- ההוראה חלה מ"מועד הפרסום" – הוצאת האנליזה מחוץ לתאגיד המורשה.

- לפי הוראת הרשות, עבודת אנליזה מהווה ייעוץ השקעות הטעון רישיון לפי חוק הייעוץ.

- **חריגים** – אנליסט שעבודותיו מיועדות ללקוחות כשירים או פרסום בכלי התקשורת בלבד.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

- מטרתה של ההוראה היא להביא למתן גילוי מפורט לציבור המשקיעים בישראל מקום בו ישנו חשש לניגוד עניינים.
- ההוראה מפרטת מקרים ספציפיים הטעונים גילוי, כגון:
 - גילוי בדבר קיומו של אשראי;
 - גילוי בדבר החזקה בנוסטרו ובחשבונות מנוהלים.
- **חריג** - נטרול פוטנציאל ניגוד העניינים באמצעות הפרדה מבנית מפוקחת היוצרת "חומות סיניות" בין האנליסט לבין פעילות ההשקעות/האשראי של הגוף המסוקר.
- הרציונל – דרישה לגילוי תחשוף את האנליסט למידע שלא היה ידוע לו קודם לכן ויוצרת פוטנציאל להשפעה על תוכן עבודתו.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

- הנוסח של הוראת הרשות מתאים את ההוראה למצבים בהם החשש לניגוד עניינים אינו קיים עקב קיומה של הפרדה רגולטורית הקיימת בתאגידים מסוימים.
- כך למשל, הוראת הרשות קובעת כי תאגיד בנקאי ותאגיד הנשלט על ידי תאגיד בנקאי יהיו **פטורים מגילוי בדבר קיומו של אשראי ומגילוי בדבר החזקה בנוסטרו ובחשבונות מנוהלים**.
- לאור הוראות רגולציה הקובעות חובה בהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית בין פעילות הנוסטרו ופעילות האשראי לבין האנליסט ומערך הייעוץ.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

- התאגיד הפטור נדרש לציין את העובדה כי הוא אינו נדרש לתת גילוי כאמור, משום שהוא מקיים הפרדה מבנית, מקצועית ורגולטורית וכן להציג בקצרה את מהות ההפרדה המבנית המתקיימת אצלו.
- ואולם, הפטור האמור **לא יחול** על שני המקרים הבאים:
 - מידע שנדרש לתת לגביו גילוי לציבור בהתאם להוראות חוק ניירות ערך והתקנות שהותקנו מכוחו (למשל, היותו בעל עניין בתאגיד הנסקר);
 - גילוי על ניגוד עניינים שידוע למכין עבודת האנליזה בעת הכנתה.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

- לעניין המידע הידוע לאנליסט, בהוראת הרשות קיימת חזקה לפיה, כל מידע שפורסם במגנ"א בקשר לתאגיד הנסקר, וביחס לבעל השליטה בו או לתאגיד הנשלט על ידו – נחשב מידע אשר ידוע למכין עבודת האנליזה.
- כמו כן, מצופה ממכין העבודה להיות מעודכן בכל ענין מהותי בנוגע לתאגיד הנסקר שפורסם בעיתונות כלכלית מובילה.
- מידע זה עליו לגלות גם אם לא פורסם במגנ"א.
- לפיכך, עשוי האנליסט בסבירות גבוהה להיחשף בפועל למידע בדבר קיומו של ניגוד עניינים בין התאגיד המסקר לבין התאגיד הנסקר/קשור לו.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

■ הנוסח החדש להוראת הרשות כולל שני "תיקונים מקלים":

1. הרחבת תחולת ההוראה לעבודות אנליזה המתייחסות לניירות ערך הנסחרים בבורסה זרה ולניירות ערך ממשלתיים;

2. צמצום חובת הגילוי אודות החזקה מהותית של בעל השליטה בתאגיד המסקר בסוג כלשהו של ניירות ערך של התאגיד המסקר.

■ הגילוי יידרש רק אם ההחזקה הינה "החזקה מהותית" שמידע בגינה פורסם במגנ"א.

■ **"החזקה מהותית"** – "החזקה אשר היא בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד המחזיק."

■ **תשומת הלב** כי אין בכך כדי לפגוע בחובת האנליסט להציג מידע על קיומו של ניגוד עניינים בין בעל השליטה בתאגיד המסקר לבין התאגיד הנסקר, אם מידע זה ידוע לו בפועל.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

גילוי נאות מטעם בעל רישיון המכין עבודת האנליזה

- גילוי על כל **ניגוד עניינים** שלו, שאינו זניח, אשר הוא יודע עליו/יש לו חשש לקיומו במועד הפרסום של עבודת האנליזה;
 - **החזקה בניירות ערך** של התאגיד הנסקר;
 - **קיומו של קשר עסקי או מקצועי** לתאגיד הנסקר;
 - כהונה **כנושא משרה, יועץ או נותן שירותים** בקבוצת התאגיד הנסקר;
 - **קבלת תגמול** מקבוצת התאגיד הנסקר;
 - **קבלת תמורה** מקבוצת התאגיד הנסקר **בעד מתן שירותים ומכירת מוצרים** במהלך 12 החודשים שקדמו לפרסום.
- **ניגוד עניינים של התאגיד המורשה בו הוא מועסק** ביחס לנייר ערך נשוא עבודת האנליזה ו/או ביחס לתאגיד הנסקר.
- **תשומת הלב** כי המידע יינתן גם ביחס לבן משפחה של מכין עבודת האנליזה, אם הוא ידוע לו; לעניין זה, גילוי בקשר למתן תגמול יינתן רק כאשר הוא מהותי למקבל התגמול.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

גילוי נאות מטעם בעל רישיון המכין עבודת האנליזה

- במקרה שעבודת אנליזה עוסקת בנייר ערך המסוקר במשך תקופה בת 12 חודשים לפחות טרם מועד פרסומה –
- **גרף המציג את השינוי שחל במחיר נייר הערך** נשוא העבודה לאורך שלוש השנים שקדמו למועד הפרסום;
- סימון המועדים בהם האנליסט העניק/ שינה המלצה מפורשת/מחיר יעד לנייר הערך האמור, לרבות פרטי השינוי.
- ככל שניתן מחיר יעד לנייר הערך האמור, יש לפרט את המחיר והמועד אליו הוא מתייחס.

- גילוי אודות **שיטות ההערכה** בהן השתמש לצורך חישוב מחיר היעד **והסיכונים** השונים שעשויים להשפיע על מחיר היעד מהותית;

- גילוי אודות **מועד הפרסום** של עבודת האנליזה.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

גילוי נאות מטעם תאגיד מורשה (במידה ומכין עבודת האנליזה מועסק בתאגיד מורשה)

- גילוי על כל **ניגוד עניינים** שלו/תאגיד קשור לו, שאינו זניח, שהוא יודע עליו/יש לו חשש לקיומו במועד הפרסום של עבודת האנליזה, לרבות:
 - גילוי בדבר **הנפקה פרטית/הצעה לציבור** של ניירות ערך.
 - גילוי בדבר **קיומו של אשראי**.
 - גילוי בדבר **החזקה בנוסטרו ובחשבונות מנוהלים**.
 - גילוי במידה ובמועד הפרסום הוא/תאגיד קשור שלו **משמש כעושה שוק בניירות הערך** של התאגיד הנסקר.
 - גילוי בדבר **החזקה מהותית** בניירות הערך נשוא עבודת האנליזה (ככל שהמידע פורסם במגנ"א).

ההוראה בעניין גילוי נאות **לא תחול** על תאגיד מורשה שהינו חלק מקבוצה בינלאומית שמקום פעילותה בחו"ל, בכפוף לתנאים שנקבעו בהוראה.

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

פסקת גילוי

- בכל עבודת אנליזה נדרש לכלול גילוי על אודות **מועד עריכתה ופרסומה**.

עצמאות שיקול הדעת

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

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

האנליסט כפוף לחובות המוטלות על מי שהוא בעל רישיון יועץ, כיוון שפעילותו מהווה "ייעוץ השקעות" כהגדרתו בחוק, כגון:

- **חובות אמון** לפיהן עליו לפעול לטובת לקוחותיו באמונה ובשקיטה, מבלי להעדיף את ענייניו האישיים או ענייניו של האחר על פני טובת הלקוח (סעיף 11).
- **איסור קבלת טובת הנאה** במישרין/בעקיפין, למעט במקרים שקבעה הרשות (סעיף 17).
- **מגבלות על ביצוע עסקאות** לגבי נכסים פיננסיים מסוימים וכן התקשרות בהסכם חריג שאינו במהלך העסקים הרגיל (סעיפים 17א, 17ב).

עם זאת, כל עוד דרישות הוראת הרשות מתקיימות, מכין עבודת האנליזה **פטור** מהוראות מסוימות בחוק:

- הסכם בכתב (סעיף 13);
- בירור צרכים (סעיף 12);
- גילוי והסכמה במקרים של ניגוד עניינים (סעיף 15).

אנליזה כמתן ייעוץ השקעות

איסור שימוש במידע פנים

מגבלות על מקבל המידע

- סעיף 52ב לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, קובע **איסור על שימוש במידע פנים**. בין האיסורים:
- מתן חוות דעת על נייר ערך לאדם אשר יש יסוד סביר להניח כי ינצל את חוות הדעת לצורך עסקה או ימסור אותה לאחר, מהווה שימוש במידע פנים.

מגבלות על התאגיד המדווח

- פרסום מידע חלקי או אחר מהמידע הנדרש על פי החוק שלא בהתאם להוראות חוק ניירות ערך עלולה להביא להטעיית הציבור ולפערי מידע בין הציבור הרחב לבין קבוצה מצומצמת של מקורבים.
- **בעמדה משפטית 104-4** נקבע כי על תאגידים מדווחים להימנע מפרסום מידע המצוי ברשותם ושיש להגישו לרשות במסגרת דיווחיהם על פי החוק והתקנות, בטרם הגשת מידע זה לרשות במתכונת ובמועדים שנקבעו לכך.

אנליזה ומגבלות | בהנפקות תאגידים מדווחים

- **בעמדה משפטית 104-9** הגבילה הרשות פרסום מצגות על ידי תאגידים מדווחים באופן סלקטיבי לגורמים מסוימים (אנליסטים, משקיעים ספציפיים וכדומה), כי ישנה חובה למסור דיווח מיידית אשר יכלול את כל המידע המצוי במצגת **בטרם מועד קיום המצגת**.
- העמדה פורסמה ברוח הוראות הדין האמריקאי - **Fair Disclosure Regulations** העוסקות במגבלות על פרסום סלקטיבי של מידע מהותי על ידי מנפיקים במטרה לעגן את האיסורים הקיימים נגד סחר במידע פנים.
- לפי הוראות העמדה, **מידע שנמסר לאנליסטים או למשקיעים מסוימים כמוהו כ-"מידע שפורסם ברבים"**.
- לפיכך, תאגיד מדווח אינו רשאי לעכב דיווח לציבור הכולל את המידע אשר בכוונתו למסור לאנליסטים ו/או למשקיעים מסוימים.

אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידים מדווחים

איסור שימוש במידע פנים

- בעמדה משפטית 101-24, התייחס סגל הרשות לנושא קביעת מדיניות ונהלים בידי התאגיד המדווח במטרה להסדיר ממשקים בינו לבין המשקיעים בניירות הערך שלו (כולל גם אנליסטים).
- בין היתר, רצוי כי המדיניות והנהלים בנדון יתייחסו לנושאים הבאים:
 - סוגי הממשקים המותרים בין התאגיד לבין המשקיעים;
 - תכני הממשקים בין התאגיד לבין משקיעיו;
 - אופן קיום הממשקים בין התאגיד לבין המשקיעים;
 - תדירות הממשקים וכללי התנהלות ביחס לממשקים חריגים ספציפיים;
 - זהות הגורמים שייצגו את התאגיד בסוגי הממשקים השונים;
 - תיעוד ועדכון גורמים רלוונטיים בתאגיד על ממשקים שקוימו.

אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידיים מדווחים

האנליסט ושוק ההון

- **סעיף 17 לחוק הייעוץ** קובע איסור על בעל רישיון לקבלת טובת הנאה בגין שירותיו, למעט מלקוחותיו.
- במסגרת זו, אנליסט אינו רשאי לקבל תשלום (במישרין או בעקיפין) מהתאגיד המסוקר, למעט מלקוחותיו (לכאורה גם כאשר האנליזות נערכות ללקוחות כשירים בלבד).
- **חריג: כללי האנליזה** (יוני, 2020) קובעים הסדרים לגבי שלושה מסלולים שיתירו פרסום אנליזות תוך קבלת תמורות, בכפוף לעמידה בכללים שמטרתם צמצום ניגוד העניינים:
 - עבודת ניתוח של תאגיד טכנולוגיה עילית מסוקר, בהתאם לתנאי הבורסה.
 - עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק בהנפקה ראשונה לציבור (IPO).
 - עבודת ניתוח על תאגיד מנפיק שעורך תאגיד מסקר הקשור לחתם.

אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידי מדווחים

עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק בהנפקה ראשונה לציבור (IPO)

- **תאגיד מסקר מורשה** רשאי לקבל תגמול כספי מתאגיד מסוקר המנפיק ניירות ערך שלו לציבור בהנפקה ראשונה (IPO).
- בהתקיים תנאים מסוימים הנוגעים, בין היתר, למשך תקופת ההתקשרות, מבנה התגמול בעד עבודת הניתוח ואופן ביצוע עבודת הניתוח ומועדי פרסומה.
- כמו-כן, נקבעו כללים נוספים בנוגע **לצמצום ניגודי עניינים** פוטנציאליים החלים על תאגיד מסקר מורשה, כגון:
 - איסור קיום קשר עסקי;
 - איסור התחייבות למתן עבודת ניתוח חיובית/מחיר יעד מסוים;
 - קביעת נהלי עבודה להבטחת אמינות ומניעת ניגוד עניינית;
 - קביעת כללים לעניין אופן מתן התגמול.

אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידיים מדווחים

עבודת ניתוח על תאגיד מנפיק שעורך תאגיד מסקר הקשור לחתם

▪ "תאגיד מסקר קשור לחתם" מוגדר אחד מאלה:

(א) תאגיד מסקר שהוא "חברת אחות" של חתם המעורב או הצפוי להיות מעורב בהנפקת תאגיד מסוקר;

(ב) תאגיד בנקאי השולט בחתם המעורב או הצפוי להיות מעורב בהנפקת תאגיד מסוקר;

(ג) תאגיד מסקר שהחתם התחייב להעביר לו תמורה בעד עבודת ניתוח על תאגיד מסוקר שהחתם מעורב או צפוי להיות מעורב בהנפקתו.

▪ תאגיד מסקר הקשור לחתם **רשאי לערוך עבודת ניתוח על תאגיד מנפיק**, בכפוף לתנאים הנוגעים, בין היתר, לתקופת הסיקור ולאופן ביצוע עבודות הניתוח.

▪ על תאגיד מסקר הקשור לחתם יחולו **חובות הגילוי** לפי הוראות גילוי באנליזה וכן פרטים נוספים המפורטים בכללים.

▪ הוסדרה האפשרות של תאגיד מסוקר **להעיר על טיוטה** של עבודת הניתוח קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד (להבדיל מכדאיות ההשקעה).

אנליזה ומגבלות בהנפקות תאגידים מדווחים

עבודת ניתוח על תאגיד מנפיק שעורך תאגיד מסקר הקשור לחתם

- תאגיד מסקר הקשור לחתם שהוא **תאגיד מורשה** יכול להכין עבודת ניתוח על תאגיד המנפיק ניירות ערך לציבור בהנפקה ראשונה, בתמורה ישירה מהתאגיד המנפיק, בכפוף לתנאים מסוימים שנקבעו בכללים.
- נקבעו כללים נוספים **לצמצום ניגודי עניינים** אפשריים בעבודת ניתוח של תאגיד מסקר הקשור לחתם, כגון:
 - **איסור קיום קשר עסקי אחר** עם התאגיד המסוקר (למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת הניתוח) למשך תקופת הסיקור וחצי שנה לאחריה;
 - **קביעת נהלי עבודה** שיבטיחו את אמינות עובדת הניתוח, היותה בלתי תלויה ומניעת השפעה של החתם על התאגיד מסקר.
- תאגיד מסקר הקשור לחתם המעורב בהנפקת התאגיד המנפיק **לא יפרסם עבודת ניתוח** במשך חודש לאחר ההנפקה, וכן מהמועד שבו נודע לו כי החתם מעורב/צפוי להיות מעורב בהנפקה חוזרת של תאגיד מנפיק ולכל היותר ארבע עשרה ימים לפני הנפקה חוזרת של התאגיד המנפיק.
- **חריג:** אם מדובר בעדכון עבודת הניתוח בעקבות מידע מהותי שהתגלה במהלך התקופות האמורות לעיל, לרבות פרסום דוחות התאגיד המסוקר. 22

אנליזה ומגבלות בהנפקות | תאגידים מדווחים

- הפרות של הוראות חוק הייעוץ.
- אנליסטים יכולים להיות חשופים כאמור לאיסור שימוש במידע פנים.
- במקרים חמורים – עבירת תרמית בניירות ערך.
- **ע"פ 1027/94 זילברמן נ' מדינת ישראל** - מנהל קרנות שעסק גם בכתיבה עיתונאית המליץ על רכישה ומכירה של ניירות ערך במסגרת עבודתו העיתונאית ושיבח מניות שהקן בניהולו מכרה לאחר עליית מחירן. הורשע בהנעה בדרכי תרמית.
- **בית המשפט העליון** קבע כי הערת אזהרה על פי הנוסח שצירף אותו העיתונאי לכתבותיו אינה מספקת.
- משקיע סביר הקורא את הערת האזהרה אינו יודע כי הכותב כבר מחזיק במניות אלה, והוא עשוי לרצות להיפטר מהן בעקבות כתבותיו.
- כדי לקיים את חובת הגילוי היה על הכותב לציין שהוא מחזיק בפועל במניות עליהן הוא ממליץ וכי בכוונתו למכור אותן אם מחירן יעלה.
- רק אזהרה ברורה שכזו תציג בפני המשקיע הסביר את ניגוד העניינים הפוטנציאלי בו מצוי הכותב.

אחריות וחשיפות

- ביום 19 במאי 2019 פורסמה הצעה לציבור לתיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות.
- הוספת סוג חדש של ייעוץ לחוק – **"ייעוץ השקעות כללי"** המוגדר כך:

"ייעוץ השקעות הניתן באופן אחיד ליותר מאדם אחד, שאינו מבוסס על נסיבות ונתונים של אדם מסוים או נחזה להיות מבוסס על אלו."
- שירותי ייעוץ כלליים אשר על פי טיבם אינם ניתנים ללקוח מסוים ומוכר, ולכן יש קושי לקיימם תחת מגבלות החוק, אשר נועדו במקור לייעוץ השקעות קלאסי-אישי, ואף לא מעשי לבצען.
- למשל: חובת בירור צרכי הלקוח והתאמת הייעוץ לצרכיו.

הצעה לתיקון חוק הייעוץ - ייעוץ השקעות כללי

■ מוצע להעניק **פטור מחובת רישוי** וממרבית הוראות החוק ביחס לשירותים הנכללים בהגדרת "ייעוץ השקעות כללי".

■ **חריגים לכך:**

- נותן השירות הוא גוף מפוקח או קשור לו;
- נותן השירות קשור לנייר הערך או הנכס הפיננסי אודותיו ניתן הייעוץ;
- ניתנה תמורה ישירה בגין השירות.

■ מוצע להטיל **חובת גילוי** כי השירות הוא ייעוץ כללי וכי מתן הייעוץ אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של אדם מסוים, וכן הסמכה לרשות לקבוע פרטים נוספים שייכללו בחובת הגילוי.

הצעה לתיקון חוק הייעוץ - ייעוץ השקעות כללי

GROSS ^{GKH}

— גרוס ושות' עורכי דין —

תודה רבה

עו"ד עופר חנוך, ראש מחלקת בנקאות | גרוס ושות'

Ofer@gkh-law.com | 03-6074511