

י"אב תשפ"ה

4 אוגוסט 2025

הצעה לתיקון הוראה למנהלי קרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה – נוסח להערות הציבור

רשות ניירות ערך מפרסמת להערות הציבור הצעה לתיקון הוראה למנהלי קרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה.¹

ההוראה קובעת, בין היתר, כי קרנות נאמנות נדרשות להוסיף סימן קריאה (!) לשמן כאשר הן מחזיקות באג"ח של חברות זרות המוגדרות כ"נטולות זיקה לישראל". התיקונים המוצעים מתייחסים לדרישה זו ומטרתם להרחיב את היכולת של תאגידים זרים לגייס אג"ח בישראל תוך שימור וחיזוק ההגנות הראויות למשקיעים.

מוצע לבצע בהוראה מספר תיקונים:

- א. הרחבת התחולה כך שההוראה תחול על מגוון רחב יותר של תאגידים;
- ב. החרגת תאגידים שרוב הכנסותיהם מופקות בישראל או רוב נכסיהם ממוקמים בישראל מתחולת ההוראה;
- ג. קביעת שתי חלופות לעניין מבנה הדירקטוריון והנהלת התאגיד, אשר יאפשרו החרגה מתחולת ההוראה, תחת תנאים אשר נועדו להבטיח שמירה ואף חיזוק של הזיקה המהותית של התאגידים לישראל;
- ד. הענקת תקופת ריפוי לקרנות במצב בו השתנתה הזיקה של התאגיד לישראל.

סגל רשות ניירות ערך פונה לציבור בבקשה לקבלת התייחסותו באשר לתיקונים המוצעים, אשר מתוארים במסמך הרקע המצורף, ובסיומו מתוארים התיקונים המוצעים.

בנוסף, סגל הרשות מבקש מהציבור להתייחס גם לשני הנושאים שלהלן:

1. האם יש צורך במינוי רואה חשבון מבקר בעל רישיון ישראלי, כתנאי נוסף להחרגת התאגיד מתחולת ההוראה?

¹ לנסח ההוראה באתר הרשות, ראו בקישור שלהלן: <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-mutualfunds/Mutual-Funds-Instructions?page=2>

2. האם נחוץ לקבוע מבחנים מפורטים לקיום דרישת התושבות הישראלית הנדרשת בהוראה, ואם כן - מהם?

נודה לקבלת התייחסויות בכתב עד ליום 4 בספטמבר 2025, באמצעות דואר אלקטרוני תחת הכותרת "תיקון הוראת סימן קריאה", לרו"ח זהבית הדר ולעו"ד דורון שעובי, בכתובת: e-m.comments@isa.gov.il

להנחיות שפרסמה הרשות בעניין קביעת אסדרה, לרבות בנוגע להערות ציבור, ראו [בקישור](#).

אוגוסט 2025

הצעה לתיקון הוראה למנהלי קרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה

א. כללי

ביום 3.1.2010 פרסמה הרשות, מכוח סמכותה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן – "החוק"), הוראה בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה (להלן – "ההוראה המקורית"). ההוראה המקורית קבעה, בין היתר, כי מנהל קרן שעל פי מדיניות ההשקעות של קרן בניהולו, שיעור החשיפה האפשרי שלה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות, כעולה מדרגת החשיפה של הקרן למניות, נדרש להוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה, את הסימן "(!)" (להלן: "סימן קריאה"). עפ"י ההוראה המקורית, בקרן אשר שמה אינו כולל סימן קריאה, יראו את מדיניות ההשקעות שלה ככוללת התחייבות לפיה הקרן לא תיצור חשיפה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה בשיעור העולה על שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות, כעולה מדרגת החשיפה למניות. נוסחים חדשים של ההוראה המקורית פורסמו בשנת 2014, ושוב בשנת 2017.

ביום 7.11.2021 פורסם נוסח חדש של ההוראה, תחת השם: "הוראה למנהלי קרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה, לאג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, ולתאגיד בנקאי אצלו מוחזקים מזומנים ופיקדונות של הקרן (נוסח חדש - 2021)" (להלן: "ההוראה"). לנוסח החדש התווספו התייחסויות שנועדו לשקף בשמה של קרן נאמנות את הסיכון הגלום בהשקעה באגרות חוב (להלן: "אג"ח") של חברות נטולות זיקה לישראל, המאופיינות בכך שמקום התאגדותן, ניהולן ועסקיהן הוא בחו"ל, ובכך שאינן מפוקחות בחו"ל מכוח דיני ניירות ערך. על-פי ההוראה, השקעה של קרן נאמנות באג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, תחייב הוספת סימן קריאה (!) בשם הקרן, אם פוטנציאל החשיפה של קרן נאמנות לאגרות חוב יחד עם פוטנציאל החשיפה לרכיבי סיכונים אשראי נוספים שהוגדרו קודם לכן בהוראה, עולה על פוטנציאל החשיפה של הקרן למניות.

הדרישה להוספת סימן קריאה בשם של קרן נאמנות, כמתחייב מההוראה, היא חלק בלתי נפרד ממדיניות הרשות ליצירת משטר גילוי אפקטיבי שישקף לציבור המשקיעים את פוטנציאל הסיכון המוגבר הנובע מהיבטים שונים, שאינם גלויים בדרך כלל לציבור המשקיעים הכללי. באשר לחברות נטולות זיקה לישראל, סיכון מוגבר כאמור, נובע מהמאפיינים הגלובאליים המצטברים של חברות

אלה, ובכללם הריחוק הפיסי והתפיסתי מפעילותן וממנהליהן, ומבנה ההתאגדות וההנפקה המאפיין חברות אלה, אשר פוגעים בשיממות ואפקטיביות מנגנוני הגנת המשקיעים המתקיימים במצב דברים רגיל במישורים מגוונים.

נוכח ההשפעה הצפויה של ההוראה על שוק ההון, והצורך של החברות הנסחרות והקרנות להסתגל להשלכותיה, נקבע כי תחילת התיקון תהיה שישה חודשים מיום פרסומו ביחס לחברות נטולות זיקה שהאג"ח שלהן טרם נרשמו למסחר בישראל ערב כניסת התיקון לתוקף, וביחס לחברות שאגרות החוב שלהן רשומות למסחר בישראל ערב פרסום התיקון - 3 שנים ממועד הפרסום, כך שההוראה לגביהן נכנסה לתוקף בנובמבר 2024.

ב. אישור התיקון בנוגע לחברות אג"ח נטולות זיקה לישראל והעתירה לבג"ץ בעניינו

התיקון בהוראה ביחס לחברות אג"ח נטולות זיקה אושר לאחר הליך סדור שקיימה הרשות, במסגרתו התקיימו שלושה דיונים במליאת הרשות, הצעת התיקון פורסמה פעמיים להערות הציבור,² ובוצעו בה שינויים והתאמות, בין היתר על מנת לתת מענה להערות הציבור שהתקבלו.

טיוטת ההוראה בנוסחה המקורי גובשה על-ידי סגל הרשות לאחר בחינה ודיונים פנימיים, והובאה לעדכון מליאת הרשות בשיבתה ביום 28.2.2021 טרם פרסומה הצפוי. ביום 7.3.2021 פורסמה הטיוטה הראשונה להערות הציבור לתקופה של 45 יום. לאחר תקופה זו, קיימה הרשות פגישות עם גורמים רלוונטיים ושמעה את טענותיהם, בנוסף להערות הציבור שהתקבלו בכתב.

ביום 19.5.2021 התקיים דיון נוסף במליאת הרשות בנוגע לטיוטת ההוראה וההערות שהתקבלו בעניינה, ובהמשך לדיון זה פורסמה ביום 1.6.2021 טיוטה שניה לצד התייחסות מפורטת להערות הציבור שהתקבלו בעקבות פרסום הטיוטה הראשונה. טיוטת ההוראה השנייה כללה שינויים ביחס לטיוטה הראשונה שתכליתם לאזן בין הצורך בהוראה לבין חלק מהטענות שעלו בתגובה לטיוטה הראשונה, באופן אשר ייתר חלק מההערות הציבור שהתקבלו.³ טיוטת ההוראה השנייה פורסמה אף היא להערות ציבור לתקופה של 45 יום, במהלכה התקבלו ברשות הערות ממספר רב של גורמים. לאחר בחינת ההערות הנוספות ודיונים פנימיים נוספים, אישרה מליאת הרשות את נוסח ההוראה, הדומה בעיקרו לטיוטה השנייה, וההוראה המתוקנת פורסמה כאמור ביום 7.11.2021.

עתירה שהוגשה לבג"ץ בשנת 2021 נגד ההוראה נדחתה.⁴ העתירה הוגשה על ידי שבע חברות זרות המאוגדות באי הבתולה הבריטיים (BVI), הפועלות בתחום הנדל"ן בארצות הברית, אשר הנפיקו

² לצפייה בסיכום הערות הציבור שהתקבלו והתייחסות הרשות אליהן ראו באתר הרשות בקישור שלהלן: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62bd445f910eb/tavla071121.pdf

³ השינויים העיקריים בין הטיוטות נגעו להיבטים הבאים: טיוטת ההוראה השנייה הוצעה כתיקון להוראת סימן קריאה המקורית ולא כהוראה עצמאית, וזאת לנוכח התכליות והרציונליים הדומים של ההוראות המתמקדות בגילוי על סיכונים אשראי בהשקעות הקרן; בנוסף, מיקוד ההוראה שונה כך שהוספת סימן קריאה לא תיגזר ישירות מדירוג אגרות החוב, והובהר כי ממילא ההוראה אינה מתערבת במתודולוגיית הדירוג, אלא מתמקדת בהיבט הגילוי בלבד; כן הוספה לטיוטה השנייה הוראת מעבר ארוכה, בת שלוש שנים מיום פרסום ההוראה בנוסחה הסופי, לגבי השקעה בחוב של חברות נטולות זיקה לישראל אשר אגרות חוב שלהן רשומות למסחר בישראל ערב פרסום ההוראה בנוסחה הסופי. תקופה זו נוספה על מנת להעניק הן למנהלי קרנות הנאמנות המחזיקים באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל והן לחברות עצמן, פרק זמן משמעותי ביותר להיערך לשינוי, במהלכו חברות שכבר הנפיקו יוכלו לבצע מחזור חוב בתקופת ההיערכות ומנהלי הקרנות יוכלו לקנות ולמכור אג"ח של חברות נטולות זיקה ללא מגבלה במהלך אותן 3 שנים.

⁴ בג"ץ 8338/21 The Lesser Group Limited נ' רשות ניירות ערך (נבו 4.4.2023) (להלן: "העתירה"). לעיון בפסק הדין, ראו באתר הרשות בקישור שלהלן:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62d39eff14e7b/paskdin_lysergroup.pdf

לאורך השנים אגרות חוב בישראל. העותרות טענו כי ההוראה הוצאה בחוסר סמכות וכי נפלו בה פגמים רבים, החל ממישור הסמכות, דרך פגמים שנפלו בהליך הוצאתה וכלה בתוכנה. לטענתן, הרשות חרגה מסמכותה, שכן הסמכות להגבלת רכישה והחזקה של אגרות חוב על ידי קרנות נאמנות מופקדת בידי שר האוצר. בנוסף, נטען כי ההוראה מתערבת באופן פסול בעבודתן של חברות הדירוג. ביחס לגוף ההוראה טענו העותרות כי ההוראה מפלה אותן באופן פסול, וכי ההוראה אינה עומדת במבחני המידתיות והסבירות. כן נטען כי המחוקק כבר הסדיר את הסיכונים הייחודיים הנלווים להשקעה באגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל בחקיקה ראשית במסגרת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018. כמו כן, העותרות טענו לפגמים בהליך הוצאת ההוראה. מנגד, טענה הרשות כי ההוראה מהווה צעד מתחייב וענייני, שנשען על מומחיותה, ניסיונה ועל רקע אירועי עבר. הרשות הבהירה כי ההוראה נועדה ליצור משטר גילוי אפקטיבי, המשקף באופן נאות את פוטנציאל הסיכון המוגבר הנובע ממדיניות השקעה של קרן נאמנות החורגת מרמת סיכון רגילה, וזאת לנוכח שורת הסיכונים הפוטנציאליים הנובעים מהמאפיינים הייחודיים של החברות הזרות. כן הודגש כי הרשות פעלה בהתאם לסמכותה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

בג"ץ דחה את העתירה וקבע כי הרשות פעלה בהתאם לסמכותה. בהקשר זה נקבע, כי ההוראה אינה מתערבת באופן אסור בתוכן הדירוג ובשיטות ההערכה של חברות הדירוג, וכי השימוש בדירוג אגרות חוב לצורך קביעת רגולציה מקובל בעולם ובישראל. כן נקבע כי ההוראה אינה סותרת את החקיקה הקיימת אלא משלימה אותה. בית המשפט דחה גם את טענות העותרות במישור תקינות ההליך, וקבע כי בבסיס החלטת הרשות ניצבת תשתית ראייתית איתנה המגובה בנתונים, ולא נמצא פגם בהליך פרסומה של ההוראה. לעניין טענת ההפליה, נקבע כי קיימת שונות רלוונטית בין חברות ה-BVI לחברות "ישראליות" המצדיקה יחס רגולטורי שונה. בנוסף, נקבע כי ההוראה מידתית וסבירה וכי לא הוצג פגם בשיקול דעתה של הרשות בקביעתה, לא כל שכן פגם המצדיק התערבות. כן הדגיש בג"ץ כי מידתיות וסבירות ההוראה ניכרת גם ממהותה, בהתאם לעמדת הרשות כפי שהובאה בפני בית המשפט. זאת, בין היתר, משום שההוראה אינה אוסרת על הנפקת אגרות חוב על ידי חברות נטולות זיקה לישראל או על קרנות נאמנות לרכוש אגרות חוב אלה, אלא מסדירה את הגילוי שיש ליתן ביחס לנכסים המוחזקים על ידי אותן קרנות נאמנות.

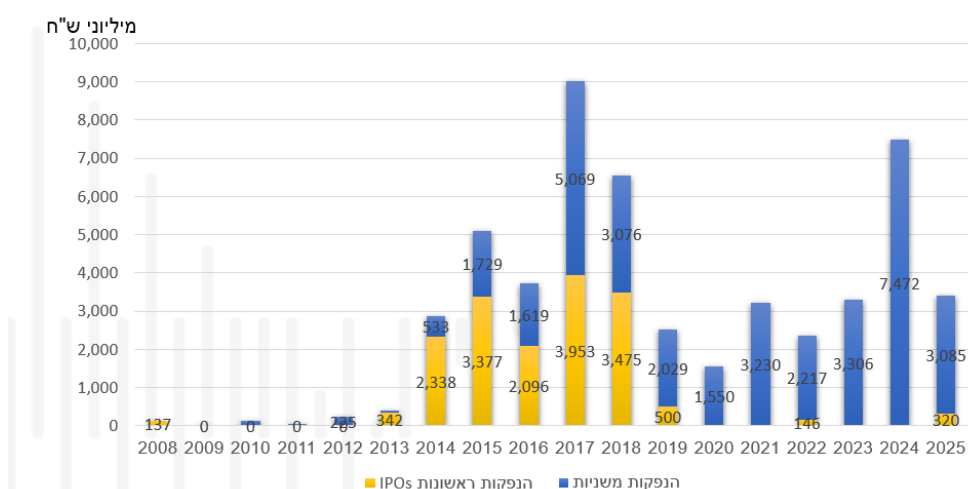
ג. נתוני מסחר של חברות נטולות זיקה לישראל – לפני ואחרי תיקון ההוראה

להלן נתוני מסחר שנאספו על ידי סגל הרשות והמסקנות שעלו מהנתונים. יצוין כי הנתונים מתייחסים בחלקם לחברות נדל"ן שהתאגדו באיי הבתולה הבריטיים ("חברות נדל"ן BVI"), ולא לכלל החברות הזרות שהנפיקו אג"ח (בלבד), וזאת מטעמי נוחות באיסוף המידע. עם זאת, מאחר שחברות הנדל"ן BVI מהוות את רוב רובן של החברות הזרות שהנפיקו אג"ח (בלבד) בישראל, הרי שהנתונים מספקים תמונה טובה לגבי המגמות בשוק:⁵

- תקופת השיא של הנפקות ה-IPO הייתה בין השנים 2014-2018, כאשר בין השנים 2020-2024 היו הנפקות IPO בודדות בלבד:

⁵ נכון לסוף יוני 2025 נסחרו בבורסה 19 חברות נדל"ן BVI בעלות ע"נ מתואם אג"ח בהיקף של כ-21 מיליארד ₪, כאשר מספר כלל החברות הזרות שהנפיקו אג"ח בלבד בישראל עומד על 22 חברות בעלות ע"נ מתואם אג"ח בהיקף של כ-22.5 מיליארד ₪.

היקף גיוסי חוב של חברות נדל"ן BVI, לפי סוג ההנפקה

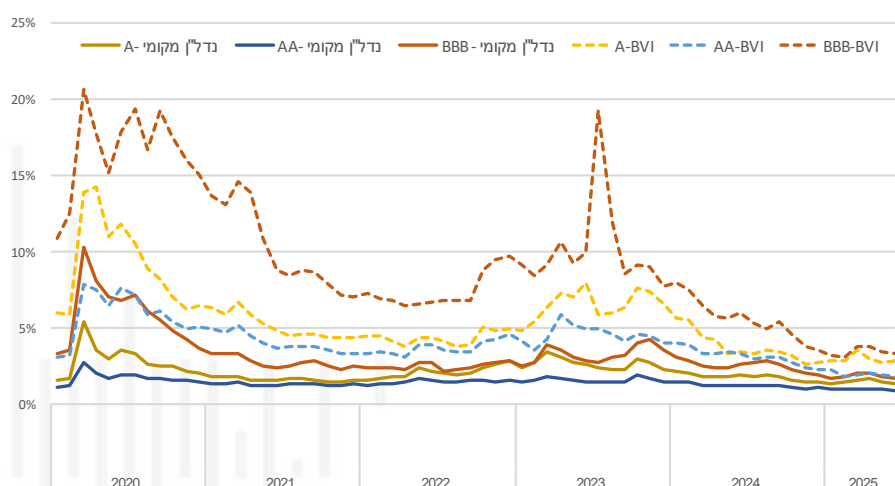


(*)הנתונים בגרף הינם נכון לסוף מאי 2025.

יצוין כי בשנת 2025 מורגשת התעוררות בהנפקות אלה, כאשר 3 חברות ביצעו הנפקות IPO בחודשים מאי עד יולי.

- לאורך זמן המרווחים בהן נסחרו אגרות החוב של חברות נדל"ן BVI היו גבוהים מאלה של המקבילות הישראליות, באותה קבוצת הדירוג. קרי, המסחר שיקף תוספת פרמיית סיכון לחברות הזרות. נכון להיום המרווחים על ה-BVI ירדו משמעותית והפער בינן לישראליות הצטמצם:

מרווחי התשואות מהעקום הממשלתי * - חברות נדל"ן BVI לשמת חברות נדל"ן הישראליות, לפי דירוגים, 2020-2025

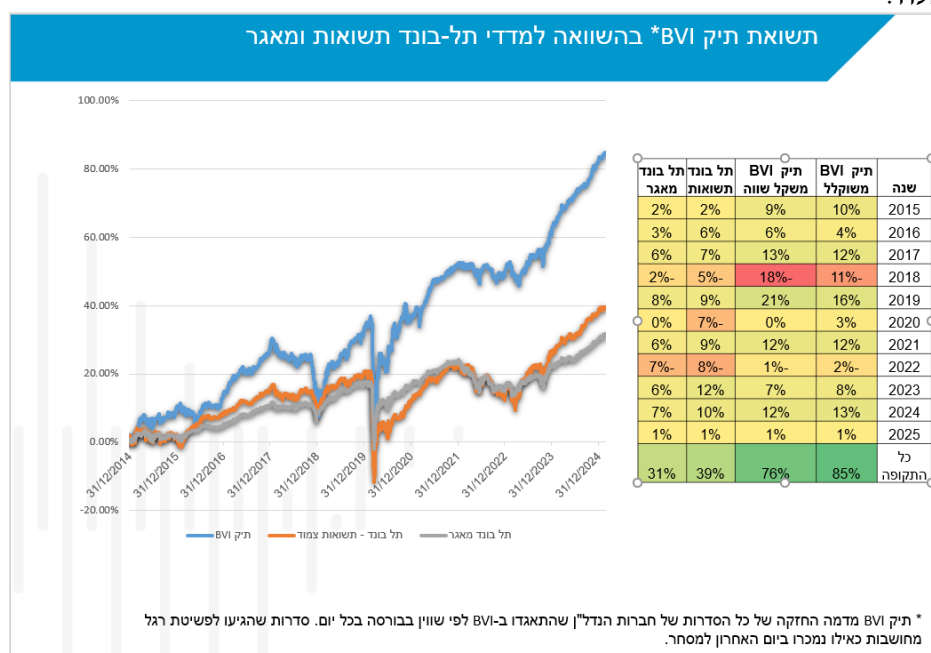


* סדרות אג"ח בעלות מח"מ מעל שנה

המחלקה הכלכלית, רנ"ע

- היקף הסדרי החוב בקרב חברות ה-BVI היה גבוה משמעותית מאשר בחברות ישראליות. כך, בין השנים 2017-2025 עברו 7 חברות נדל"ן BVI הסדרי חוב (בנוסף ל-7 חברות BVI שנערכו שינויים אחרים בתעודות אגרות החוב שלהן)⁶, קרי כ-22% מחברות הנדל"ן BVI בעלות כ-25% מהיקף האג"ח של קבוצה זו. זאת, ביחס ל-7 חברות נדל"ן ישראליות, המהוות כ-8% בלבד ממספר חברות הנדל"ן הישראליות, בעלות אג"ח המהווה כ-1% בלבד מסך היקף האג"ח של קבוצה זו.
- בוצעה בדיקה של תשואת תיק BVI המדמה החזקה בכל סדרות האג"ח של חברות הנדל"ן BVI לפי שווין בבורסה בכל יום, ביחס למדדי תל בונד, ונמצא כי התשואה שהניב תיק ה-BVI גבוהה באופן משמעותי מזו שהציגו המדדים האחרים, מה שעשוי ללמד על דרישת המשקיעים לתשואה עודפת כפרמיה על סיכון גבוה יותר של תיקים

אלה:⁷



ד. הסיבות להעלאת ההצעה לתיקון נוסף של ההוראה ומטרות התיקון

בעת האחרונה ערכה הרשות בחינה מחודשת של ההוראה והאופן בו היא משרתת את תכליותיה, וזאת על רקע פניות שהתקבלו מצד גורמים שונים המייצגים חברות זרות קיימות וחדשות המבקשות להנפיק לראשונה אג"ח בישראל ועל רקע הניסיון הנצבר מההוראה. כן נערכו שיחות עם בתי השקעות ואנליסטים בקשר לחברות אלה ונאספו נתונים בנוגע לפעילות החברות והשקעות הקרנות בחברות אלה כמתואר לעיל.

כפי שעולה מתיאור הדברים בסעיף ג', הרשות סבורה כי ההוראה בכללותה היטיבה עם הציבור, מאחר שהיא אפשרה למשקיעים הישראליים לגוון את תיק השקעות ולהיחשף גם לתשואות של חברות אלה, במקביל להבטחת הגילוי המתאים וההגנה הראויה על המשקיעים. התיקונים

⁶ קרי הסדרי חוב לא מהותיים, שלא בהליך תחת בית משפט.

⁷ סדרות שהגיעו לפשיטת רגל חושבו כאילו נמכרו ביום האחרון למסחר, כלומר התשואה שחושבה משקללת גם את אי תשלום החוב של החברות.

המוצעים להלן הם בעלי מטרה כפולה: מתן אפשרות לחברות נוספות להיכלל תחת הגדרת חברה בעלת זיקה לישראל, לצד שיפור הזיקה של חברות אלה לישראל בפועל.

עם זאת, במסגרת הבדיקה נמצא כי הדרישה למנות מנכ"ל או יו"ר פעיל ישראלי בנוסף לקיומו של רוב ישראלי בדירקטוריון, יוצרת קושי לחברות זרות מסוימות, נוכח רצון של אותן חברות לשמור על שליטה בניהול החברה וזהות הגורמים המובילים את פעילותה. בפרט, דרישה זו מציבה בפני החברות דילמה עסקית, בין הרצון לגייס אג"ח בישראל לבין הצורך לשמור על המבנה הארגוני הקיים של החברה, תוך הגנה על האינטרסים ויכולת הניהול של החברה.

על מנת לשרת מטרות אלה, מוצע לערוך את התיקונים הבאים בהוראה:

ראשית, מוצע לשנות את הגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל" ל"תאגיד נטול זיקה לישראל" ובכך להחיל את ההגדרה על צורות התאגדות נוספות, זאת בשם לב לצורות ההתאגדות השונות הקיימות מחוץ לישראל, ולכך כי לא נמצאה הצדקה להבחין בין צורות ההתאגדות האמורות בשם לב לתכלית ההוראה.

שנית, מוצע לשנות את רכיבי ההגדרה באופן שירחיב את היקף האינדיקציות לקיומן של זיקה מספקת לישראל, ובכך לאפשר לתאגידים מרחב תמרון רחב יותר בבחירת חלופות שמייצרות זיקה מספקת לישראל. בכך, תחולת ההוראה תצומצם אך זאת מבלי לפגוע במעטפת ההגנה הקיימת על המשקיעים ואף תוך שיפורה.

שלישית, מוצע לתקן את ההוראה כך שתכלול תקופת ריפוי במצב שבו השתנתה הזיקה של התאגיד לישראל. תקופת הריפוי תאפשר למנהלי הקרנות שהות להגיב לשינוי זה, מבלי שייראו כמי שהפרו את ההוראה בתקופה זו. זאת, על רקע ההבנה ששינויים אלה הינם לעיתים בלתי צפויים, הן עבור החברות והן עבור הקרנות, ויש לאפשר תקופת היערכות והתאמה בעקבות שינויים אלה.

להלן יפורטו התיקונים וההתאמות המוצעות, ולאחריהם נוסח ההוראה בסימון שינויים.

ה. התיקונים המוצעים בהגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל" והוספת תקופת ריפוי ליישום תנאי ההגדרה

ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

1. רקע - חברות נטולות זיקה לישראל ומאפייני הסיכון בעניין

חברות נטולות זיקה הן חברות זרות שהתאגדו מחוץ לישראל, הפועלות ומנוהלות בעיקר מחוץ לישראל, אשר הנפיקו אגרות חוב (ולא הנפיקו מניות) לציבור המשקיעים בישראל. בנוסף, חברות נטולות זיקה מאופיינות בכך שאינן מפוקחות בחו"ל מכוח דיני ניירות ערך זרים (על-ידי רשות ניירות ערך במדינת ההתאגדות או רגולטור דומה), שכן הן בחרו להנפיק אגרות חוב בישראל בלבד.

הניסיון שנצבר ביחס לפעילותן של החברות הזרות בישראל, אשר הוביל לקביעת ההוראה, מלמד על שורה של סיכונים הנובעים ממאפייניהן הגלובאליים של החברות ובפרט הריחוק הפיסי והתפיסתי מפעילותן וממנהליהן, כמו גם ממבנה ההתאגדות וההנפקה אשר ככלל מאפיין חברות אלה. סיכונים אלה פוגעים בישימות ואפקטיביות מנגנוני הפיקוח והאכיפה, וכפועל יוצא מכך מתקבלת מעטפת הגנה חלשה יותר למשקיעים באותן חברות ולסיכון גדול יותר בהשקעה בהן. ניתן למנות מספר דוגמאות לסיכונים הפוטנציאליים למשקיעים בישראל הנובעים מהמאפיינים

הייחודים של החברות הזרות:⁸ אי הכרת והבנת הפעילות בחו"ל לעומק; קושי בבחינת פעילות ונכסי התאגיד; קשיי תמחור וניתוח היבטים פיננסיים בפעילות החברה; קשיי תקשורת; סיכון מוגבר לליקויים בדוחות הכספיים; סיכון מוגבר של אי עמידה בחובות גילוי למשקיעים ובכללי ממשל תאגידי; אומדן שווי נכסים; כיסוי תקשורתי מוגבל ואינטרס מופחת לשמירה על מוניטין; וקשיי אכיפה וניהול הליכים משפטיים.

נוכח הסיכונים שתוארו לעיל בהשקעה באג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, תוקנה ההוראה בשנת 2021. כאמור, לפי ההוראה, השקעה של קרן נאמנות באג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל תחייב הוספת סימן קריאה בשם הקרן אם פוטנציאל החשיפה לאג"ח כאמור, יחד עם פוטנציאל החשיפה לרכיבי סיכונים אשראי נוספים שהוגדרו קודם לכן בהוראה, עולה על פוטנציאל החשיפה למניות (בהתאם למדיניות ההשקעה של הקרן).⁹ מטרת ההוראה היא לשקף בשם הקרן – באמצעות סימן הקריאה – את פוטנציאל הסיכון המוגבר בקרן לחשיפה לאג"ח של חברות ללא זיקה לישראל. סימן הקריאה מסב את תשומת ליבו של המשקיע לסיכון זה, כך שתתאפשר קבלת החלטת השקעה מושכלת מצד המשקיע.

2. הגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל"

סעיף 1 להוראה קובע כי "חברה נטולת זיקה לישראל" היא:

"חברה שמתקיימים לגביה כל אלה: אגרות חוב שלה רשומות למסחר בישראל; מקום התאגדותה הוא מחוץ לישראל; ניהול עסקיה מתקיים מחוץ לישראל; ומניותיה לא הוצעו לציבור בישראל".

בהקשר זה נקבע, בין היתר, כי חברה שבה מונו מנכ"ל או יו"ר דירקטוריון פעיל שהם תושבי ישראל, ובנוסף קיים רוב של דירקטורים בעלי תושבות ישראלית, תיחשב לחברה שניהול עסקיה נעשה בישראל, ועל כן ההוראה לא תחול עליה, בהתקיים יתר התנאים הקבועים בהגדרה. תנאי זה נקבע מתוך הנחה כי במצב דברים זה, הנהלת החברה והדירקטוריון שלה הם בעלי זיקה בעלת עוצמה מספקת לישראל, אשר מצמצמת את הסיכונים הנלווים להשקעה באגרות חוב של החברה אשר נובעים מיתר מאפייניה הזרים.

יצוין כי מאז פרסום ההוראה, מרבית החברות הזרות שנסחרו בשוק אינן נחשבות עוד "חברות נטולות זיקה", לאחר שהן שינו את מעמדן באמצעות מינוי רוב דירקטוריון ישראלי, כמו גם מנכ"ל או יו"ר פעיל בעל תושבות ישראלית. כך, נכון לסוף יוני 2025, קיימות 32 חברות זרות שהנפיקו אג"ח בישראל, מתוכן 11 שאינן תחת תחולת ההוראה שכן מניותיהן נסחרות או בשל דירוג גבוהה מ-AA מינוס, 15 חברות שביצעו התאמות למבנה הדירקטוריון כך שההוראה לא חלה עליהן ו-6 חברות שעומדות בהגדרה של "חברה נטולת זיקה לישראל". ההתאמות האמורות שביצעו החברות ביחס למבנה הדירקטוריון וההנהלה, הן תוצאה חיובית ורצויה של ההוראה, שחתרה לקיום קשר

⁸ יצוין כי על אף שחלק מהקשיים המתוארים לעיל עשויים להתקיים בחברות אחרות (למשל חברות ישראליות המחזיקות בנכסים מחוץ לישראל), קיומם המצטבר בחברות נטולות הזיקה הנובע מכך שהן גם מאוגדות בחו"ל וגם ניהול פעילותן נעשה בחו"ל, הוא שמביא לסיכון המוגבר הכרוך בהשקעה באגרות החוב שלהם.
⁹ יוער כי ההוראה לא חלה על אגרות חוב בעלות דירוג אשראי גבוה, מתוך הנחה שמדובר באגרות חוב באיכות גבוהה יותר ולפיכך בעלות סיכון מופחת.

ומחויבות חזקים יותר כלפי משקיעים בישראל, נגישות גדולה יותר לנושאי המשרה, הרתעה חזקה יותר כלפי הנהלת התאגיד ושיפור יכולות האכיפה כלפי החברות.

3. זיהוי הבעיה וסיבותיה

כאמור, בעת האחרונה, ערכה הרשות בחינה מחדש של ההוראה והאופן בו היא משרתת את תכליותיה, וזאת על רקע פניות שהתקבלו מצד גורמים שונים המייצגים חברות זרות המבקשות להציע ולהנפיק אג"ח בישראל ועל רקע הניסיון הנצבר מההוראה. הבחינה נערכה תוך שיתוף פעולה בין מחלקות הרשות הרלוונטיות, לצד עריכת שיחות עם גורמים המייצגים חברות זרות המבקשות להנפיק אג"ח בישראל וכן בתי השקעות ואנליסטים.

נטען בפני הרשות כי ההוראה, בנוסחה הנוכחי, מייצרת מספר חסמים בפני חברות זרות, המקשים על יכולת הגיוס בישראל. הדרישה למנות מנכ"ל או יו"ר פעיל ישראלי בנוסף לקיומו של רוב ישראלי בדירקטוריון, יוצרת קושי לחברות זרות מסוימות. בין היתר נטען כי בעלי שליטה המעוניינים לגייס חוב בשוק ההון הישראלי חוששים כי הדרישה עשויה להוביל לאובדן שליטה בחברה ומגלים כלפיה חשדנות. לדרישה עשויות להיות גם השלכות מיסוי ובמדינות מסוימות, כמו קנדה, היא אף אסורה על פי דין. בפרט, דרישה זו מציבה בפני החברות דילמה עסקית, בין הרצון לגייס אג"ח בישראל לבין הצורך לשמור על המבנה הארגוני הקיים של החברה, תוך הגנה על האינטרסים ויכולת הניהול של החברה.

כמתואר לעיל, החל משנת 2019 נמצאה ירידה במספר חברות נדל"ן BVI הנסחרות בבורסה, ומספרן נכון למועד זה עומד על כשני שלישי ביחס למספרן בשיא בשנים 2018-2019. כמו כן, היקף הסכומים שגויס בהנפקות חדשות נמוך בצורה משמעותית ביחס להיקף הגיוסים בשנים עברו. כך, מאז פרסום ההוראה בשנת 2021, ונכון למועד זה, רק 5 חברות זרות חדשות פנו להנפקת אג"ח לראשונה לציבור בישראל. ניתן להעריך כי יש לייחס חלק ממגמה זו לשיעור הריבית הגבוה וחוסר כדאיות כלכלית להנפקה בסביבת ריבית זו. עם זאת, נטען בפני סגל הרשות כי אף הוראה זו והדרישה לרוב ישראלי בדירקטוריון תרמו למגמה המתוארת.

לאור האמור, הוחלט ברשות כי יש מקום לבחון מחדש את הדרישות בקשר להרכב ההנהלה והדירקטוריון.

בנוסף, סגל הרשות ביקש לתת מענה לסוגיות נוספות שהתעוררו במהלך השנים ביחס להוראה ולתקנה בהתאם. במסגרת זו, הוחלט לבחון התאמות נוספות בהגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל" ביחס למצבים בהם קיימת זיקה מהותית לישראל, כמו בענייני של חברות זרות שרוב הכנסותיהן מופקות בישראל או שרוב נכסיהן ממוקמים בישראל. בנוסף, נבחן הצורך בהרחבת תחולת ההגדרה כך שהיא תחול על ישויות משפטיות נוספות מלבד חברות, וזאת בשים לב לצורות ההתאגדות השונות הקיימות מחוץ לישראל. באופן זה, ההוראה תחול על כל צורות ההתאגדות שבאפשרותן להנפיק אג"ח בבורסה בישראל, ככל שההנפקה מותרת בהתאם לדין ולכללי הבורסה.

כמו כן, סגל הרשות ביקש לתקן את ההוראה כך שיינתן מענה למצבים בהם חל שינוי בסטטוס הזיקה של החברה לישראל, באמצעות קביעת תקופת ריפוי שתאפשר לחברות לתקן את המצב, ובמקביל תאפשר למנהלי הקרנות שהות לביצוע פעולות בניירות הערך, מבלי שייחשבו כמי שהפרו

את ההוראה בתקופה זו. יש לציין כי מנגנוני התאמה כאמור קיימים ממילא בהוראה ביחס להתממשות סיכוני אשראי אחרים כדוגמת ירידת דירוג אשראי של אג"ח.

4. תכליות ויעדים

לפעילותן של חברות זרות בשוק ההון המקומי ישנם יתרונות, בהם גיוון ההשקעות בשוק, הגדלת היקף ההנפקות והמסחר בו ופיתוח שוק הון גלובאלי. מנגד, ישנם חסרונות כפי שפורטו לעיל, ובהם סיכונים הנובעים ממאפייניהן הגלובאליים של החברות ובפרט הריחוק הפיסי והתפיסתי מפעילותן וממנהליהן, אשר פוגעים בישימות ואפקטיביות מנגנוני הפיקוח והאכיפה, וכפועל יוצא מכך מתקבלת מעטפת הגנה חלשה יותר למשקיעים באותן חברות ולסיכון גדול יותר בהשקעה בהן.

לנוכח הרצון שלא להטיל חסמים עודפים על גיוס חוב בשוק המקומי, אל מול הסיכון העודף הקיים בהשקעה באג"ח של חברות זרות, מטרת התיקון היא לבצע שינויים בהוראה באופן שיקל על חברות זרות לגייס לראשונה אג"ח בישראל ומנגד ישמר את קיומן של ההגנות למשקיעים ומזעור הסיכונים שהם חשופים אליהם. בהקשר זה יודגש כי סגל הרשות רואה בהוראה ככלי משמעותי לפיתוחו של שוק חוב אמין ואיכותי, ולכן לא מצא לנכון להביא לביטולה. ההתאמה המבוקשת, תיעשה אפוא, בדרך של בחינת חלופות נוספות שיאפשרו לחברות להיחשב כ"חברה בעלת זיקה לישראל", תוך שמירה ואף חיזוק רמת ההגנה שההוראה מקנה למשקיעים. כמו כן, מוצע לתת מענה לקרנות הנאמנות, ביחס למצבים בהם השתנה סטטוס הזיקה של החברה לישראל.

5. בחינת חלופות

חלופה א: הותרת המצב הקיים – המשך המצב הקיים, ללא תיקון ההוראה. לדעת סגל הרשות זו אינה חלופה רצויה. כפי שתואר לעיל, במצב הקיים ההוראה עשויה לתרום באופן שלילי לירידה בהיקף המסחר וההנפקות, ובעיקר הנפקות אג"ח ראשונות (IPO של אג"ח), בחברות הזרות. לאור היתרונות בכניסתן של חברות אלה לשוק ההון המקומי כמפורט לעיל, ובכלל זה גיוון תיק ההשקעות, הרחבת סוגי מכשירי ההשקעה והגדלת היקף ההנפקות בו, יש לפעול לבחינת חלופות נוספות, תוך הבטחת הגנה מספקת למשקיעים.

חלופה ב: תיקון ההוראה תוך קביעת חריגים נוספים להגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל" וקביעת תקופת ריפוי במצבים של שינוי סטטוס הזיקה לישראל – הגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל" כוללת מספר תנאים מצטברים, בצד חריגים המאפשרים לחברה להיחשב כחברה בעלת זיקה לישראל. על-פי חלופה זו, תורחב תחולת החריגים ולפיכך לא תחול עליהן ההוראה. יחד עם זאת, הרחבת החריגים תיעשה באופן שיבטיח שמירה ואף חיזוק של הזיקה המהותית לישראל, ובכך תתקבל במקרים מסוימים אף מעטפת הגנה משופרת לעומת המצב הקיים.

לדעת הסגל, ניתן לבצע שינוי כאמור על-ידי שינוי הגדרת "חברה נטולת זיקה לישראל", באופן שיבטא איזון ראוי בין השאיפה להבטיח את ההגנה על ציבור המשקיעים תוך עיצוב ההגדרה והחריגים באופן שיספק רמת הגנה ראויה; לבין הרחבת פעילותם של גופים נוספים בשוק ההון, ובפרט מתן אפשרות לחברות זרות לגייס חוב בישראל. יתרונות המהלך המוצע נוגעים הן למשקיעים והן לגופים המפוקחים. התועלת למשקיעים מתבטאת בגיוון השקעות והרחבת סוגי מכשירי ההשקעה, תוך שמירת רמת ההגנה הראויה על ציבור המשקיעים באמצעות שימור ואף חיזוק הזיקה המהותית לישראל. התועלת לגופים המפוקחים היא בכך שתיתקן ההגדרה יסלול

לחברות דרך לגישה קלה יותר לשוק החוב הישראלי, בכפוף לעמידה ביתר התנאים שנקבעו בהוראה. בנוסף, לעניין הדרישות בנוגע למבנה הדירקטוריון וההנהלה, החריגים יעוצבו כך שחברות יוכלו לבחור בין שתי חלופות, באופן המאפשר גמישות. השינויים המוצעים מאפשרים לחברות לבחור בין חלופות נוספות לפעילותן, ובכך ההצעה מהווה הקלה עבורן ובכל מקרה אינה מטילה עליהן עלות נוספת.

בנוסף, קביעת תקופת ריפוי במסגרת ההוראה תאפשר לחברות לתקן חריגה מההוראה, אשר נוצרה עקב שינוי בסטטוס הזיקה של החברה. בכך, תתאפשר שהות גם למנהלי הקרנות לבצע את ההתאמות הנדרשות בהרכב הנכסים של הקרן, מבלי שהם ייחשבו כמי שהפרו את ההוראה מיד עם שינוי סטטוס הזיקה של החברה. מנגנון זה מתאים את ההוראה למציאות הדינמית בשוק ההון ומאפשר גמישות למנהלי הקרנות, כך שאינם נדרשים לבצע פעולות מיידיות בניירות הערך באופן העלול להסב הפסדים למשקיעים.

6. החלופה המוצעת

בשים לב לתיאור החלופות לעיל, ולאור הרצון לאפשר לחברות זרות להנפיק בישראל בכפוף לקיומן של הגנות נדרשות לציבור המשקיעים, נראה כי החלופה השנייה משיגה תכלית זו בצורה טובה יותר, וזאת כאשר הסיכון הנובע ממנו לציבור המשקיעים אינו רב (אם בכלל), ויש בה כדי להפחית את הנטל הרגולטורי עבור ציבור המשקיעים.

לאור כל האמור, מוצע לתקן את ההוראה בהתאם לחלופה ב', באופן המתואר להלן:

1. **תיקון טרמינולוגי והרחבת תחולה:** לאור קיומן של צורות התאגדות מגוונות מחוץ לישראל, מוצע לשנות את שם ההגדרה מ"חברה נטולת זיקה לישראל" ל"תאגיד נטול זיקה לישראל". כך, ההגדרה תחול על צורות התאגדות נוספות שבאפשרותן להנפיק אג"ח בבורסה בישראל ובלבד שההנפקה נעשית בהתאם לדין ולכללי הבורסה. בעקבות שינוי זה, בוצעו התאמות לשוניות נדרשות בנוסח ההוראה.

2. **שינויים בתנאים המצטברים ביחס להגדרת "תאגיד נטול זיקה לישראל":** כאמור לעיל, על-פי הנוסח הקיים, על מנת שחברה תיחשב כנטולת זיקה לישראל נדרשים להתקיים מספר תנאים מצטברים. מוצע לתקן את התנאים כך שתאגידים נוספים יוכלו להיחשב כ"תאגיד בעל זיקה לישראל", במקרים בהם קיימת זיקה מספקת לישראל, כמפורט להלן:

א. **מיקום הפעילות העסקית של התאגיד:** כיום אין התייחסות מפורשת בהגדרה למיקום הפעילות העסקית של התאגיד. על כן מוצע לקבוע כי בין התנאים המצטברים הנדרשים להגדרתו של "תאגיד נטול זיקה לישראל", יתווסף תנאי נוסף לפיו נדרש יהיה כי "פעילותו העסקית מחוץ לישראל". בנוסף, מוצע לקבוע לעניין זה כי "תאגיד שרוב הכנסותיו מופקות בישראל או רוב נכסיו ממוקמים בישראל", לא ייראה כתאגיד שפעילותו העסקית מתבצעת מחוץ לישראל לעניין זה. חריג זה נקבע מתוך תפיסה כי ההוראה לא נועדה לחול על תאגיד אשר רוב הכנסותיו נובעות מפעילות בישראל, או תאגיד שרוב נכסיו ממוקמים בישראל, שכן הסיכונים שזוהו ביחס

לתאגידים הזרים מצטמצמים בעניינו. בין היתר, מצטמצם החשש ביחס לחוסר הכרה והבנה מעמיקה של הפעילות העסקית, ופוחת הקושי ביחס לבחינת טיב הפעילות ונכסי התאגיד, הקשיים בתמחור וניתוח היבטים פיננסיים בפעילות התאגיד וכן היבטי אכיפה וניהול הליכים משפטיים שונים.

ב. **הקלות לעניין דירקטוריון והנהלת התאגיד:** כיום אחד התנאים הנדרשים על מנת

שחברה תיחשב כנטולת זיקה לישראל הוא **שניהול עסקי החברה יתקיים מחוץ לישראל**. עם זאת, קיים חריג לפיו כאשר המנכ"ל או היו"ר הפעיל הם תושבי ישראל, ומרבית חברי הדירקטוריון הם תושבי ישראל, החברה תיחשב כחברה בעלת זיקה לישראל ולפיכך לא תחול עליה ההוראה. לאור העובדה שתנאי זה יוצר קושי לחברות זרות מסוימות, מוצע להוסיף חלופה ביחס למבנה הדירקטוריון וההנהלה הנדרשים כדי שלא יראו בתאגיד כתאגיד אשר הנהלתו מחוץ לישראל, כך שתאגידים לא יחשבו כנטולי זיקה לישראל בהתקיים התנאים המנויים באחת משתי החלופות הבאות:

חלופה א' – מרבית חברי הדירקטוריון בתאגיד הם תושבי ישראל, ולפחות אחד מבין נושאי המשרה שלהלן הוא תושב ישראל, המועסק בהיקף של 50% משרה לפחות: יו"ר דירקטוריון פעיל, מנכ"ל או סמנכ"ל כספים. כלומר, חלף הדרישה שבנוסף למרבית חברי הדירקטוריון, גם יו"ר הדירקטוריון או המנכ"ל יהיו תושבי ישראל, תעמוד לרשותו של התאגיד חלופה נוספת לעניין בחירת נושאי המשרה שהם תושבי ישראל, בדמות סמנכ"ל הכספים.

חלופה ב' – מחצית חברי הדירקטוריון פחות אחד הם תושבי ישראל, וכן שניים מנושאי המשרה שלהלן הם תושבי ישראל, המועסקים בהיקף של 50% משרה לפחות: יו"ר דירקטוריון פעיל, מנכ"ל, סמנכ"ל כספים או אחראי רגולציה.

במקרה של מינוי שני נושאי משרה כאמור, ניתן לוותר על הדרישה לרוב של תושבי ישראל מקרב כלל חברי הדירקטוריון ולהסתפק במחצית מחברי הדירקטוריון פחות אחד. אמנם, בחלופה זו לא יהיה רוב ישראלי בדירקטוריון, אך הוספת נושא משרה משמעותי בעל זיקה לישראל צפויה לשמש כחלופה ראויה לחיזוק הקשרים של החברה לישראל, ובכלל זה בכל הנוגע ליכולת הפיקוח והאכיפה של הרשות על פעילותה השוטפת של החברה.

כמו כן, בהקשר זה עלה החשש כי אחראי הרגולציה תושב ישראל אשר ימונה על-ידי התאגיד, לא יהיה בעל מעורבות מעשית בהתנהלות החברה. לאור האמור, אחראי הרגולציה נדרש להיות נושא משרה בכירה (סמנכ"ל או דירקטור), אשר אחראי במסגרת תפקידו על היבטי האכיפה, הציות והרגולציה החלים על התאגיד מכוח הדין הישראלי.

יצוין כי נשקלו מספר חלופות בנוגע לאופן עיצוב החלופות בקשר להרכב הדירקטוריון והממשל התאגידי. לאחר שיח מול גורמים שונים בשוק ההון, ובחינה של מקרי עבר, סגל הרשות סבור כי הנוסח המוצע מאזן כראוי בין צרכי התאגידים בקביעת זהות נושאי המשרה לבין שמירה מספקת על מספר נושאי משרה בתאגיד שיבטיחו הגנה על המשקיעים.

כמו כן, הסגל סבור כי החלופה המוצעת ניתנת ליישום ותאגידים המעוניינים לגייס אג"ח בשוק החוב הישראלי יוכלו להיחשב כתאגידים בעלי זיקה לישראל, בלא פגיעה באינטרסים ויכולת הניהול של התאגיד.

3. הוספת תקופת ריפוי במצב בו השתנה סטטוס הזיקה של התאגיד לישראל:

במסגרת ההוראה נקבעו תנאים בדבר משך הזמן והתנאים בהם ניתן להמשיך ולהחזיק באג"ח שדירוגן ירד מתחת לדירוג השקעה, תוך חריגה ממדיניות ההשקעות של הקרן בעניין זה, מבלי שהדבר יחשב להפרת האיסור לחרוג ממדיניות ההשקעות של הקרן. הוראה זו חלה רק במקרה של הורדת דירוג האשראי או חריגה ממדיניות החשיפה לסיכון אשראי, ואינה מתייחסת למצב בו השתנה סטטוס הזיקה של התאגיד לישראל. עם זאת, ישנם מספר מצבים אפשריים בהם תאגיד בעל זיקה לישראל יאבד את זיקתו לישראל, לדוגמה בשל שינויים במבנה ההכנסות או בשל שינויים במבנה הדירקטוריון וההנהלה. במצב של שינוי סטטוס הזיקה של התאגיד, נוצרים קשיים בהתאמה מיידית של הרכב הנכסים של קרנות הנאמנות, ועל כן מתעורר הצורך לתת מענה למצבים אלה ולאפשר למנהלי הקרנות פרק זמן סביר לביצוע ההתאמות הנדרשות, על מנת שלא יידרשו לבצע שינויים מיידים בניירות הערך שישבו נזק למשקיעים. על כן, מוצע להוסיף להוראה חלופה נוספת לפיה תקופת ריפוי תחול גם במקרה שהתאגיד יאבד את זיקתו לישראל, כך שיתאפשר לתאגידים ולמנהלי הקרנות פרק זמן של שלושה חודשים לתיקון המצב בהתאם לתנאים הקבועים בהוראה. כאמור, תקופת התאמה כאמור קיימת ממילא בהוראה ביחס לסיכונים אשראי אחרים.

מועד מוצע לביצוע בחינה תקופתית ביחס לאסדרה החדשה: 5 שנים מיום כניסתה לתוקף של האסדרה.

בהתאם לכל האמור לעיל, תיקון ההוראה מפורסם להערות הציבור, שלאחריהן תובא ההוראה המתוקנת, ככל שהדבר יידרש, לאישור מחודש של המליאה בטרם פרסומה הסופי.

בנוסף, סגל הרשות מבקש מהציבור להתייחס לשני הנושאים שלהלן:

1. האם יש צורך במינוי רואה חשבון מבקר בעל רישיון ישראלי, כתנאי נוסף להחרגת התאגיד מתחולת ההוראה?
2. האם נחוץ לקבוע מבחנים מפורטים לקיום דרישת התושבות הישראלית הנדרשת בהוראה, ואם כן - מהם?

להלן נוסח התיקון להוראה, בו מסומנים התיקונים המוצעים על נוסח ההוראה הקיימת:

רשות ניירות ערך

הוראה למנהלי הקרנות בדבר גילוי בשם הקרן אודות חשיפה אפשרית לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה, לאג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל, ולתאגיד בנקאי אצלו מוחזקים מזומנים ופקדונות של הקרן (נוסח חדש – 2021-2025)

הוראה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994

נוסח זה מחליף את ההוראה שפורסמה ביום 12.6.2017 11.11.2021

בהוראה זו –

"אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה" – איגרת חוב קונצרנית ו/או אג"ח שהנפיקה מדינה שאינה מדינת ישראל, שאינה מדורגת, או שהיא מדורגת בדירוג נמוך מ – BBB (BBB מינוס) או מדירוג מקביל לו.

"דרגת החשיפה של הקרן למניות" – "דרגת חשיפה מרבית למניות", כהגדרתה בתקנות הסיווג. "תקנות הסיווג" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (סיווג קרנות לצורך פרסום), התשס"ח – 2007 (להלן: "תקנות הסיווג").

"פרופיל חשיפה" ו-"שיעור חשיפה" – כהגדרתן בתקנות הסיווג.

"סיכון אשראי" – סיכון להפסד שייגרם לקרן כתוצאה מחדלות פירעון של מי שמוחזקים אצלו מזומנים ופקדונות ופיקדונות שבנכסי הקרן.

"חברה נטולת תאגיד נטול זיקה לישראל" – חברה תאגיד שמתקיימים לגביה לגביין כל אלה:

1. אגרות חוב שלה שלו רשומות למסחר בישראל;
 2. מקום התאגדותה התאגדותו הוא מחוץ לישראל; ניהול עסקיה מתקיים מחוץ לישראל ופנייתו
 3. מניותיו לא הוצעו לציבור בישראל;
 4. פעילותו העסקית מחוץ לישראל; לעניין זה לא יראו חברה שהמנהל הכללי שלה או יו"ר פעיל שלה הוא תושב ישראל, ואשר תאגיד שרוב הכנסותיו מופקות בישראל או רוב נכסיו ממוקמים בישראל, כתאגיד שפעילותו העסקית מחוץ לישראל; לעניין זה –
- "רוב הכנסותיו" – לפי היחס שבין סך הכנסות התאגיד שהופקו בישראל לבין סך הכנסות התאגיד בשנים עשר החודשים כפי שאלה דווחו בדוחות הכספיים המאוחדים (או הדוחות הכספיים פרופורמה, לפי העניין) האחרונים שפורסמו על ידי התאגיד;

"רוב נכסיו" – לפי היחס שבין סך נכסי התאגיד הממוקדים בישראל לבין סך נכסי התאגיד, בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים או הדוחות הכספיים פרפורמה, לפי העניין) האחרונים שפורסמו על ידי התאגיד.

5. הנהלת החברה מחוץ לישראל; לעניין זה לא יראו בתאגיד שמתקיימת בו אחת החלופות הבאות כתאגיד אשר הנהלתו מחוץ לישראל:

5.1.1-1. חלופה א': תאגיד אשר מרבית חברי הדירקטוריון שלו הם תושבי ישראל, כחברה שניהול עסקיה בישראל. ולפחות אחד מבין נושאי המשרה המפורטים להלן, המועסק בהיקף משרה של 50% לפחות, הוא תושב ישראל:

5.1.1. "יו"ר דירקטוריון פעיל" – יו"ר דירקטוריון המועסק בתפקידו בשיעור העולה.

5.1.2. מנהל כללי;

5.1.3. סמנכ"ל כספים.

5.2. חלופה ב': תאגיד אשר מתקיימים בו התנאים המצטברים שלהלן:

5.2.1. מחצית מחברי הדירקטוריון פחות אחד, הם תושבי ישראל;

5.2.2. לפחות שניים מבין נושאי המשרה המפורטים להלן, המועסקים בהיקף משרה של 50% לפחות, הם תושבי ישראל:

5.2.2.1. "יו"ר דירקטוריון פעיל;

5.2.2.2. מנהל כללי;

5.2.2.3. סמנכ"ל כספים;

5.2.2.4. אחראי רגולציה – נושא משרה בכירה (סמנכ"ל או דירקטור), אשר אחראי במסגרת תפקידו על 50% משרה היבטי האכיפה, הציות והרגולציה החלים על התאגיד מכוח הדין הישראלי, לרבות מעורבות בכלל היבטי הדיווח של התאגיד. כחלק מתפקיד זה נדרש אחראי הרגולציה להשתתף בישיבות הדירקטוריון וועדותיו והתאגיד יאפשר לו גישה למידע הדרוש לו לשם ביצוע תפקידו.

מנהל קרן, שעל פי מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו שיעור החשיפה האפשרי שלה הנובע מהשקעת נכסי הקרן באגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה, בתוספת שיעור החשיפה האפשרי שלה למזומנים ופקדונות המופקדים אצל תאגידים בנקאיים אשר אינם נמנים עם קבוצת הדירוג הראשונה הקבועה בנספח להוראת הקסטודי ובתוספת שיעור החשיפה האפשרי שלה לאגרות חוב של חברות נטולות תאגידים נטולי זיקה לישראל, למעט אם הן בדירוג AAil¹⁰ ומעלה או דירוג מקביל לו, עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות, כעולה מדרגת החשיפה של הקרן למניות - יוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה, את הסימן "(!)" ויכלול בכל פרסום שיווקי אודותיה וכן במדיניות ההשקעות של הקרן בתשקיף או בדוח, הסבר בדבר משמעותו.

¹⁰ כלומר דירוג (AAil-) או מקביל לו אינו עונה לדרישת הריג.

חריגה ממדיניות השקעות של קרן (במקרה של הורדת דירוג של אגרות חוב המוחזקות בקרנות מתחת לדירוג השקעה-א), הורדת דירוג של אגרות חוב של חברות נטולות זיקה לישראל מתחת לדירוג AAil או מקביל לו-חריגה ממדיניות, הפיכת חברה שאגרת חוב שלה מוחזקת בקרן לחברה נטולת זיקה לישראל או חריגה ממדיניות החשיפה לסיכון אשראי, שתוצאתן חריגה ממדיניות השקעות של קרן.)

1. מקום שירידת דירוג אגרות חוב המוחזקות בקרנות לדירוג נמוך מדירוג השקעה-א, שירידת דירוג של אגרות חוב של **חברות נטולות תאגיד נטול** זיקה לישראל מתחת לדירוג AAil או דירוג מקביל לו, או שהחזקת אגרות חוב של תאגיד בעל זיקה לישראל אשר הפך להיות תאגיד נטול **זיקה לישראל**, מביאה לחריגה ממדיניות ההשקעות של הקרן, לא יחשב המשך החזקתן בקרן כהפרת האיסור לחרוג ממדיניות ההשקעות (להלן – "חריגה מותרת") למשך עשרה ימי מסחר מיום שהחלה החריגה. מנהל קרן אינו רשאי לקבוע במדיניות ההשקעות תקופה ארוכה יותר להחזקת אג"ח כאמור לעיל.

עם זאת, תקופת החריגה המותרת בקרנות אשר מסווגות תחת הכותרות המאפיינות "אג"ח בארץ-כללי", "אג"ח בארץ – חברות והמרה" או "אג"ח בחו"ל" ואשר מדיניות ההשקעות שלהן כוללת התחייבות שלא ליצור חשיפה לאגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה או לאגרות חוב של **חברות נטולות תאגידים נטולי** זיקה לישראל **המדורגות מתחת לדירוג, למעט אם הן בדירוג AAil ומעלה** או דירוג מקביל לו, תהא שלושה חודשים, בהתקיים התנאים הבאים:

א. מנהל הקרן הגיש לרשות ולבורסה דוח בדבר החריגה עד תום יום חישוב המחירים השני לאחר היום שבו החלה, וזאת במידה והחריגה לא תוקנה עד מועד זה.

ב. דירקטוריון מנהל הקרן (או ועדה שהואצלה לה סמכות זו) קיים דיון ביחס לחריגה **ואישרה ואישר**, לאחר שהניח את דעתו באמצעות מידע כלכלי עדכני, דוגמת אנליזה, הערכת שווי וכיו"ב, בדבר הסיבות להמשך ההחזקה באג"ח, וזאת עד ליום חישוב המחירים העשירי לאחר היום שבו החלה החריגה. דבר החריגה וכן פירוט הדיון דווחו לנאמן.

ג. שיעור שווין של כל האג"ח המוחזקות בקרן, שדירוגן ירד לדירוג הנמוך מדירוג השקעה, וביחס לאג"ח של **חברות נטולות תאגידים נטולי** זיקה לישראל – **שדירוגם ירד** מתחת לדירוג AAil או דירוג מקביל לו **או שהתאגיד הפך להיות תאגיד נטול זיקה לישראל**, לא עולה על 2.5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ושיעור שווין של כלל אג"ח כאמור שהוציא תאגיד, לא עולה על 1% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

ד. לתיאור התחייבות מנהל הקרן, בתשקיף או בדוח, לפיה הקרן לא תיצור חשיפה לאג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה או לאג"ח של **חברות נטולות תאגיד נטול** זיקה לישראל **המדורגות מתחת לדירוג, למעט אם הן בדירוג AAil ומעלה** או דירוג מקביל לו, נוספה התייחסות לכך שמקום שירד דירוג אג"ח המוחזקת בקרן לדירוג הנמוך מדירוג השקעה או מדירוג AAil או דירוג מקביל לו **או שתאגיד הפך להיות תאגיד נטול זיקה לישראל**, לפי העניין, באופן שהשקעות הקרן חרגו ממדיניות ההשקעות שלה, יתאים מנהל הקרן את השקעות הקרן למדיניות ההשקעות לא יאוחר משלושה חודשים לאחר היום שבו החלה.

2-1. עבר בנק שמזומנים ופקדונות שבנכסי קרן מופקדים אצלו מקבוצת הסיכון בה היה מדורג לנמוכה ממנה או חדל להיות מדורג על פי קבוצות הסיכון שבנספח להוראת הקסטודי, באופן שמתקיימת חריגה ממדיניות החשיפה לסיכון אשראי, כפי שהיא עולה משם הקרן וממדיניות ההשקעות של הקרן, לא יחשב המשך החשיפה לאותו בנק כהפרת האיסור לחרוג ממדיניות ההשקעות (להלן – **"חריגה מותרת"**) למשך עשרה ימי מסחר מיום שהחלה החריגה. מנהל הקרן לא יקבע במדיניות ההשקעות תקופת חריגה מותרת ארוכה יותר. קבע מנהל הקרן תקופה ארוכה יותר, והחשיפה של הקרן לסיכון אשראי עלתה על השיעור שנקבע במדיניות ההשקעות למשך תקופה העולה על עשרה ימי מסחר, יראו זאת כהפרת האיסור לחרוג ממדיניות ההשקעות, למרות הקביעה.

2-3. על אף האמור בסעיף 1 לעיל, ביחס לקרנות מחקות, לא יראו בהמשך החזקת אגרת חוב הכלולה בנכס המעקב של הקרן, שדירוגה ירד אל מתחת לדירוג השקעה, או בהחזקת אגרת חוב של **חברה נטולת תאגיד נטול** זיקה לישראל הכלולה בנכס המעקב של הקרן, שדירוגה ירד מתחת לדירוג AAil או דירוג מקביל או של תאגיד שהפך להיות תאגיד נטולת זיקה לישראל, לפי העניין, ללא הוספת סימן קריאה בשם הקרן, כהפרת החובה להשקיע את נכסי הקרן בהתאם למדיניות ההשקעות של הקרן לפי סעיף 61 לחוק, ובלבד שהתקיימו שני אלה:

א. החריגה תוקנה עד תום שלושה חודשים מיום ירידה הדירוג כאמור או עד לעדכון הרכב המדד, המוקדם מביניהם;

ב. שיעור ההחזקה באגרת חוב כאמור בקרן אינו עולה על 5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

תחילה

3. תחילת תיקון הוראה זו לעניין אג"ח של חברות נטולות זיקה לישראל – שישה חודשים מיום פרסום באתר הרשות. על אף האמור, ביחס להשקעה בחוב של חברות נטולות זיקה לישראל אשר אגרות חוב שלהן רשומות למסחר בישראל ערב פרסום התיקון, תחילת תיקון ההוראה תהיה שלוש שנים מיום פרסומה.

מועד פרסום התיקון להוראה 07/11/2021

4. ממועד פרסום התיקון להוראה.

מועד פרסום התיקון להוראה XXX