

# רשות ניירות ערך

## תמצית דיון ישיבת רשות מס' 9-2004 שהתקיימה ביום 19.10.2004 במשרדי הרשות בירושלים

### 1. הצעה לתיקון תקנות שונות לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשס"ד-1994 בנושא קרן ייחודית ועסקאות פורוורד

**הצגת הנושא:** במסגרת האסטרטגיה של הרשות לגוון את סל המוצרים, ולאור התעניינות שמסתמנת לאחרונה בקרנות גידור, הוחלט להציע מתכונת שתאפשר נגישות כלשהי של הציבור במכשיר זה. בשל הסיכון הגלום במכשיר זה – השקעה ישירה של הציבור עשויה לזעזע את השוק – הוחלט לאפשר את הכנסת המכשיר בהדרגה, באמצעות קרן נאמנות ייחודית, שיותר לה להשקיע שיעור מוגבל של נכסיה בקרנות גידור.

קרן גידור היא מכשיר שאין לו הגדרה בחקיקה הישראלית. ניתן לאפיינו ולאבחנו מקרנות נאמנות באמצעות מספר מאפיינים: זהו הסדר של השקעה משותפת בניירות ערך, אך אינו מוגבל לניירות ערך סחירים; הוא בד"כ מאוד ממונף. יש לקרן אפשרות לקחת אשראי בכמה סדרי גודל משווי נכסיה; הפעילות בנגזרים בדרך כלל לא מוגבלת. שני מאפיינים אחרונים אלה הופכים אותו למכשיר הרבה יותר מסוכן מאשר קרנות נאמנות. מאפיין נוסף - בדרך כלל חלק מדמי הניהול נגזרים מהתשואה.

מאחר ונבחרה המתכונת של קרן נאמנות, למרות שמדובר בקרן ייחודית, לא שגרתית, יש לצאת מהנחה שמדובר במוצר שיגיע למשקי הבית, ולכן יש לשמור אותו ברמת סיכון מוגבלת. הוצע שיעור של 30% משווי נכסי הקרן, אותו מותר יהיה להשקיע בקרנות גידור. מדובר במספר לא סופי, שניתן יהיה עוד לדון בו בעקבות הערות שנקבל מן השוק.

קרן ייחודית הוא מכשיר שכבר נזכר היום בחוק, אולם לא ניתן לעשות בו שימוש כי לא הותקנו תקנות מתאימות, בעיקר בשל העדר התעניינות מצד השוק. כדי להתאים מכשיר זה לקרן שתשקיע חלק מנכסיה בקרנות גידור, נדרשים תיקונים בשתי סדרות של תקנות קיימות, בדבר נכסים שמותר להחזיק בקרן ובדבר שערך נכסים, וכן התקנת תקנות חדשות בדבר השבת יחידות של קרן. מכיוון שקרנות הגידור כאמור לא נסחרות בדרך כלל ואף הנכסים המוחזקים בהן לא נסחרים, יש קושי לשערך אותן ויש לקבוע הוראות לגבי השערך. מוצע להגביל את האפשרות להשקיע בקרנות גידור לכאלה

שמפרסמות לפחות פעם בחודש מחיר, כדי שניתן יהיה לשערך אותן.

הובאו בפני המליאה הנוסחים המוצעים של הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים)(תיקון), התשס"ה-2004; הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן) (תיקון), התשס"ה-2004; והצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השבת יחידות של קרן ייחודית), התשס"ה-2004

במקביל ובנוסף להשקעה בקרנות גידור, מוצע לאפשר השקעה במכשיר שכיום לא ניתן לקרנות נאמנות להשקיע בו, ודומה שהוא חסר – עסקאות פרוורד במט"ח. אלה מעין חוזים עתידיים על שערי מטבע, אך הם אינם נסחרים בבורסה אלא נערכים עם בנק. לשם כך מוצע תיקון בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר)(תיקון), התשס"ה-2004.

#### החלטה:

לאשר את התיקונים המוצעים בתקנות ואת התקנות החדשות, לפי הרשימה שלהלן:

- הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים)(תיקון), התשס"ה-2004.
- הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן) (תיקון), התשס"ה-2004
- הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר)(תיקון), התשס"ה-2004
- הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השבת יחידות של קרן ייחודית), התשס"ה-2004

## 2. עניין אישי

#### הצגת הנושא:

מעמדו של בעל מניות שהינו בנק המעניק הלוואות בהיקפים מהותיים ביותר לבעלי שליטה בחברה ולחברה באישור עסקאות עם בעלי שליטה. האם הבנק ייחשב כבעל עניין אישי באישור עסקאות החברה עם אותו בעל שליטה, ולפיכך מניותיו לא יוכלו להיכלל במסגרת שליש בעלי המניות שאין להם עניין אישי (השליש הלא נגוע) הדרוש לאישור העסקה.

#### תמצית הדיון בנושא:

נדונה תכליתו של חוק החברות בעניין אישור עסקאות עם בעל שליטה לפיה

עסקאות אלה לא יאושרו בידי צדדים אינטרסנטיים בלבד. המחוקק התיר התקשרות בעסקאות מסוג זה רק במידה וברוב שאישר את העסקה נכלל שלישי מבעלי המניות שהצביעו בעד העסקה ואשר הצבעתם לא הושפעה מאינטרס נוסף שמקורו בקשרים עם החברה ועם בעל השליטה. לאור האמור בעלי מניות המקיימים קשרים עסקיים מהותיים ומתמשכים עם החברה או עם בעלי השליטה בה אינם יכולים להיחשב כמי שאין להם עניין אישי באישור העסקה.

על פי ההסדר הקבוע בחוק החברות לאישור עסקאות עם בעלי שליטה נדרש, בנוסף לאישור הדירקטוריון וועדת הביקורת, גם אישור האסיפה הכללית ברוב מיוחד הכולל שלישי מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה. למונח "עניין אישי" שבחוק החברות אין הגדרה קונקרטית והמחוקק בחר להשאיר אותו כמונח "שסתום", המאפשר גמישות ביישומו ממקרה למקרה.

למונח השסתום יש לתת פירוש המשרת את תכלית החוק ומגשים את מטרתו. תכליתו של ההסדר האמור לעניין אישור עסקאות עם בעלי שליטה היא ליצור איזונים ובלמים בכל הנוגע לעסקאות עם בעל השליטה. הואיל ובעל השליטה הוא שבחר את רוב הדירקטורים והוא בעל כוח ההצבעה העיקרי באסיפה הכללית הרי שאין די במנגנונים אלה בדפוס פעולתם הרגיל כשמדובר בעסקה שבעל השליטה הוא צד לה. לפיכך בא חוק החברות וקבע מנגנון אישור נוסף, אשר נועד לרסן את כוחו של בעל השליטה. במילים פשוטות, החוק מבקש להגן על האינטרסים של בעלי המניות מקרב הציבור. ההסדר נועד גם להבטיח את ערכם של ניירות הערך המוחזקים על ידי הציבור ואת אמון הציבור ונכונותו להשקיע בחברות ציבוריות.

הדרישה שבמניין הרוב התומך בעסקה ייכלל שלישי מבעלי המניות שאין להם עניין אישי נועדה להבטיח שהעסקה תאושר בידי גוף אשר יבחן אותה באופן עצמאי שאינו מושפע מאינטרסים אישיים באישור העסקה, שאינם אינטרסים "טהורים" של טובת החברה ובעלי מניותיה ככאלה. כוונת המחוקק היא שבעלי השליטה ואלה החפצים ביקרם לא יוכלו לבדם לאשר את העסקה.

המליאה הגיעה למסקנה שהפרשנות הראויה למונח "עניין אישי" צריכה להגשים תכלית זו ולשקף את כוונת המחוקק שתיערך אבחנה ברורה במניין הקולות וכי בכלל המצביעים שאין להם עניין אישי יכללו רק בעלי מניות שהאינטרס היחיד שלהם נובע מהיותם בעלי מניות בחברה.

לדעת המליאה על אף שעניין אישי צריך להבחן בקשר לעסקה הספציפית המובאת לאישור, הרי שעניין אישי באישור העסקה יכול שיווצר כתוצאה

מקיומה של מערכת יחסים של בעל מניות עם בעל השליטה, אשר יוצרת לו עניין אישי בכל עסקה שבעל השליטה מבקש לבצע באשר היא.

פרשנות המצמצמת את בחינת קיומו של העניין האישי לעניין אישי בעסקה הספציפית המובאת לאישור אינה מתיישבת עם תכלית החקיקה. ההסדר בחוק נועד להגשים את כוונת המחוקק לפיה עסקאות בהן מעורבים בעלי השליטה צריך שיאושרו על ידי שליש שיהיה "נקי" לחלוטין. לפיכך יש להפריד בין בעלי מניות רגילים בחברה לבין בעלי מניות הקשורים לבעלי השליטה. הגורם ההופך בעל מניות לבעל עניין אישי, יכול להיות צמיחת רווח אישי מהעסקה אך יכול להיות גם מידת הקירבה שלו לבעל השליטה. כאשר הקירבה לבעל השליטה היא הגורם ההופך את בעל המניות לבעל עניין אישי הרי שממילא יהיה לו עניין אישי בכל עסקה עם בעל השליטה באשר היא, שכן ניסיון החיים מלמד שבחיי מסחר מתקיימים שיקולים עסקיים מגוונים ולא תמיד טובת ההנאה שצומחת לבעל מניות המצוי בקשרים עם בעל השליטה נובעת מעסקה ספציפית דווקא.

לפיכך ראוי לדעת הרשות לבחון את שאלת העניין האישי של בעל מניות בין השאר לאור מעמדו וקשריו עם בעל השליטה, ואין לצמצם את בחינת העניין האישי לשאלת הרווח האישי הישיר שעשוי לצמוח לו מאישור העסקה הספציפית המובאת לאישור.

יש לראות בעל מניות הקשור עם בעלי השליטה ביחסים עסקיים מהותיים ומתמשכים כבעל עניין אישי בעסקאות עם בעל השליטה גם כאשר לא ניתן להצביע על כך שיחסים אלה מגיעים לכדי יחסי תלות של בעל המניות בבעל השליטה.

בעניין הנדון בעלי השליטה מקבלים אשראי בהיקפים אשר בסדרי הגודל של השוק הישראלי מהווים מערכת יחסים עסקית מהותית בין הבנק לבין בעל שליטה.

בנסיבות אלה, כשהבנק מצוי במערכת יחסים עם החברה ועם בעל השליטה יש לו שיקולים וחישובים אחרים מאלה של בעלי מניות אחרים, אותם לא ניתן לבדד מהשיקולים המופעלים על ידו בכל החלטה שלו כבעל מניות בחברה. לפיכך ולאור תכלית החקיקה סבורה הרשות כי לא ניתן למנות את הבנק במסגרת השליש הנדרש בחוק לאישור העסקה.

עוד החליטה המליאה כי בנסיבות עסקה זו ולאור הפרדה המבנית והמשפטית הקיימת בין הבנק לבין הקופות והקרנות בבעלותו אין לייחס להן במקרה זה את עניינו האישי של הבנק. החלטה זו גם תואמת החלטת מליאה קודמת, שם נקבע

**החלטה:**

כי ראוי לייחס עניין אישי לקופות ולקרנות בבעלות הבנק רק כאשר מדובר  
בנסיבות מיוחדות וחריגות בהן עניינו האישי של הבנק באישור העסקה הינו כה  
מובהק עד שקשה להניח שההפרדה הקיימת בין הבנק לבין הקרנות היא מספקת  
ויש ביכולתן להתנתק מהאינטרס של הבנק בבואן להצביע באסיפה.