

## רשות ניירות ערך

### תמצית דיון ישיבת רשות מס' 5-2004 שהתקיימה ביום 28.4.2004 במשרדי הרשות בירושלים

#### 1. קרן להשקעות במקרקעין – תקנות ניירות ערך (הצגת פעולות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו בדוחות כספיים) (תיקון), התשס"ה – 2004; ותקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף מבנהו וצורתו) (תיקון), התשס"ה – 2004

**הצגת הנושא:** בהמשך להמלצות דוח הועדה לבחינה ולהסדרה של פעילות קרנות נדל"ן בישראל נדרשה רשות ניירות לתיקון תקנות ניירות (הצגת פעולות בין תאגיד לבין בעל שליטה בו בדוחות כספיים), התשנ"ו – 1996 (להלן – "תקנות ההצגה") ותקנות ניירות ערך (פרטי תשקיף מבנהו וצורתו), התשכ"ט – 1969 (להלן – "תקנות פרטי תשקיף").

המלצות דוח הועדה בנושא קבעו:

"גילוי והצגה: חובת הגילוי והדיווח יהיו על פי חוק ניירות ערך. הקרן תידרש להציג נתונים נוספים ונתונים משווים בענף. הקרן תדרש לצרף אישור רו"ח בדבר עמידתה בתנאים למעמד קרן נדל"ן".

הצגה חשבונאית של נכסים במאזן הקרן: הוועדה ממליצה שהגופים המוסמכים יתירו מדידה והצגה של נכסי הנדל"ן של קרנות נדל"ן במאזן על פי שווים ההוגן. לקביעה כאמור משנה חשיבות לעניין מכירת נכסי נדל"ן לקרנות על ידי החברות המייסדות".

לצורך יישום ההמלצות מוצע לקבוע בתקנות ההצגה כי בקרן להשקעות במקרקעין ניתן יהיה להציג נכסים שהועברו מבעל שליטה לפי שווים הוגן ולא לפי ערכם בספרי בעל השליטה ערב ההעברה.

כמו כן מוצע לקבוע בתקנות פרטי תשקיף כי בקרן להשקעות במקרקעין יידרש גילוי נוסף הכולל:

- (1) מדדי ביצוע השוואתיים
- (2) נתונים אודות הרכב הנכסים, ההכנסות ושיעור הדיבידנד שחולק על ידי נכסי הקרן.
- (3) שיעור החזקות בעלי מניות הקרן.
- (4) כיצד נקבע השווי ההוגן של נכסים שהועברו מבעל שליטה.
- (5) כיצד נקבע השווי ההוגן של הנכסים שהועברו מבעל השליטה ובאם נקבע בהתאם לחוות דעת שמאי אזי את חוות הדעת והסברים לגבי היותו של חוות הדעת אכן מייצגת את השווי ההוגן במידה ולשמאי זיקה לתאגיד.

בפני המשתתפים בדיון הונחה טיוטת תיקון התקנות ודברי הסבר להן כפי שפורסמו לאחר מכן באתר הרשות.

**תמצית הדיון  
בנושא:**

במסגרת הדיון הציגו נציגי סגל הרשות את חשיבות מתן האפשרות לרישום נכסים שהועברו לקרן מחברה מייסדת בשווים ההוגן. מעצם היותם של נכסי קרנות הנדל"ן כוללים אך ורק נכסי נדל"ן (למעט מזומנים) מקבלת הצגת הנכסים בשווים ההוגן משנה תוקף בכל הקשור להצגה נאותה של תשואת הנכסים ויכולת המשקיע לעריכת השוואות רוחב (לקרנות נדל"ן אחרות) ואורך (לביצועי אותה הקרן בתקופות השונות). אלמלא יועברו נכסי הנדל"ן לקרן בשווים ההוגן – כלומר יירשמו בעלותם ההיסטורית, עשויים להתעורר מקרים בהם הדוחות הכספיים של הקרנות יהיו לא רלוונטים עד כדי סכנה להכשלת

המכשיר בכללותו.

החל ממועד ההעברה יהווה השווי ההוגן שיקבע העלות ההיסטורית ויופחת לאורך התקופות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים (כלומר פחת ובמקרה של ירידת ערך – אזי בהתאם להוראות תקן חשבונאות מספר 15).

## 2. הסכמי הצבעה חלקיים

### **הצגת הנושא:**

בשנים האחרונות נחתמו בין מחזיקי מניות בחברות שונות הסכמי הצבעה החלים על חלק ממניות הצדדים להסכם, בין היתר בעקבות החלטת רשות מיולי 2001. כך למשל, א' ו-ב' המחזיקים כל אחד 30% ממניות החברה מתקשרים בהסכם הצבעה ביחס ל-20% ממניותיו של כל צד, ובסה"כ 40% כאשר השיעור הכולל של אחזקותיהם הנו 60% (הסכמים כאמור ייקראו להלן: "הסכמים חלקיים" והמניות הכפופות להסכם יקראו "המניות הכפופות").

הרשות מבקשת להבהיר כיצד תתייחס להתקשרויות בהסכמים חלקיים.

### **תמצית הדיון בנושא:**

הסכם הצבעה החל רק על חלק ממניות הצדדים להסכם, בדומה להסכם הצבעה למינוי דירקטורים, נמשך על פני זמן ויוצר יחסי הדדיות בין הצדדים לו. משמעות מאפיינים אלו, היא כי לצדדים להסכם כאמור, אינטרס ברור להצביע בכל מניותיהם באופן המוכתב מהסכם ההצבעה.

מסיבה זו, נראה כי הסבירות שבעל מניות שהתקשר בהסכם הצבעה החל רק על חלק ממניותיו יצביע ב"שני כובעים", קרי "בעד" החלטה מוצעת מכוח חלק ממניותיו הכפופות להסכם הצבעה ו"נגד" אותה החלטה מכוח מניותיו שאינן כפופות להסכם ההצבעה, או להיפך, הנה נמוכה.

קיומה התיאורטי של אפשרות להצביע בשני כובעים כנ"ל, אינה מתיישבת עם הפרקטיקה הנוהגת בשיתופי פעולה בין צדדים להסכם הצבעה ומכאן, נראה כי הפרדה בין מניות בבעלות צדדים להסכם הכפופות להסכם ההצבעה, ובין יתר מניות אותם צדדים הנה מלאכותית על פי רוב, ותכליתה בין היתר עקיפת דרישת החוק לבצע הצעת רכש.

בדיון נזכרה החלטת הרשות מיולי 2001 בה נקבע כי הסכם הצבעה היוצר לראשונה דבוקת שליטה (או שליטה) מחייב הצעת רכש מיוחדת (להלן: "ההחלטה הקודמת").

מאמרת אגב לאותה החלטה משתמע כי ניתן להתקשר בהסכמי הצבעה חלקיים באופן ששיעור המניות הכפוף להסכם נמוך מהשיעור המחייב בהצעת רכש מיוחדת.

בדיון הובהר כי בכל הקשור בהסכמי הצבעה, הרשות לא תקבל הסכמי הצבעה חלקיים, ותראה בצדדים להסכמי הצבעה חלקיים כאילו התקשרו בהסכם לגבי כל מניותיהם. עוד הובהר כי האמור נכון גם לגבי הסכמי הצבעה שנועדו "לעקוף" הצעת רכש ולפיכך נדרש תיקון אמרת האגב להחלטה משנת 2001 בעניין זה.

### **החלטה:**

הרשות מבהירה כי תראה בעלי מניות בחברה המתקשרים ביניהם בהסכם הצבעה לגבי חלק מהמניות שבהחזקתם כאילו התקשרו בהסכם הצבעה ביחס לכל מניותיהן. למען הסר ספק, בניגוד לנאמר בנושא זה בהחלטה משנת 2001, מובהר כי יחולו על בעלי המניות האמורים גם ההוראות הנוגעות ביחס להצעת רכש ככל שהיו חלות עליהם אילו התקשרו בהסכם הצבעה ביחס לכל מניותיהם.

### 3. גילוי בדבר מבקר פנימי בתאגיד

**הצגת הנושא :** בפני המשתתפים בדיון הונחה טיוטת ההנחיה ודברי הסבר להנחיה כפי שפורסמו לאחר מכן באתר הרשות.

**תמצית הדיון בנושא :** בדיון הודגשה חשיבות פועלו של המבקר הפנימי, ונדון מקומה של ההנחיה במסגרת מאמצי הרשות לטפל בשומרי הסף (Gate Keepers) השונים הפועלים בחברה.

במהלך הדיון נסקרו הוראות ההנחיה והעיקרון שבבסיסן על פיו הוראות הגילוי לא תחייבנה חשיפה של ממצאי המבקר הפנימי על מנת שלא לפגוע בתפקידו, ובד בבד לספק מידע רב חשיבות למשקיעים. בפרט נדונה הסוגיה המתוארת בטיוטת ההנחיה בדבר תפקידו של המבקר הפנימי בתאגידים המוחזקים על-ידי התאגיד המדווח.

**החלטה :** בישיבה הוחלט להעביר את טיוטת ההנחיה לנשיא לשכת רואי חשבון לצורך קבלת הערותיו ופירסום באתר האינטרנט של הרשות את דברי ההסבר וטיוטת ההנחיה בדבר הוראות גילוי בנוגע למבקר פנימי בתאגיד לצורך קבלת הערות מהציבור.

### 4. הצעה לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 10), התשס"ד-2004

**הצגת הנושא :** הצעת התיקון היא בעניינים שונים, אשר בהם העלה הניסיון שנצבר מהפעלת החוק את הצורך בתיקון – הקטנת ניגודי העניינים, הסרת חסמים בפעילותן של הקרנות, שיפור ההגנה על ענייניו של ציבור המשקיעים ושיפור המידע הנמסר למשקיעים בקרנות הנאמנות באמצעות הפרסומים בעיתונות היומית.

עיקרי החוק המוצע הם כדלקמן :

הגבלת האפשרות לשינוי מהותי במדיניות ההשקעות של קרן לפעם אחת בשנה בלבד ;

הסמכת שר האוצר לקבוע בתקנות תנאים שבהם, ביום שבו היקף הפדיונות בקרן גבוה באופן מיוחד, יהיה מנהל הקרן רשאי לממן פדיונות באשראי ;

הרחבת האפשרות של מנהלי קרנות נאמנות להעביר תיקי השקעות של קרנות שבניהולם לניהול בידי מנהלי תיקים חיצוניים ;

הטלת איסור על תשלום בעד רכישת יחידות באמצעות תיק ניירות ערך, למניעת חשש של ניגוד עניינים ;

המרת המגבלה המוטלת בחוק הקיים על המחיר בו מותר למנהל קרן לבצע בעד קרן עסקה מחוץ לבורסה בהסמכת שר האוצר לקבוע סוגי עסקאות שעל מנהל קרן להגיש עליהן דו"ח לרשות ולבורסה ;

איסור על עשיית עסקה תואמת, שהיא עסקה שתנאיה נקבעים מראש טרם עשייתה ודומה במהותה לעסקה מחוץ לבורסה, בין קרן לבין מנהל הקרן, הנאמן, בעל שליטה באחד מהם ומקורבים נוספים ;

הסמכת שר האוצר לקבוע בתקנות, לעניין פרסום הכולל את מחירי היחידה והפדיון של קרנות ותשואותיהן, הוראות לאופן סיווגן בקבוצות של הקרנות הכלולות

בפרסום והוראות לציון התנודתיות של מחירי היחידה והפדיון של קרן והסמכת הרשות לקבוע כותרות מאפיינות שלפיהן יסווגו הקרנות בפרסום;

קביעה כי במקרה של אי הופעת בעלי יחידות לאסיפה כללית נדחית של בעלי יחידות לשם אישור מינויו של רואה חשבון לקרן, יראו את מינוי של רואה החשבון כמאושר;

קביעה כי הפרת הוראות בדבר דרך קביעת שווי נכסי קרן וכן גביית שכר מעבר לשיעור שנקבע בתשקיף או בדוח יצטרפו לרשימת ההפרות אשר בגינן מוטל קנס אזרחי;

לעניין תיקון סעיף 22 - זהו סעיף המטיל מגבלות על חבר ועדת השקעות או על מקבל החלטות השקעה אצל מנהל הקרן. הסעיף עבר שינויים בזמנו, כאשר מטרתו הייתה מניעת ניגודי עניינים. עוד בטרם נחקק לראשונה כבר שקלנו לאפשר להוציא החוצה ניהול תיקי השקעות לניהול בידי ברוקרים פרטיים המנהלים גם חלקים מתיקי השקעות של קופות גמל – ואז כבר הקלנו את המגבלה כך שתחול רק על ניהול תיק השקעות של קרנות בניהול שני מנהלי קרן שונים.

הבטחנו לבחון מחדש את האיזון הראוי בין מניעת ניגוד עניינים למניעת ריכוזיות בתחום ניהול ההשקעות.

בהצעה זו אנו מציעים מספר חלופות שונות:

אחת - מגבלה המצמצמת מעט את המגבלה הקיימת היום כך שחברות אחיות יוכלו לנהל תיקי השקעות של קרנות בניהול מנהלי קרנות שונים.

שנייה – מגבלה פרסונלית בלבד, כלומר, שאדם לא יוכל לנהל תיקים ליותר ממנהל קרן אחד, אך עובד אחר של אותה חברה יוכל לעשות כן.

אפשרויות נוספות – למחוק את סעיף 22(ב) או את כל סעיף 22 ולוותר על כל המגבלות על ניגודי עניינים. לגבי הצעה זו הסגל חושב שאינה טובה מכיוון שיש בה איתנות שלילי לשוק, מבחינת התייחסותנו לעניין ניגוד העניינים. יש לכך גם השלכות על סעיפים נוספים בחוק הקשורים למניעת ניגודי עניינים שנצטרך לשקול לבטל אף אותם.

נבחנה השאלה האם מנהל תיקים המנהל תיקי השקעות של קרנות בניהול מנהלי קרנות שונים, מבחינת הפוטנציאל לניגוד עניינים, שונה מכל מנהל תיקים המנהל תיקים למספר לקוחות, וכן, האם קיים פוטנציאל גדול יותר של ניגוד עניינים, כאשר אותו מנהל תיקים מנהל גם את תיקי ההשקעות של קרנות בניהול מנהל קרן הנמנה על הקבוצה שלו עצמו. גובשו העקרונות הבאים:

**תמצית הדין  
בנושא:**

\* העובדה שמנהל תיקים מנהל תיקי השקעות של קרנות ליותר ממנהל קרן אחד היא לכשעצמה לא יוצרת ניגוד עניינים מספיק מובהק כדי שנאסור את זה.

\* חברת ניהול תיקים שבקבוצה שלה יש גם מנהל קרן, היא עצמה לא תוכל לנהל את תיקי השקעות של הקרנות בקבוצה שלה וגם של קרנות בניהול מנהל אחר, אבל חברה אחות, ישות משפטית אחרת שתוקם לצורך הזה כן תוכל, ובלבד שהן לא יעסיקו את אותם עובדים.

\* מי שמנהל את הנוסטרו של מנהל קרן לא ינהל תיק השקעות של קרנות בניהול אותו מנהל.

לאשר את הצעת התיקונים לחוק בנוסח המוצע למעט סעיף 22. ההצעה לתיקון סעיף 22 תנוסח מחדש בהתאם לעקרונות שנקבעו והנוסח המתוקן יובא לאישור המליאה.

**החלטה:**

