



רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464
טל : 02-6556444 פקס : 02-6513160
www.isa.gov.il

13 במרץ, 2017
ט"ו אדר, תשע"ז

באמצעות פקס 03-6078666

לכבוד
איריס ציבולסקי-חביליו, עו"ד
אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות', עורכי דין

הנדון: בקשת הנחיה מקדמית - הנפקת קרן נדל"ן לציבור ללא רישום למסחר

סימוכין: מכתביכם מיום 25/10/2016 ומיום 8/1/2017

במענה לבקשה להנחיה מקדמית במכתביכם שבסימוכין ("המכתב"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות") בעניינה. עמדה זו מתייחסת לסוגיות שהועלו במכתב וכפי שעודכנו על ידיכם בשיחה טלפונית עם סגל הרשות והיא מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במכתב ועליה בלבד, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

1. עיקרי העובדות המפורטות במכתב הינם כדלקמן:

1.1. בכוונת מרשתכם, [REDACTED] ("החברה") להקים קרן השקעות, הדומה במהותה לקרנות השקעה פרטיות שתשקיע בנדל"ן מניב בחו"ל ותאוגד במבנה משפטי של שותפות ("השותפות") או "הקרן").

1.2. בכוונת השותפות להציע לציבור, על פי תשקיף, יחידות השתתפות בשותפות אולם לא לרשום אותן למסחר בבורסה. השותף הכללי בשותפות יהיה בבעלות ובשליטה של החברה. בדומה למקובל בקרנות השקעה פרטיות, תקופת הפעילות של השותפות תהיה תקופה של כ-7-8 שנים והשותפות תהיה רשאית להאריך את תקופת הפעילות בשתי תקופות נוספות של שנתיים כל אחת, אשר במהלכן תפעל למימוש השקעותיה. לאחר התקופה בה תשקיע השותפות בנכסים (4-5 שנים) השותפות לא תשקיע עוד בנכסים חדשים וכל התקבולים ממימוש נכסים יחולקו למשקיעים. השותף הכללי יהיה זכאי לדמי ניהול שוטפים שיגזרו מהיקף הנכסים המנוהלים וכן לאחוז מסוים מהרווחים ("דמי ניהול").

1.3. בכוונת השותפות לפרסם תשקיף מדף ולהציע את ניירות הערך לציבור על פי התשקיף ולאחר מכן על פי דוחות הצעת מדף. במועד פרסום התשקיף לשותפות לא תהיה כל פעילות שכן השותפות מתכוונת לממן את רכישת נכסי הנדל"ן מתמורת ההנפקה. לפיכך, התשקיף לא יכלול תיאור של נכסים ספציפיים אלא פירוט של מדיניות ההשקעה של השותפות, לרבות סוגי הנדל"ן המניב בהם היא מתכוונת להשקיע, אזורים גיאוגרפיים לפעילות, מדיניות פיזור ההשקעות, תיאור בעלי עניין ונושאי משרה בשותפות ופרטים אודות מערכת היחסים שבין השותף הכללי, השותף המוגבל והשותפות.

1.4. ההצעה הראשונה של יחידות ההשתתפות תעשה על פי התשקיף אשר יפרט מהו המחיר בו מוצעות יחידות ההשתתפות ומה הכמות המקסימלית שתימכר. התקופה להגשת הזמנות תתחיל לפחות חמישה ימי עסקים לאחר קבלת ההיתר לתשקיף ובמועד סיומה, אם הכמות המבוקשת תעלה על כמות מזערית שתקבע, יונפקו יחידות ההשתתפות למבקשים. מאחר שניירות הערך של השותפות לא ירשמו למסחר בבורסה, סעיפים 17א ו-17ג לחוק ניירות ערך וכן תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 ("תקנות אופן ההצעה") לא יחולו בעניינה של השותפות. בין היתר, נוכח העדר תחולת תקנה 6א לתקנות אופן ההצעה, בתשקיף יפורט האם המשקיע רשאי לחזור בו מהצעתו במהלך התקופה הראשונה.

1.5. יחידות השותפות נוספות יוצעו על פי דוחות הצעת מדף אשר יפרטו את המחיר המבוקש ואת הכמות המקסימלית המוצעת. השותפות תענה להזמנות לפי סדר קבלתן ותעביר למזמין, אם החליטה לקבל את הצעתו, הודעת קיבול. המזמין יידרש להעביר את התמורה בסמוך לאחר מכן והחברה תעביר לו תעודה המעידה על החזקתו בנייר הערך. מהמועד בו שלחה החברה למזמין הודעת קיבול, הוא לא יהיה רשאי לחזור בו מהצעתו. בשונה מההצעה הראשונית על פי התשקיף, ההיענות לבקשת כל מזמין בדוחות הצעת מדף תיעשה בהתאם למועד בו הגיש בקשה לרכוש ניירות ערך ולא יהיה מועד אחד בו "תיסגר" רשימת ההזמנות.

2. לאור האמור, ביקשתם לקבל את עמדתנו בנושאים הבאים:

2.1. האם דמי הניהול שיוענקו לשותף הכללי מהווים "דמי יוזמה", כהגדרתם בסעיף 65א לפקודת השותפויות [נוסח חדש], תשל"ה-1975 ("פקודת השותפויות" או "הפקודה") ומשכך לא יידרש אישור מחזיקי היחידות לתשלום למשך כל חיי השותפות;

2.2. ככל שהחברה תבחר לאגד את השותפות בחו"ל - (א) האם הוראות פקודת השותפויות יחולו עליה; (ב) האם יחולו עליה הוראות סעיף 39א לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך" או "החוק") כך שיהיה עליה ליטול על עצמה את הוראות פרק ו' לפקודת השותפויות; (ג) ככל שיוחלו הוראות פרק ו' לפקודה - האם השותפות תהא רשאית להימנע מהחלת חלק מהוראות הפקודה בעניינים הבאים: (1) החובה להקים ועדת תגמול והחובה לקבוע מדיניות תגמול כנדרש בסעיפים 65 ו'65א לפקודה, בהתאמה. (2) החובה למנות מפקח כנדרש בסעיף 65ז' לפקודה.

2.3. האם חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 ("חוק הסדרת העיסוק") חל על ניירות הערך המוצעים בשותפות ובהתאם לכך האם גם מי שאינו בעל רישיון יעוץ או שיווק השקעות יכול להציע את ניירות הערך בשותפות.

3. להלן עמדת החברה ביחס לנושאים אלו:

3.1. עמידת התשלומים של השותפות לשותף הכללי בהגדרת "דמי יוזמה" בפקודה

א. בהתאם לקבוע בסעיף 65א לפקודה, הוראות הפקודה יחולו על השותפות שתוקם שכן גם שותפות המציעה לציבור יחידות השותפות שאינן רשומות למסחר, הינה "שותפות מוגבלת ציבורית", כהגדרתה בפקודה.

ב. סעיף 65א(ב)(2)א לפקודה קובע כי עסקה חריגה של שותפות מוגבלת ציבורית עם בעל שליטה בה, חייבת אישורם של ועדת הביקורת והדירקטוריון של חברת השותף הכללי ושל האסיפה הכללית של מחזיקי יחידות השותפות. סעיף 65א(ה)(1) קובע כי עסקאות כאמור טעונות ככלל אישור אחת שלוש שנים למעט עסקה לתשלום דמי יוזמה.

ג. דמי יוזמה מוגדרים בסעיף 65א לפקודה כ – "כל נכס הניתן על ידי השותפות המוגבלת הציבורית לחברת השותף הכללי, לבעל השליטה בה או לחברה בשליטתו, בהתאם לתקנות השותפות, הנגזר מנכסים, מהכנסות או מרווחי השותפות, בין במזומן ובין בכל דרך אחרת".

ד. התשלומים שהשותף הכללי זכאי להם, כמתואר בסעיף 1.2 למכתב זה, נגזרים בחלקם מהיקף הנכסים המנוהלים ובחלקם מהרווחים.

ה. נוכח האמור, לעמדתכם, הזכות לקבל תשלומים אלו נכנס להגדרת "דמי יוזמה" ולפיכך, כיוון שתיאורם ייכלל בתשקיף, שוב לא יידרש אישור מחזיקי היחידות לתשלומם למשך כל חיי השותפות.

3.2. הוראות הדין ככל שהשותפות תאוגד בחו"ל

(א) תחולת הוראות פקודת השותפויות על השותפות אם תתאגד בחו"ל - לעמדתכם, הוראות הפקודה חלות רק לגבי שותפות שנרשמה בישראל ולא לגבי שותפות שנרשמה בחו"ל ולפיכך, במקרה כזה, לא יחולו הוראות הפקודה על השותפות. הטעמים העיקריים שמנייתם לכך (בסעיפים 4 ו-3 למכתביכם מיום 25 באוקטובר 2016 ו-8 בינואר 2017, בהתאמה) הינם כדלקמן: (א) פקודת השותפויות, בדומה לחוק החברות, חלה על ישויות שבחרו להתאגד בישראל, בעוד שעל ישות שהתאגדה מחוץ לישראל יחולו החוקים הרלוונטיים במקום התאגדותה; (ב) אם ברצון השותפות הזרה לנהל עסקים בישראל, תחול לגביה חובת רישום כשותפות בישראל, כאשר פקודת השותפויות מבחינה בין שותפות ישראלית לשותפות זרה לפי מקום כינונה, כפי שחוק החברות מבדיל בין חברה לחברת חוץ לפי מקום ההתאגדות; (ג) פרק ט' לפקודה עניינו תחולת הפקודה על שותפות חוץ, המוגדרת כ"שותפות חוץ שנתכוננה מחוץ לישראל". סעיף 75 לפקודה קובע כי שותפות חוץ לא תנהל עסקים בישראל אלא לאחר שנרשמה בישראל. בנוסף, מפורטות בפרק זה ההוראות הקונקרטיים החלות על שותפות חוץ ומכך שלא כל הוראות הפקודה חלות על תאגיד חוץ החייב ברישום אלא ההוראות הנוכרות בלבד. כאשר סבר המחוקק כי הוראה מסוימת צריכה לחול גם על שותפות זרה הוא ציין זאת במפורש. במקומות שלא עשה כן, חלה הפקודה רק על שותפות שנתכוננה בישראל. כך לעמדתכם מצב הדברים לגבי ההוראות החלות על שותפות מוגבלת ציבורית; (ד) התחולה הטריטוריאלית של פקודת השותפויות על שותפויות שהואגדו בישראל נלמדת לא רק מהוראות הסעיפים האמורים אלא גם מכך שנוסחה של פקודת השותפויות לעניין החובות המוטלות על שותפות חוץ דומה מאוד לנוסח חוק החברות לעניין חברת חוץ, כך שניתן לסבור כי כפי שהוראות חוק החברות, למעט אם נאמר במפורש אחרת, לא חלות על חברת חוץ, גם בהוראות הפקודה, למעט אם נאמר במפורש אחרת, לא חלות על שותפות חוץ.

(ב) תחולת סעיף 39א לחוק ניירות ערך על השותפות אם תתאגד בחו"ל - לעמדתכם סעיף 39א לחוק ניירות ערך החיל את הוראותיו על חברות שהואגדו מחוץ לישראל בלבד והוא אינו חל על שותפויות.

(ג) ככל שיוחלו הוראות פרק ו'1 לפקודה - האם השותפות תהא רשאית להימנע מהחלת חלק מהוראות הפקודה - לעמדתכם, גם ככל שהשותפות תחיל על עצמה הוראות מסוימות מתוך פקודת השותפויות, בדומה להוראות סעיף 39א לחוק ניירות ערך, אין עליה להחיל את ההוראות הבאות: (א) הוראות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול והקמת ועדת תגמול - זאת, לאור מבנה הקרן אשר צפויה לקבל את כל השירותים מהשותף הכללי במסגרת הסכם הניהול, כמקובל בקרנות השקעה; (ב) הוראות לעניין החובה למנות מפקח - זאת, (1) לאור

העובדה שהקרן אינה נסחרת; (2) שלא מקובל בקרנות השקעה מסוג זה קיומו של מפקח (להבדיל משותפויות הנפט); (3) לאור קיומו של מנגנון ממשל תאגידי הכולל דירקטורים חיצוניים ואסיפה כללית של מחזיקי היחידות, התועלת בקיומו של מפקח קטנה מחד ומעמיסה על השותפות הוצאות נוספות מאידך; (4) דרישת מנגנוני הגנה כפולים הינה הגיונית בשותפויות נפט וגז וסרטים לאור רמת הסיכון הגבוהה של ההשקעה בהן. אולם לא כך הדבר בשותפות המשקיעה בנכסי נדל"ן. נדל"ן הינו תחום השקעה מסורתית, פחות ייחודי ופחות מורכב ואין מקום לדרוש כפל הגנה כאמור.

3.3. **תחולת חוק הסדרת העיסוק** - חוק הסדרת העיסוק קובע כי לא יעסוק אדם ביעוץ השקעות או בשיווק השקעות אלא אם כן הוא בעל רישיון יועץ שיווק השקעות או משווק השקעות, לפי העניין. ייעוץ השקעות מוגדר כ"מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים". שיווק השקעות מוגדר כ"מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה, או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים, כשלנותן הייעוץ יש זיקה לנכס פיננסי". הגדרת "ניירות ערך" בחוק הסדרת העיסוק מפנה להגדרה שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך וממעטת מתחולתה ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה. משכך, לעמדתכם חוק הסדרת העיסוק לא חל על ניירות הערך המוצעים בשותפות ולפיכך גם מי שאינו בעל רישיון יועץ או שיווק השקעות יכול להציע את ניירות הערך בשותפות.

4. להלן עמדות סגל הרשות לסוגיות שלעיל:

4.1. בקשר עם תשלומי השותפות לשותף הכללי – בנסיבות העניין סגל הרשות אינו מתערב בעמדתכם לפיה התשלומים שבכוונת השותפות לשלם לשותף הכללי כמתואר לעיל עונים על הגדרת "דמי יוזמה" בפקודת השותפויות.

4.2. ככל שהחברה תבחר לאגד את השותפות בחו"ל, עמדות סגל הרשות הינן כדלקמן:

(א) בקשר עם תחולת הוראות פקודת השותפויות - סגל הרשות אינו מתערב בעמדתכם לפיה פרק ו'1 לפקודת השותפויות שחל על "שותפות מוגבלת ציבורית" אינו חל במישרין על השותפות.

(ב) על אף האמור, לעמדת סגל הרשות, על שותפות מוגבלת המאוגדת מחוץ לישראל ומבקשת להנפיק ניירות ערך בישראל ליטול על עצמה את הוראות פרק ו'1 לפקודה בקשר עם שותפות מוגבלת ציבורית. המנגנונים שנקבעו במסגרת פרק ו'1 לפקודה נמצאו על ידי המחוקק ככאלו הנדרשים לצורך הגנה מיטבית על מחזיקי יחידות השותפות מהציבור. בעניין זה, לא קיים מהותית הבדל בין שותפות שהתכוננה בישראל המנפיקה יחידות השותפות לציבור בישראל לבין שותפות שהתאגדה מחוץ לישראל ומבצעת הנפקה דומה. בזו גם נדרשים מנגנוני הגנה על ציבור המחזיקים ביחידות השותפות. לפיכך, לעמדת סגל הרשות על שותפות המנפיקה יחידות השותפות לציבור בישראל ליטול על עצמה את הוראות פרק ו'1 לפקודת השותפויות, לרבות באמצעות עיגון שלהן במסמכי ההתאגדות של השותפות והשותף הכללי בה.

(ג) בקשר עם עמדתכם לפיה על אף אימוץ הוראות פרק ו'1 לפקודת השותפויות יש מקום להימנע מהחלת ההוראות בדבר מינוי מפקח, קביעת מדיניות תגמול ומינוי ועדת תגמול בהתאם להוראות סעיפים 65ז, 65מ ו-165 לפקודה, בהתאמה -

לעניין מינוי מפקח, המחוקק הביע את דעתו אך לאחרונה כי כל שותפות מוגבלת המנפיקה יחידות השותפות לציבור נדרשת במינוי מפקח, בכפוף להוראות הקבועות בפקודה. זאת,

ביחס לשותפות הפועלת בכל תחום פעילות ואף אם יחידות ההשתתפות שהנפיקה לא נרשמו למסחר.

לעניין מינוי ועדת תגמול ואימוץ מדיניות תגמול - עצם פשטותו לכאורה של התגמול שיוענק לשותף הכללי בשותפות לעמדת סגל הרשות אין די בו כשלעצמו כדי להצדיק הימנעות מאימוץ מנגנונים אלו.

לעמדת סגל הרשות, ככלל, אין מניעה כי שותפות זרה תמנע מנטילת איזה מהוראות פרק ו'1 לפקודה, ככל שימצא שהוראות הדין מחוץ לישראל החל על השותפות מבטיחות די הצורך את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל. זאת, בדומה לסמכות המוקנית לרשות מכוח סעיף 39א לחוק לפטור חברה זרה מאימוץ הוראות מסוימות מתוך חוק החברות שהיא נדרשת בהן בהתקיים נסיבות אלו. יחד עם זאת, לא מצאנו בנימוקים ובהסברים שהובאו במכתביכם הצדקות מספקות להעדר אימוצם של המנגנונים הללו נוכח הוראות הדין הזר.

4.3. תחולת חוק הסדרת העיסוק - כעולה מפנייתכם ניירות הערך המוצעים בשותפות אינם מיועדים להירשם בבורסה ולפיכך סגל הרשות לא מתערב בעמדתכם לפיה חוק הסדרת העיסוק אינו חל בקשר עם הנפקת ניירות ערך של השותפות כמפורט לעיל. לנוכח האפשרות הנשקלת על ידיכם לאגד את השותפות בחו"ל נציין כי הגדרת "נכס פיננסי" בחוק הסדרת העיסוק כוללת גם "מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל" גם אם הקרן אינה נסחרת בבורסה. מאחר שהשותפות מיועדת באופן מובהק להשקיע בנדל"ן ולא מדובר בקרן להשקעות פיננסיות לא נראה בה כנכללת בהגדרת נכס פיננסי כאמור. יחד עם זאת, תשומת ליבכם מופנית לעמדת סגל הרשות¹ לפיה במתן שירותים לפי חוק הסדרת העיסוק חל החוק גם אם הם ניתנים ביחס לנכס שאינו נכלל בהגדרת "נכס פיננסי".

5. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מהאמור במכתבכם. בכלל זה, אין במכתב זה כדי להביע עמדה בקשר עם סוגיות הגילוי התשקיפי שיידרש בתשקיף השותפות, סוגיות אשר יידונו על ידי סגל הרשות עם השותפות במסגרת בחינה של טיטוט תשקיף השותפות, אם וככל שתוגש. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות במכתב, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

6. לבסוף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות. בקשר עם בקשתכם לעיכוב פרסום הפניה המקדמית, סגל הרשות סבור שישנה חשיבות לפרסומה בהקדם, אך אינו רואה מניעה לפרסומה תוך השמטת שם החברה ופרטים מזהים אחרים שלה.

בכבוד רב,



אורנה נחום, עו"ד
מחלקת השקעות

רועי כהן, עו"ד
מחלקת תאגידיים

צפנת מוזר, עו"ד

¹ ראו סעיף 8 לחוזר ממצאי ביקורות שנערכו בשנת 2013 בקרב בעלי רישיון המפוקחים על ידי מחלקת השקעות ולפסה"ד הנזכר שם בה"ש 9, כפי שפורסם באתר הרשות בקישור הבא:

http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Consultants_Marketers/Staff%20decisions%20and%20Plenary/4917/Documents/Findings2013.pdf

