



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

יב' ניסן תשע"ח
28 במרץ 2018

לכבוד,

באמצעות פקס מספר 09-9520732 ויולה ג'נרשיין בע"מ (להלן: "החברה" או "הקרן")

א.ג.נ.,

הנדון: פניה מקדמית – בחינת העמידה של החברה בהגדרת ישות השקעה בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי 10, דוחות כספיים מאוחדים

סימוכין: בקשת החברה מיום 27 בנובמבר 2017; השלמות החברה מיום 26 בדצמבר 2017 ומיום 18 בינואר 2018;
שיחותינו הטלפוניות מיום 17 בדצמבר 2017, 4 בינואר 2018, 10 בינואר 2018 ו- 6 בפברואר 2018.

במענה לפנייתכם שבסמך (להלן: "פנייתכם"), ובהתייחס לטיפול החשבונאי שהועלה על ידכם, הרינו להעלות על הכתב את עמדת סגל רשות ניירות ערך בהתייחס לנושא שבנדון, כפי שנמסרה לב"כ החברה בשיחה טלפונית מיום 6 בפברואר 2018.

עמדת סגל הרשות מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה בפנייתכם ובשיחות הטלפוניות בין נציגי סגל הרשות ונציגי החברה בקשר אליה, ועליהן בלבד, ובהנחה כי הן משקפות את כל הנתונים הרלוונטיים לעניינים האמורים בפנייתכם.

רקע עובדתי תמציתי כמפורט בפניית החברה

1. הקרן הינה קרן השקעות שמטרתה הקמת מכשיר השקעה סחיר במגוון תחומי התשתיות.
2. מטרותיה של הקרן נחלקות למספר מטרות עיקריות:
 - השאת היתרונות הייחודיים של עולם התשתיות עבור השוק הסחיר, וזאת באמצעות קרן ציבורית המאפשרת חשיפה להשקעות מניבות בתחומי התשתיות, האנרגיה, הסביבה, התחבורה ועוד.
 - ייצור הכנסה יציבה למשקיעי הקרן לטווח הארוך, שתתקבל כדיבידנד רב-שנתי.
 - חשיפה משוכללת וגמישה של המשקיעים בקרן להשקעות במיזמי תשתיות ואנרגיה, באמצעות סיכון מדוד ופיזור ראוי.

- התמקדות בהשקעה בנכסים בעלי פוטנציאל השבחה העלאת שוויו של תיק הנכסים לאורך זמן על ידי יצירת ערך משמעותי ובתום ההשבחה לפעול לקראת מימוש או ליהנות מתזרים עודף עד סוף תקופת הרישיון / הזיכיון.
 - התמחות בנכסים תפעוליים בתחומי ייצור החשמל, אנרגיה מתחדשת, תשתיות הולכה וחלוקה, סביבה, מים, תחבורה, בינוי זכייני ולוגיסטיקה, המאפשרים הנבה עודפת ומזעור ניגודי עניינים.
3. הקרן גיבשה מדיניות השקעה לשם השגת המטרות לעיל, כמתואר בפניית, אשר עקרוניתה המרכזיים כדלהלן:
- השקעה בעוגן של נכסים סולידיים בעלי תזרימי מזומנים יציבים, צפויים, ארוכי טווח, הצמודים חלקית / במלואם למדד.
 - השקעה בנכסים בעלי אפשרויות השבחה תפעוליות, מסחריות, אסטרטגיות, ניהוליות ו/או פיננסיות.
 - השקעה מחושבת בנכסים איכותיים.
 - פיזור סיכונים ספציפיים וענפיים.
 - יצירת ערך ואקטיביות ניהולית על ידי גיבוש העקרונות האסטרטגיים – החברה תפעל להשגת שליטה ובקרה באמצעות מעורבות בדירקטוריון החברות לצורך השאת הערך לקראת מימוש עתידי. בפנייתה ציינה הקרן כי לא מדובר במעורבות ניהולית בחברות עצמן, אלא באמצעות הדירקטוריון של החברות המושקעות, במטרה לפעול להשאת ערך מקסימלי של הפורטפוליו. מעורבות זו תקבל ביטוי באמצעות בניית תכניות עבודה רב-שנתיות, מינוי אנשי מפתח, בחינת שינויי מבנה ושינויים ארגוניים על מנת לממש תהליכי התייעלות שונים, יישום טכנולוגיות חדשות בכדי לייעל תהליכים ולהגדיל את רווחיות החברה המוחזקת ועוד.
4. ההשקעות תבוצענה בעיקר בצורת השקעות הוניות והלוואות בעלים, בכדי להבטיח שליטה או השפעה מהותית בנכס המושקע. במידה ובהשקעה מסוימת תהיה החזקת מיעוט, הקרן תפעל להשגת זכויות מתאימות על ידי הסכמים וחוזים אחרים.
5. הקרן תפעל לפיזור אופטימלי של ההשקעות באמצעות:
- 5.1. פיזור סגמנטים: אנרגיה, סביבה ומים, תחבורה, בינוי זכייני (מבני ציבור ומבנים עבור רשויות) ולוגיסטיקה.
 - 5.2. סטאטוס הנכסים המושקעים בתום תקופה הקמה של כ- 3 שנים יהיה לפחות 65% מסך ההשקעות בנכסים ועסקים פעילים, עד 25% בפרויקטים בהקמה ועד 10% בפרויקטים בפיתוח.
 - 5.3. פיזור סוגי ההשקעות:
- חברות פרויקט ייעודיות מבוססות רישיון או זיכיון כגון: תחנות כוח, כבישי אגרה, מתקני התפלה וכו' (להלן: "חברות פרויקט").
 - חברות פורטפוליו המאגדות מספר חברות פרויקט (להלן: "חברות פורטפוליו").
 - חברות תפעול ואחרות בתחום התשתיות.
- לפחות 66% מההשקעות יהיו בחברות פרויקט ובחברות פורטפוליו.

5.4. פיזור מידת הסיכון של הנכסים: לפחות 70% מההשקעות יהיו בפרופיל "מימון פרויקטאלי" ויתבססו על לקוחות 'חזקים' שיתחייבו לרכישת הכמויות (לקוחות איכותיים לטווח ארוך כגון רשויות או ממשלות) לשם מזעור חשיפות וסיכונים; עד 30% מההשקעות יהיו בעסקים תלויי ביקוש בתחום האנרגיה והתשתיות בישראל.

5.5. חשיפה מבוקרת ומוגבלת פר פרויקט: לאחר שלוש שנות פעילות (תקופת הקמה) הקרן תגביל את הסיכון והחשיפה כך שפרויקט יחיד לא יעלה על 20% מהיקף הקרן ותיק ההשקעות לא יכיל יותר מ-25% חשיפה לתת סקטור אחד.

6. להלן תיאור אסטרטגיית המימוש של הקרן בתמצית, בהתאם לסוג ההשקעה:

| סוג ההשקעה | אסטרטגיית ה-EXIT | אופי ה-EXIT | טווח הזמן ל-EXIT |
|---|---|--|---|
| חברות פרויקט - זיכיונות או רישיונות | תום תקופת הזיכיון או הרישיון בנכס - הזיכיונות/הרישיונות מוגבלים בזמן באופן מובנה (לרוב 20-25 שנים) וערך השייר צפוי להיות זניח. | תום תקופת הזיכיון / הרישיון. ברישיון - לעיתים תום תקופת הארכת רישיון אופציונאלית (לכל היותר 30 שנים). | בהתאם למועד תפוגת הזיכיון/הרישיון - עשוי לנוע בין 10 ל-30 שנים. תקופת ההשקעה עשויה להיות אף נמוכה יותר בהתחשב במועד כניסת הקרן להשקעה, תקופת ההקמה של הפרויקט ובהחלטת מימוש. |
| חברות פורטפוליו | חברות פורטפוליו המחזיקות בחברות פרויקט, וחברות (corporates) אחרות הינן בעלות אורך חיים בלתי מוגבל (חברות פורטפוליו יכולות להשקיע בחברות פרויקט נוספות ללא הגבלה). לכן, מימוש ההשקעה יהיה לאחר מקסום ערך ההשקעה לאחר השבחה תפעולית, פיננסית ומסחרית. | <ul style="list-style-type: none"> • הצעה ראשונית לציבור. • הנפקה פרטית. • מכירה מסחרית של עסקה. • חלוקת של זכויות הבעלות בישויות למשקיעים. • מכירת הנכסים. | עד 10 שנים או תום תקופת הרישיון שהיה קים במועד כניסת החברה כמשקיעה (20-10 שנים). |
| חברות (Coroporates) | | | עד 15 שנים (השאיפה היא 10-5 שנים) - בהתאם לתוכנית הפיתוח וההשבחה של הקרן, המותאמת לאופי הפעילות והנכסים. לאחר יישום התוכנית האסטרטגית תהא ההשקעה מוכנה למימוש לפי קריטריונים קבועים מראש. |

7. **אופן קבלת החלטות** - הקרן תעריך את ביצועי ההשקעות המוחזקות בהתבסס על שווין ההוגן, הפרמטר הרלוונטי לצורך קבלת החלטות בנוגע להשקעות נוספות, מימושים, רכישה של חלקים נוספים ועוד.

8. האם הקרן עומדת בהגדרת "ישות השקעה" בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 10, דוחות כספיים מאוחדים (להלן: "התקן").

עמדת הקרן בתמצית

9. לעמדת הקרן, היא עונה לכלל הקריטריונים והסממנים הטיפוסיים של ישות השקעה, כהגדרתה בתקן, ובהתאם תמדוד את השקעותיה בדוחות הכספיים לפי שווי הוגן. זאת, מן הנימוקים שיפורטו להלן **בתמצית**. להרחבה בעניין זה ר' פניית הקרן.
10. סעיף 27 לתקן מגדיר ישות השקעה, כישות אשר עומדת בקריטריונים הבאים:
- א. משיגה כספים ממשקיע אחד או יותר במטרה לספק להם שירותי ניהול השקעות;
- ב. מתחייבת למשקיעים שלה כי מטרתה העסקית היא להשקיע כספים אך ורק עבור תשואות מעליית ערך הונית, מהכנסה מהשקעה או משניהם; וכן
- ג. מודדת ומעריכה את הביצועים של למעשה כל השקעותיה על בסיס שווי הוגן.
11. סעיף 85א לנספח לתקן קובע כי בעת הערכה אם ישות היא ישות השקעה, ישות תשקול את כל העובדות והנסיבות, כולל מטרתה והמבנה שלה. סעיפים 85ב עד 85כג לנספח לתקן מספקים הנחיות ליישום הקריטריונים של ישות השקעה (להלן: "הנחיות היישום").
12. החברה מבססת את עמדתה כאמור בסעיף 9 לעיל על בסיס ניתוח הקריטריונים והנחיות היישום, כדלקמן:

12.1. המטרה העסקית

12.1.1. המטרה והמבנה של הקרן, כמתואר לעיל, הינה ליצור קרן סחירה המאפשרת חשיפה להשקעות מניבות בתחומי התשתיות, האנרגיה, הסביבה והתחבורה, וזאת במטרה לספק למשקיעים דיבידנדים שוטפים, יציבים ולטווח ארוך, לצד השבחת פורטפוליו ההשקעות הקיים.

12.1.2. התקן מתיר לישות השקעה לספק שירותים נלווים לשירותי השקעה כגון ניהול וייעוץ אסטרטגי ואף תמיכה פיננסית באמצעות מתן אשראי או ערבויות לחברת המוחזקות, כל עוד פעילויות אלה נעשו על מנת למקסם את תשואת ההשקעה ואינן מייצגות פעילות עסקית מהותית נפרדת או מקור מהותי נפרד של הכנסה (סעיף 85ב לתקן להנחיות היישום לתקן). בהתאם לסעיף 241 BC לנספח בסיס המסקנות לתקן, ה-IASB הכיר במצבים בהם ישות השקעה תידרש לעסוק בפעילויות אלו בכדי למקסם את ערך השקעותיה, ולא לצורך הטבות אחרות, ולכן נקבע כי כאשר שירותים אלה עקביים עם השירותים הניתנים על ידי ישות השקעה, ואינם מייצגים פעילות עסקית מהותית נפרדת או מקור נפרד להכנסה, אין לאסור אותם.

12.1.3. במקרה הנדון, הקרן תיקח חלק פעיל בניהול החברות המושקעות באמצעות ייצוג בדירקטוריון החברות המוחזקות (יתכן אף מינוי יו"ר הדירקטוריון). כך, הקרן תקיים מעורבות ובקרה בקביעת אסטרטגיות וקבלת החלטות בחברות המושקעות אשר ישפיעו על שווי ההשקעה. הקרן לא תהיה מעורבת בחברות המושקעות דרך תפקידי ניהול בחברה עצמה או מעורבת בפעילות היומיומית, אלא רק באמצעות

הדירקטוריון, וזאת בכדי לקיים את האסטרטגיה של הקרן לפעול להשאת הערך בפורטפוליו עבור המשקיעים.

דוגמאות לתחומי המעורבות של הקרן: אישור תכניות עבודה רב-שנתיות ובקרה על עמידה בהן, יישום ממשל תאגידי, דרישה לתכנית התייעלות שתוכן ותיושם על ידי החברות המוחזקות, דרישת אופטימיזציה של מימון על ידי מוחזקות, דרישה לבחינת שינוי מבני וארגוני, מינוי אנשי מפתח (חיצוניים, שאינם קשורים לקרן) ועוד.

12.1.4. לעמדת הקרן, מעורבותה בחברות המושקעות הינה נלווית לשירותי ההשקעה בכדי להשיא את ערך תיק ההשקעות, ועולה בקנה אחד עם מטרות הקרן. בנוסף, **דמי הניהול אותם תקבל הקרן יהיו שוליים ביחס לכלל הכנסותיה.**

12.1.5. כמו כן, במקרים רבים הקרן תשקיע בחברות המוחזקות באמצעות הלוואות בעלים, כנהוג בתחום מימון התשתיות. לעמדתה, הדבר עולה בקנה אחד עם האמור בסעיף 85d להנחיות היישום לתקן ולא מונע את סיווג הקרן כישות השקעה, שכן הלוואות הבעלים הינן במהות חלק מההשקעה ההונית בחברות המוחזקות, ופירעון הקרן והריבית בגינן דומה במהות להחזר השקעה באמצעות חלוקת דיבידנד. טענה זו מתבססת על כך שהלוואות הבעלים תועמדה לחברות המוחזקות במשולב עם ההשקעה ההונית משיקולים עסקיים כדוגמת שיקולי מס; תועמדה לרוב על ידי כלל בעלי המניות במוחזקת **פרו-ראטה** להשקעתם ההונית; תהיינה נחותות להלוואות אחרות; וכן תהיינה ניתנות לרוב להמרה למניות. מדובר למעשה בפעילות הנלווית להשקעה ואין הקרן מתכוונת לעסוק במתן שירותים פיננסיים, כך שלא מדובר במקור נפרד מהותי של הכנסה.

לאור האמור, לעמדת הקרן, היא מקיימת את קריטריון המטרה העסקית.

12.2. אסטרטגיית יציאה

12.2.1. בהתאם לסעיף 85b להנחיות היישום לתקן, אחת התכונות שמבדילות ישות השקעה מישויות אחרות היא שישות השקעה אינה מתכננת להחזיק בהשקעותיה ללא הגבלת זמן. בהתאם, לישות ההשקעה צריכה להיות אסטרטגיית יציאה שתתעד כיצד הישות מתכננת לממש עליית ערך הונית של למעשה כל השקעותיה.

12.2.2. כפי שמתואר בטבלה לעיל, לקרן יש אסטרטגיית יציאה סדורה עבור כל אחד מסוגי הנכסים השונים בהן משקיעה. לחלק הארי מהנכסים המושקעים, חברות פרויקט (זיכיונות/ רישיונות), ישנו אורך חיים מוגבל בשל מועד תפוגת הרישיון או הזיכיון. לעמדת הקרן, הנתמכת לגישתה על ידי פרשנויות של פירמות ראיית החשבון הבינלאומיות, כאשר לישות המושקעת יש אורך חיים מוגבל וערך השייר לא צפוי להיות משמעותי, הרי שאין צורך בקיומה של אסטרטגיית יציאה, ותום תקופת הרישיון או הזיכיון משקף למעשה את מימוש ההשקעה.

כמו כן, החברה הציגה דוגמאות לישויות השקעה בעולם שפועלות בתחום הסולארי, אשר אסטרטגיית היציאה שלהן נשענת על קיומו של אורך חיים מוגבל ללא ערך שייר משמעותי של החברות המושקעות, כשאחת מהדוגמאות נוקבת באורך חיים של 25 שנה.

לאור האמור, לעמדת הקרן, היא מקיימת את קריטריון אסטרטגיית היציאה.

12.3. מדידה והערכת ביצועים על בסיס השווי ההוגן של ההשקעות

12.3.1. בהתאם לסעיף 85ב' להנחיות היישום של התקן, אלמנט חיוני של הגדרת ישות השקעה הוא שישות זו מודדת ומעריכה את הביצועים של למעשה כל השקעותיה על בסיס שווי הוגן.

12.3.2. לעמדת הקרן, היא תמדוד ותעריך את ביצועי השקעותיה באופן שוטף על בסיס שווי הוגן, אשר הינו הפרמטר הרלוונטי עבור משקיעיה. בנוסף, הקרן תקבל החלטותיה בנוגע להשקעות קיימות (המשך החזקה, מימוש, אופי ניהול) בהתבסס על שוויין ההוגן. כמו כן תגמול אנשי המפתח בקרן יתבסס על השווי ההוגן של ההשקעות. לעמדת הקרן, המידע הרלוונטי שתספק למשקיעיה הינו נתונים על השווי ההוגן של ההשקעות ועל הגורמים אשר עשויים להוביל לשינוי בו, שכן מטרת המשקיעים בקרן הינה השאת ערך ההשקעות ומימושן. בפניית הקרן מפורטות דוגמאות להערכת ביצועים והחלטות בהתבסס על שווי הוגן של תיק הנכסים. יתרה מכך מציינת הקרן כי האמור משקף הבדל מהותי בין אופי והיקף הדיווחים של הקרן והפרמטרים אשר ישמשו אותה לקבלת החלטות, לבין אופי והיקף הדיווחים בחברות אחזקה תפעוליות שונות.

12.4. לעמדת הקרן, הסממנים הטיפוסיים של ישות השקעה המפורטים בסעיף 28 לתקן יתקיימו בהתאם למודל העסקי שלה: צפויה להחזיק ביותר מהשקעה אחת; בקרן ישקיעו יותר ממשקיע אחד – ההחזקה בקרן תהיה בידי משקיעים מוסדיים ומשקיעים בבורסה ולא על ידי צדדים קשורים; זכויות הבעלות בקרן כישות משפטית נפרדת, הינן בצורת זכויות הוניות.

13. על בסיס האמור לעיל בתמצית (וכמפורט בהרחבה בפניית החברה), לעמדת הקרן, היא עונה לכלל הקריטריונים והסממנים הטיפוסיים של ישות השקעה ועל כן היא תמדוד את השקעותיה בשווי הוגן. מדידה זו לגישתה עקבית עם מהות הקרן ומטרותיה, תאפשר לשקף למשקיעים מצג אמין, רלוונטי ושקוף בכל נקודת זמן, ותהלוס את פעילותה הכלכלית של הקרן שמהותה השבחת מיזמי תשתיות ואנרגיה בטווח הבינוני ומימושם באמצעות תזרימי מזומנים שוטפים ו/או רווחי הון.

עמדת סגל הרשות

14. סגל הרשות אינו מתערב בעמדת הקרן לפיה היא תקיים את התנאים להגדרתה כישות השקעה בהתאם להוראות התקן, זאת, מן הנימוקים שפורטו בפנייתה ותוארו לעיל בתמצית, אשר מבססים את עמידתה בקריטריונים הנדרשים לשם כך בהתאם להוראות התקן. סגל הרשות מבקש להדגיש כי עמדה זו הינה בכפוף לעמידת הקרן בפועל במודל העסקי אשר תואר בפנייתה.

15. סגל הרשות מבקש להדגיש כי סעיף 85ב' להנחיות היישום של התקן קובע כי בעת הערכה אם ישות היא ישות השקעה יש לשקול את כל העובדות והנסיבות, כולל מטרתה והמבנה שלה. כמו

כן סעיף 85ב קובע כי הגדרת ישות השקעה דורשת שהמטרה של ישות השקעה תהיה להשקיע אך ורק לעליית ערך הונית, להכנסה מהשקעה, או לשניהם. כן מפרט הסעיף ראיות שיעידו על מטרת הישות, הכוללות בין היתר את מסמך ההצעה של הישות, פרסומים שהופצו על ידי הישות, מסמכי התאגדות, האופן בו הישות מציגה את עצמה לצדדים אחרים כגון משקיעים פוטנציאליים או ישויות מושקעות פוטנציאליות וכדומה.

במקרה דנן, נוכח השלב המקדמי של הפניה עוד טרם תחילת יישום המודל העסקי של הקרן כמפורט בפנייתה, ראיות אלה עדיין לא קיימות. עמדת סגל הרשות כאמור הינה בהנחה כי מתקיימת מלוא המסכת העובדתית באשר למודל העסקי של הקרן המפורטת בפנייתה. ברי כי יש לבחון באופן שוטף את עמידת הקרן בהגדרה של ישות השקעה ובתנאיה, ובין היתר ביסוס האמור בראיות כמתואר בסעיף 85א המתואר לעיל באופן שוטף ומתמשך.

16. כמו כן, במסגרת פנייתה התייחסה החברה למתכונת הגילוי שבכוונתה לכלול במסגרת תיאור עסקי התאגיד אשר ייכלל בתשקיף הקרן בעתיד. סגל הרשות מבקש להדגיש כי במסגרת עמדתו לפניית החברה דנן, הוא אינו מתייחס להיבטי גילוי, תוכן והיקף המידע שיוצג למשקיעים במסגרת תשקיף שיוגש על ידי הקרן. סוגיות גילוי באשר לפעילותה העסקית של הקרן ידונו במסגרת תהליך בדיקת התשקיף של הקרן על ידי סגל הרשות, ככל שיוגש.

כאמור ברישא למכתבנו זה, עמדת סגל הרשות לעיל נוגעת אך ורק לעובדות שתוארו במכתביכם שבסימוכין, וכפי שתוארו, והן מתייחסות אך ורק לסוגיה החשבונאית נשוא פניית החברה ואשר מפורטת במכתבנו זה.

בהתאם לנוהל פניה מקדמית, פניית החברה ותשובת סגל הרשות תפורסמנה במלואן באתר הרשות.

בכבוד רב,

שירן לוי קיסלסי, חשבונאית

שושנה כהן שטרן, רו"ח

רינה כהן פחימה, רו"ח

מחלקת תאגידיים

העתק: משרד רואי חשבון סומך-חייקין (באמצעות פקס מספר: 03-6848444)