



הוועדה
לקידום הקמת
קרנות נסחרות
להשקעה בתשתיות

דוח סופי

2019



הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות

דוח סופי

יוני
2019

פרק 1 - תקציר הדוח ועיקרי ההמלצות..... 3

- 1.1. רקע לעבודת הוועדה..... 3
- 1.2. הרכב הוועדה..... 5
- 1.3. עיקרי ההמלצות..... 7
- 1.4. סיכום..... 10

פרק 2 - מבוא..... 11

- 2.1. סקירה גלובלית - תחום התשתיות..... 11
- 2.2. תחום התשתיות בישראל..... 12
- 2.3. המודל המומלץ להקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, יתרונותיו ואתגרים מרכזיים..... 22

פרק 3 - המלצות הוועדה..... 29

- 3.1. קרנות השקעה בתשתיות - הגדרתן, תנאי פעילותן והמגבלות שיחולו עליהן..... 29
- 3.2. כללי המס שיחולו על הקרן והמחזיקים בניירות הערך שלה..... 42
- 3.3. הוראות מעבר..... 47
- 3.4. היבטי גילוי, תשקיפים וכללי הרישום למסחר בבורסה..... 47

פרק 4 - נספחים..... 49

- 49 נספח א' - פעילות קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות בעולם
- 4.1. קרנות השקעה בתשתיות - סקירה כללית..... 49
- 4.2. קרנות נסחרות בבריטניה..... 50
- 4.3. שותפויות נסחרות בארה"ב..... 54
- 57 נספח ב' - כתב מינוי של הוועדה
- 59 נספח ג' - טבלת הערות ציבור והתייחסויות הוועדה



פרק 1 - תקציר הדוח ועיקרי ההמלצות

1.1. רקע לעבודת הוועדה

1.1.1. הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות ("הוועדה") הוקמה ביום 4 במאי 2014 על ידי פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות לניירות ערך דאז, וגב' מיכל עבאדי בויאנג'ו, החשבת הכללית במשרד האוצר דאז. בוועדה חברים נציגים של רשות ניירות ערך, אגף החשב הכללי ואגף התקציבים במשרד האוצר, רשות המיסים, רשות שוק ההון, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד המשפטים, הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("הבורסה") וענבל חברה לביטוח בע"מ.

1.1.2. פיתוח התשתיות הלאומיות הוא נדבך מרכזי בהוצאה לפועל של מגוון יעדים לאומיים המפורטים בהחלטות ממשלה, בתכניות מתאר ארציות, במסמכי התקציב והתכנית הכלכלית של המדינה וכן בתכניות העבודה של הממשלה. על מנת לקדם יעדים אלו קיים צורך בייזום פעולות אפקטיביות לפיתוח תשתיות ופרויקטים במגוון של שותפויות בין הסקטורים השונים בחברה ובמשק.

1.1.3. בשנות ה-90, החל בישראל שיתוף של המגזר הפרטי בהקמה ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות בשיטה שהיא נפוצה בעולם, המכונה Public Private Partnership ("PPP"). שיטה זו משלבת את יתרונות המגזר הפרטי והציבורי ומחלקת את הסיכונים ביניהם.

1.1.4. פרויקטי תשתיות פיזיות כלכליות¹ הם בעלי תרומה כלכלית וחברתית משמעותית למשק. פרויקטים המוקמים בשיטת ה-PPP בארץ וברחבי העולם הינם פרויקטים המאופיינים, לרוב, במורכבות הנדסית ותפעולית גבוהה. כיום, פרויקטים המבוצעים בשיטה זו הם בעיקר בתחומי התחבורה, המים, האנרגיה והבינוי.

1.1.5. מקור האשראי העיקרי של פרויקטים בתחום התשתיות בישראל המבוצעים בשיטת ה-PPP הוא אשראי של המערכת הבנקאית, ובעיקר של שני הבנקים הגדולים, בנק הפועלים ובנק לאומי. בנקים אלה פועלים כמארגני החוב במרבית הפרויקטים ולאחר מכן הם מוכרים נתחים ממנו לבנקים אחרים, גופים מוסדיים וגופי מימון זרים ומקימים קונסורציום מלווים. כמו כן, המקור להון העצמי של הפרויקטים הוא בעיקר מחברות העוסקות בתחום ייזום פרויקטים בתחום התשתיות ושתי קרנות פרטיות הפועלות בתחום.

1.1.6. משמעות הדבר היא שהשוק מאופיין במספר שחקנים מצומצם, כמו גם בהיעדר מעורבות הציבור במימון ישיר של הפרויקטים. כל זאת, כאשר היקפם הכספי של הפרויקטים הציבוריים בישראל המבוצעים בשיתוף המגזר הפרטי הוא עשרות מיליארד ש"ח ונמצא במגמת צמיחה שנים האחרונות.

1.1.7. לאור האמור, הוקמה הוועדה על מנת שתבחן ותמליץ על אמצעים ומהלכים שיש בהם כדי לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות ("קרנות השקעה בתשתיות") אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות בישראל, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם ויתרמו ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית. כמו כן, הקרנות יפתחו בפני הציבור אפיק השקעה חדש ויאפשרו לו להיות שותף ישיר להשקעות בפרויקטים אלה.

¹ הכוונה בעיקר לפרויקטים בתחומי התחבורה (לרבות נמלי תעופה וים), האנרגיה, המים והתקשורת.

1.1.8. הוועדה קיימה התייעצויות ודיונים עם גורמים רבים ומגוונים הפועלים או עוסקים בתחום התשתיות בישראל, בהם חברות ייזום פרויקטים, קרנות פרטיות הפועלות בתחום, יזמים פרטיים, יועצי מימון ומס המתמחים בתחום, בנקים, גופים מוסדיים, עורכי דין המתמחים בתחום ונציגי גופים ממשלתיים רלוונטיים. כמו כן, סקרה הוועדה מודלים קיימים בעולם לשילוב הציבור במימון פרויקטים בתחום התשתיות באמצעות הבורסות.

1.1.9. בעבודתה, בחנה הוועדה, בין היתר, את הנושאים הבאים: מסגרת פעילותה של קרן השקעה בתשתיות, ובכלל זאת התנאים והמגבלות שיחולו עליה; היבטי מיסוי והטבות המס למשקיעים בקרן; עידוד השקעת משקיעים זרים בתשתיות בישראל; היבטי גילוי ודיווח והצורך בהתאמתם.

1.2. הרכב הוועדה

יו"ר הוועדה:

- **עו"ד מאיר לוי** - המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי). יו"ר משותף של הוועדה. מונה בעת כהונתו כיועץ המשפטי של מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך.
- ***רו"ח יריב נחמה**, לשעבר סגן בכיר לחשב הכללי, משרד האוצר. יו"ר משותף של הוועדה. הוחלף על ידי מר נחמיה קינד, סגן בכיר לחשב הכללי.

חברי ומשתתפי הוועדה (לפי סדר א'-ב'):

- ***מר אודי אדירי**, לשעבר סגן הממונה על התקציבים בתחום התשתיות, משרד האוצר. הוחלף על ידי הגב' עדי חכמון, סגנית הממונה על התקציבים בתחום התשתיות ומר תמיר כהן, רכז תשתיות באגף תקציבים, משרד האוצר.
- **גב' חני בכ-שטרית**, סמנכ"לית בכירה, מנהלת המחלקה הכלכלית, הבורסה לניירות ערך בתל אביב.
- ***גב' הילה בן חיים**, לשעבר סגנית בכירה למפקחת על שוק ההון, ביטוח וחסכון, משרד האוצר. הוחלפה על ידי מר יואב גפני, סגן בכיר לממונה על שוק ההון, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.
- ***מר מוריס דורפמן**, לשעבר סגן ראש המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה. הוחלף על ידי ד"ר אסף קובו, כלכלן בכיר, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה.
- ***עו"ד דלית זמיר**, לשעבר ממונה בכירה, מחלקת יעוץ וחקיקה (כלכלי-פיסקלי), משרד המשפטים. הוחלפה על ידי עו"ד צליל לוי, מחלקת ייעוץ וחקיקה (משפט כלכלי), משרד המשפטים.
- ***רו"ח בני יונה**, לשעבר מנהל מחלקת שוק ההון בחטיבה המקצועית, רשות המיסים.
- ***רו"ח יהלי רוטנברג**, לשעבר סגן בכיר לחשב הכללי, משרד האוצר.
- **רו"ח רויטל רז**, מנהלת תחום בכירה (תקינה חשבונאית), רשות המיסים.

מרכזי הוועדה:

- ***רו"ח נועם רובינזון**, ראש צוות וראש אשכול עסק חי, מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך. הוחלף על ידי רו"ח יבגני אוסטרובסקי, ראש מערך פיתוח שוק והערכות שווי, ורו"ח איתי פלד, רפרנט, מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך.
- ***מר נדב צוק** לשעבר רכז תחבורה ופרויקטים, אגף החשב הכללי, משרד האוצר. הוחלף על ידי מר איציק מרמלשטיין, מנהל יחידת PPP ותשתיות, ומר ישראל ליכטיג, רכז תשתיות, אגף החשב הכללי, משרד האוצר.

כתב המינוי של הוועדה מצורף כנספח ב' לדוח זה.

* סיים/ה את תפקידו/ה טרם השלמת עבודת הוועדה והגשת הדוח.

לכתיבת דוח זה ולעבודת הצוות תרמו אנשים רבים מלבד חברי ומשתתפי הוועדה ותודתנו נתונה להם:

- עו"ד מיכל ששינסקי, סמנכ"לית, ענבל חברה לביטוח בע"מ.
- *שרון נובק, לשעבר יועץ פיננסי בכיר למשרד האוצר.
- *אליאב פולק, לשעבר אנליסט פיננסי, ענבל חברה לביטוח בע"מ.
- *איתי חביליו, רפרנט אנרגיה, אגף החשב הכללי, משרד האוצר.
- רו"ח ניר הלפרין, יועץ מס חיצוני של הבורסה לניירות ערך.
- גב' הילה גלזמן, מנהלת מחלקת השקעות ושוק ההון, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.

הוועדה מבקשת להודות לכל מי שעמו נפגשה במהלך עבודתה.

1.3. עיקרי ההמלצות

להלן עיקרי המלצות הוועדה:

1.3.1. קרנות השקעה בתשתיות - הגדרתן, תנאי פעילותן והמגבלות שיחולו עליהן

1.3.1.1. הגדרת הקרן - התאגדות, פעילות ורישום למסחר - קרן השקעה בתשתיות תהיה חברה חדשה שהתאגדה בישראל, קרי, הינה תושבת ישראל בהתאם לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] ("הפקודה"), מנייתיה נרשמו למסחר בבורסה בישראל בתוך שלושים ושישה חודשים מיום התאגדותה, וכל פעילותה הינה כקרן השקעה בתשתיות על פי התנאים שנקבעו לעניין קרן כאמור.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.1 לדוח.

1.3.1.2. נכסי הקרן - הקרן תפעל בהתאם למדיניות השקעה שתעוגן בדין, ותחייב אותה לעמוד בכל 30 ביוני ו-31 בדצמבר במגבלות בעניין סוגי הנכסים (כפי שהוגדרו בדוח) ושיעורם מסך הנכסים. לעניין פעילותה של הקרן, "נכסי תשתיות" הוגדרו בין היתר כהשקעה בהחזקה, העמדת חוב ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות. "תחום התשתיות" הוגדר ככל אחד מהתחומים הבאים: (1) הפקה, טיהור וטיפול מים, הובלת וחלוקת מים ומי קולחין, התפלת מים, טיהור שפכים ואיסוף, מיון, הובלה ומחזור וטיפול (למעט הטמנה) בפסולת; (2) הקמה והפעלה של כבישים, הסעת המונים והיסעים, נמלי ים, נמלי תעופה וחניונים הנלווים לכל אחד מאלה; (3) ייצור חשמל, זיקוק מוצרי דלק, הקמת והפעלת תשתיות הולכה וחלוקה של חשמל, מוצרי דלק וגז ומתקני אחסון של מוצרי דלק וגז טבעי; (4) הקמה והפעלה של תשתיות טלפוניה, אינטרנט, רדיו טלפון נייד ("רט"ן"), כבלים, לוויין והפצת שידורים; (5) מבלי לגרוע מפסקאות (1)-(4), כל תשתית המבוצעת במסגרת הסכם שיתוף פעולה בין המגזר הציבורי והפרטי (Public-Private Partnership - PPP); (6) תחום אחר שאושר על ידי שר האוצר כתחום תשתיות.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.2 לדוח.

1.3.1.3. פיזור המשקיעים בקרן - במטרה להבטיח את פיזור האחזקות במניות הקרן, הן על מנת שהטבות המדינה שניתנות לקרן יוענקו אפקטיבית לציבור רחב ככל הניתן, והן כדי להבטיח סחירות נאותה במניות, נקבעו כללי פיזור המבוססים על מודל Five or fewer.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.3 לדוח.

1.3.1.4. מינוף הקרן - הקרן תהיה רשאית לגייס חוב בשיעור של עד 80% מסך שווי הנכסי התשתיות ובתוספת של עד 20% מסך שווי הנכסים שאינם נכסי תשתיות.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.4 לדוח.

1.3.1.5. חובת חלוקה - על מנת שהקרן תהנה ממעמד של קרן השקעה בתשתיות לצורכי מס ותזכה בהטבות מס (כמוצע בדוח), יהא עליה לחלק לבעלי מניותיה לפחות 90% מההכנסה החייבת לאחר השלמת רישומה למסחר, למעט רווח הון ממכירת נכסי תשתיות, עד יום 30 באפריל בשנה העוקבת לשנה שבה הופקה או נצמחה ההכנסה. רווח הון ממכירת נכסי תשתיות יחולק עד 12 חודשים ממועד המכירה אלא אם נרכש נכס תשתיות אחר בתקופה זו.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.5 לדוח.

1.3.1.6. אישור רואה חשבון על עמידה בתנאים - לדיווחי הקרן לרשות המיסים יצורף אישור רואה חשבון כי התנאים שבהם מחויבת לעמוד הקרן על מנת להיחשב קרן השקעה בתשתיות אכן מתקיימים.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.6 לדוח.

1.3.1.7. השלכות הפרת הכללים והמגבלות החלים על הקרן - מאחר שהקרן זכאית להטבות שונות, נקבעו הוראות לעניין מקרים של הפרת התנאים הקבועים להגדרת פעילותה של חברה כקרן השקעה בתשתיות. מקום בו נעשתה הפרה שלא תוקנה בהתאם לאפשרות התיקון כפי שנקבעה בדוח, תחדל החברה להיות זכאית להטבות, ולא תוכל לשוב עוד להיחשב כקרן השקעה בתשתיות.

← להרחבה ראו סעיף 3.1.7 לדוח.

1.3.2. כללי המס שיחולו על הקרן והמחזיקים בניירות הערך שלה

הקרנות ייהנו ממשטר מס מיוחד, אשר עיקרון הבסיס שלו הינו מיסוי הכנסות הקרן באופן ישיר בידי בעלי מניות הקרן בצירוף הטבות מס אחרות.

1.3.2.1. תנאי הזכאות למודל המיסוי הישיר - הזכאות למודל המיסוי הישיר תהיה רק לקרן העונה על הגדרת קרן השקעה בתשתיות ומקיימת את כל תנאי פעילותה המפורטים בדוח. משטר המס הייעודי יחול החל ממועד הרישום למסחר בבורסה של מניות הקרן, אך הקרן תהא זכאית להחלת המתווה האמור למפרע החל ממועד הקמתה, לפי כללים שיקבעו בעניין על ידי רשות המיסים.

← להרחבה ראו סעיף 3.2.1 לדוח.

1.3.2.2. עקרונות מודל המיסוי הישיר -

1.3.2.2.1. ההכנסה החייבת של הקרן שהועברה לבעלי המניות בקרן בהתאם לחובת החלוקה תיחשב להכנסתם החייבת של בעלי המניות בקרן.

1.3.2.2.2. מועד החיוב במס בגין ההכנסות המחולקות מהקרן יהיה במועד החלוקה של ההכנסות בפועל מהקרן לבעלי מניותיה, כאשר חברי הבורסה יבצעו ניכוי מס במקור במועד החלוקה. מועד החיוב במס בגין מכירה של מניות הקרן יהיה במועד מכירתן.

1.3.2.2.3. סיווג וחישוב ההכנסה החייבת בידי בעלי המניות יתבצעו ברמת הקרן. ההכנסה החייבת המחולקת תופרד בהתאם למקורות ההכנסה שמהם נצמחה או הופקה בידי הקרן, וסיווגה בידי בעלי המניות יהיה בהתאם למקורות אלו. שיעורי המס שיחולו על כל סוג הכנסה פורטו במסגרת הדוח. על מנת לעודד השקעה של קרנות פנסיה וקופות גמל, גופים אלו יהיו פטורים ממס בגין כלל הכנסות הקרן, למעט הכנסות חריגות.

1.3.2.2.4. הקרן תהווה מפעל קבע בישראל לעניין חבות במס של בעלי מניות תושבי חוץ בגין הכנסות המחולקות להם מהקרן.

1.3.2.2.5. בעת העברת נכסים לקרן תמורת הנפקת מניות בה תינתן הטבת מס לקרן בדרך של מס רכישה מופחת ולמעביר הנכסים בדרך של דחיית מועד תשלום מס רווח הון/מס שבח.

1.3.2.2.6 נקבעו הוראות בעניין קיזוז הפסדים ברמת הקרן וברמת בעלי המניות.

1.3.2.2.7 נקבעו הוראות לעניין ניכוי של מיסי חוץ ששילמה הקרן.

← להרחבה ראו סעיף 3.2.2 לדוח.

1.3.3. היבטי גילוי, תשקיפים וכללי הרישום למסחר בבורסה

1.3.3.1. גילוי והצגה בדוחות הקרן - החל במועד הצעת ניירות הערך של הקרן לציבור חובות הגילוי והדיווח שלה יהיו לפי חוק ניירות ערך התשכ"ח - 1968 ("חוק ניירות ערך") ותקנותיו. הקרן תידרש להציג נתונים ופילוחים הרלוונטיים לתחום הפעילות ולענף, כפי שנדרש בהתאם לחוק.

← להרחבה ראו סעיף 3.3.1 לדוח.

1.3.3.2. אגרות - קרן השקעה בתשתיות תהא זכאית להקלות בתשלומי אגרות לרשות ניירות ערך ולבורסה במהלך תקופה קצובה מתום תקופת טרום המסחר.

← להרחבה ראו סעיף 3.3.2 לדוח.

1.3.3.3. כללי רישום למסחר בבורסה - על הקרן יחולו כללי הרישום למסחר של הבורסה, למעט לעניין ותק פעילות, כפי שמוצע בדוח.

← להרחבה ראו סעיף 3.3.3 לדוח.

1.4. סיכום

ביום 14 באוקטובר 2018 פורסם דוח הביניים של המלצות הוועדה להערות הציבור הרחב (להלן: "דוח הביניים"). לאחר קבלת ההערות ודיון בהן בוועדה (ראו טבלה בנספח ג' לדוח), מפורסם בזאת הדוח הסופי של המלצות הוועדה. הוועדה סבורה שהמלצותיה המפורטות בדוח מספקות מסגרת מקיפה ליצירת התשתית להקמתן ופעילותן של קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות.

הוועדה מאמינה כי קרנות שיקומו ויפעלו בהתאם לאסדרה זו, יוכלו לשמש כלי משמעותי למימון פרויקטים בתחום התשתיות, ולהוביל להגברת התחרות בשוק האשראי למימון הפרויקטים ובשוק הבעלות על הפרויקטים. בפרט, רואה הוועדה חשיבות רבה בהגדלת התחרות בתחום ארגון החוב לפרויקטי תשתיות, תחום שמאופיין במספר שחקנים מצומצם ביותר. בנוסף, הוועדה סבורה כי ניירות הערך של הקרנות יהיו מכשיר השקעה העשוי להיות משמעותי לציבור בכלל ולגופים מוסדיים בפרט, ולהוביל לניתוב כספים לשוק ההון ולחיזוק המסחר בבורסה.

2.1. סקירה גלובלית - תחום התשתיות

מכון המחקר של חברת מקינזי מעריך כי בשנים האחרונות, היקף ההשקעה העולמי בתשתיות עמד על כ-3.1 טריליון דולר בשנה. סכום זה מתייחס לתשתיות פיזיות כלכליות וכולל תשתיות ליבה בתחומי התחבורה, אנרגיה (חשמל, דלק וגז טבעי), מים ותקשורת אך אינו כולל תשתיות חברתיות דוגמת מוסדות ציבור, בתי חולים, ושירותים שונים ותשתיות נדל"ן פרטיות.²

עם זאת, קיים פער משמעותי בין הביקוש העולמי להשקעה בתשתיות ובין ההשקעות בפועל, פער שהולך ומעמיק עם השנים. הפורום הכלכלי העולמי מעריך כי על מנת לפגוש את ציפיות הביקוש העולמיות לתשתיות עד שנת 2030, יש להגדיל את היקף ההשקעה השנתי בתשתיות בכ-800 מיליארד דולר.³ על פי הערכת מקינזי, על מנת לסגור את הפער האמור ולהדביק את קצב צמיחת התמ"ג הצפויה, היקף ההשקעה השנתית הנדרשת עומד על כ-3.7 טריליון דולר בשנה עד לשנת 2035.

מחוללי הביקוש המרכזיים בשוק התשתיות הם גידול בצרכי התשתית במדינות המתפתחות והזדקנות התשתיות הקיימות במדינות המפותחות. לאור צרכים אלו והפער הקיים, ישנו צפי להשקעות נרחבות בתשתיות, הן במדינות מפותחות והן במדינות מתפתחות במהלך העשורים הקרובים. השקעות אלו צפויות להתמקד בענפים הבאים: מערכות להסעות המונים ותחבורה מסילתית, תשתיות אנרגיה, תשתיות מים, תשתיות תקשורת, נמלי אוויר ונמלי ים. לרוב, השקעות כאמור ממומנות בעיקרן באמצעות תקציבים ציבוריים ורק חלק קטן מהן ממומן באמצעות המגזר הפרטי.

לאור המנעד הגדול בהיקפי הפרויקטים, מנעד המתעצם כאשר מכלילים תשתיות חברתיות, קשה לאפיין היקף פרויקט תשתיות טיפוסי. בעוד פרויקט להקמת אשכול בתי ספר מצריך השקעה של עשרות מיליוני דולרים, פרויקטים בתחום האנרגיה מחייבים השקעה של מיליארדי דולרים בודדים ומגה פרויקטים בתחום התחבורה, בדגש על מערכות להסעות המונים ותחבורה מסילתית, דורשים השקעה ראשונית של עשרות מיליארדי דולרים לפרויקט בודד. יצוין כי לצד עלויות ההקמה, מרבית הפרויקטים מתאפיינים בעלויות תחזוקה ותפעול משמעותיות.

אחת השיטות הנפוצות בעולם לשיתוף המגזר הפרטי בהקמה ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות הינה שיטת ה-PPP. שיטה זו משלבת את יתרונות כל אחד מהמגזרים הפרטי והציבורי ומחלקת את הסיכונים בהתאם ליתרונותיה. כך, למשל, המגזר הציבורי אחראי בד"כ לאספקת קרקעות ולסיכונים כוח עליון, והמגזר הפרטי אחראי לטכנולוגיה ולהקמת הפרויקטים.

שיטת ה-PPP התמקדה בעבר באספקת תשתיות ליבה, אך בעשור האחרון מדינות המתמקצעות בפרויקטים בתחום התשתיות בשיטת ה-PPP, ובראשם בריטניה, קנדה ואוסטרליה, הרחיבו את השימוש בשיטה זו על מנת לקדם פרויקטים בתחום שירותי הממשל וביניהם מוסדות רפואיים וחינוכיים, בתי משפט ובתי סוהר, מתקני דיור ממשלתי ודיור ציבורי, מתקנים ביטחוניים ועוד.

² סקירה של מכון המחקר של חברת הייעוץ הבינ"ל McKinsey & Company בנושא פערי השקעה בתשתיות בעולם, אוקטובר 2017 - <https://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/bridging-infrastructure-gaps-has-the-world-made-progress#section%201>

³ סקירה של World Economic Forum בנושא פערי השקעה בתשתיות בעולם ואופן ההשקעה הנדרש בתשתיות, יוני 2016 - <https://www.weforum.org/agenda/2016/06/the-world-has-an-800bn-annual-infrastructure-gap-heres-how-to-close-it>

על פי הבנק העולמי⁴, היקף ההשקעה השנתי בפרויקטים בתחום התשתיות בשיטת ה-PPP עלה מממוצע שנתי של כ-40 מיליארד דולר בתחילת שנות האלפיים לכ-80 מיליארד דולר בתחילת העשור הנוכחי, ולכ-110 מיליארד דולר כיום. סך ההשקעה בפרויקטים בתחום התשתיות בשיטת ה-PPP במהלך שני העשורים האחרונים מוערך בכ-1.3 טריליון דולר. גידול זה נובע ממספר גורמים מרכזיים וביניהם:

- המשבר הכלכלי והלחצים התקציביים שבאו בעקבותיו.
- גידול בהיצע ההון בשוק הפרטי וירידה בתשואה על נכסים בסיכון נמוך.
- אימוץ שיטת ה-PPP בקרב מדינות מתפתחות רבות.
- הרחבת אפיקי הפעילות בקרב המדינות המובילות את השוק.

לצד פרויקטים הממומנים באמצעות תקציבים ציבוריים ופרויקטים המבוצעים בשיטת ה-PPP ישנם פרויקטים בתחום התשתיות המבוצעים באמצעות חברות פרטיות, ללא התערבות ממשלתית. לאור המאפיינים הכלכליים של פרויקטים אלו רבים מהם ימומנו בשיטת ה-project finance, בדומה לנעשה בשיטת ה-PPP. ענפי האנרגיה (הפקה וזיקוק) והתקשורת מתאפיינים בהשקעות משמעותיות בתשתיות המבוצעות במימון עצמי וללא התערבות גורמים ממשלתיים.

2.2. תחום התשתיות בישראל

2.2.1. סקירה כללית

תחום התשתיות בישראל מורכב מפרויקטים בהובלת מספר גורמים מרכזיים:

- פרויקטים בשיטת ה-PPP של החשב הכללי ושל משרד הביטחון - פרויקטים בהיקפים גדולים אשר מבוצעים בשיתוף המגזר הפרטי בו מועברים חלק מסיכוני הפרויקט לזכיין הנבחר במכרז, והוא מממן, מתכנן, מקים ומתפעל את הפרויקט.
- פרויקטים תקציביים (DB / כתב כמויות) - פרויקטים בהם השותפות עם המגזר הפרטי מוגבלת. בפרויקטי DB המגזר הציבורי מבצע תכנון ראשוני ומעביר את התכנון המפורט והביצוע אל המגזר הפרטי.
- פרויקטים הפועלים תחת רישיונות, בפרט תחת משרד האנרגיה, רשות החשמל ורשות המים.
- פרויקטים בתחום התשתיות תחת רשויות מקומיות - פרויקטים בהיקפים קטנים יותר, לצרכים המקומיים של כל רשות או מספר רשויות.

⁴ סקירה של הבנק העולמי בנושא היקף ואופן ההשקעה בפרויקטים בשיתוף המגזר הפרטי (PPP) בעולם ב-25 השנים האחרונות, יוני 2016 - <https://ppiaf.org/documents/3551>

היקף הפעילות הכולל של פרויקטים בביצוע בשיטת ה-PPP בישראל נעמד בכ-50 מיליארדי ש"ח ובנוסף קיימים פרויקטים מתוכננים בהיקף של עשרות מיליארדי ש"ח נוספים. להלן ריכוז הפרויקטים העיקריים (על פי מידע עדכני שהתקבל מהחשכ"ל):

פרויקטים בשלב ההקמה או הסגירה פיננסית:

ענף	פרויקט	שלב	היקף הפרויקט (מלש"ח)	היקף החוב (מלש"ח)	היקף ההון (מלש"ח)	מממנים מרכזיים
תחבורה	כביש 16	סגירה פיננסית	1,000	*800	*200	-
אנרגיה	IPM - באר טוביה	עבודות הקמה	2,000	1,600	400	דויטשה בנק
סביבה	מתקן לטיפול בפסולת עירונית	סגירה פיננסית	800	*640	*160	-
בינוי	נמל אשדוד	מכרז	3,500	*2,800	*700	אג"ח ממשלתי
	סה"כ	-	7,300	5,840	1,460	-

פרויקטים בשלב ההפעלה:

ענף	פרויקט	היקף הפרויקט (מלש"ח)	היקף החוב (מלש"ח)	היקף ההון (מלש"ח)	מממנים מרכזיים
	כביש 6	5,000	4,500	500	בנק הפועלים
תחבורה	כביש 6 (קטעים 3 ו-7)	2,600	2,200	400	בנק הפועלים, דויטשה בנק
	רק"ל ירושלים	2,000	1,600	400	בנק הפועלים, בנק לאומי
	כביש 431	1,800	1,500	300	בנק הפועלים, בנק HSBC, מזרחי טפחות
	הנתיב המהיר ת"א	500	500	-	בנק לאומי
	מנהרות הכרמל	1,500	1,000	500	בנק דיסקונט
	VID - אשקלון	1,100	900	200	בנק הפועלים
התפלה	דרך הים - פלמחים	1,000	750	250	בנק הפועלים
	H2ID - חדרה	1,500	1,200	300	EIB, Espirito Sancto, בנק הפועלים
	SDL - שורק	1,700	1,400	300	בנק הפועלים, בנק לאומי, HSBC, EIB
	מתקן התפלה אשדוד	1,600	1,300	300	בנק הפועלים

ענף	פרויקט	היקף הפרויקט (מלש"ח)	היקף החוב (מלש"ח)	היקף ההון (מלש"ח)	מממנים מרכזיים
אנרגיה	תרמו - מגלים	2,900	2,300	600	בנק הפועלים, EIB
	תרמו - נגב	3,700	3,000	700	בנק לאומי, OPIC
	דוראד	5,000	4,000	1,000	בנק הפועלים
	OPC	2,100	1,700	400	לאומי, כלל, הראל, עמיתים, הפינקס
	דליה אנרגיה	5,000	4,000	1,000	בנק לאומי
	אשלים - PV	300	220	80	דויטשה בנק
בינוי	בית חולים אשדוד	650	500	150	בנק לאומי
	המכללה הלאומית לשוטרים	750	550	200	בנק דיסקונט
	קריית ההדרכה - צה"ל	1,900	1,500	400	בנק הפועלים
	אגף נגבה - כנסת ישראל	250	*200	*50	-
בינוי - מינהל הדיור	מרכז אנרגיה - קריית הממשלה	90	*70	*20	-
	חניון הלאום	100	*80	*20	-
	סה"כ	43,040	34,970	8,070	

* בפרויקטים אלו טרם נקבעה החלוקה בין היקף החוב והיקף ההון. נקבעה הנחה לפיה היקף החוב יהווה כ-80% מהיקף הפרויקט.

פרויקטים עתידיים:

ענף	פרויקט	הערכת היקף הפרויקט (מלש"ח)
ביטחון	קריית התקשוב - צה"ל	טרם ידוע
	קריית המודיעין - צה"ל	טרם ידוע
	מרה"ס - מרכזי הספקה	טרם ידוע
	"אופק רחב" - מחנה רב זרועי ברמלה	טרם ידוע
תחבורה	רק"ל ים - קו ירוק	כ-8-9 מיליארד ש"ח
	נתיבים מהירים חדשים בגוש דן	כ-2 מיליארד ש"ח
	רק"ל ת"א - קו סגול	החלקים שיבוצעו בשיטת PPP מוערכים במעל 10 מיליארד ש"ח
	רק"ל ת"א - קו ירוק	
	מטרו גוש דן	טרם ידוע
סביבה - טיפול בפסולת עירונית	מספר פרויקטים של השבת אנרגיה מפסולת	2,800
	מספר פרויקטים של טיפול ביולוגי בפסולת (עיכול אנאירובי)	טרם ידוע
טיהור מים	מתקן טיהור מים - תע"ש רמה"ש	טרם ידוע

ענף	פרוייקט	הערכת היקף הפרוייקט (מלש"ח)
התפלה	2 מתקני התפלה (שורק וגליל מערבי)	טרם ידוע
אנרגיה	PV - דימונה	טרם ידוע
	מספר תחנות כוח חדשות - יישום הרפורמה בחשמל	מיליארדי ש"ח
	ייצור חשמל מאנרגיה ירוקה בהתאם ליעדי הממשלה	מיליארדי ש"ח

להלן ריכוז היקף הפרוייקטים המבוצעים ב-PPP:

שלב הקמה/סגירה פיננסית (מלש"ח)	הפעלה (מלש"ח)	עתידי
7,300	43,040	עשרות מיליארדי ש"ח
סה"כ היקף פרויקטים בביצוע - 50,340 סה"כ היקף החוב - 40,810 סה"כ היקף ההון - 9,530		

בנוסף לפרוייקטים המוזכרים ישנם פרויקטים קיימים ומתוכננים בתחום התשתיות תחת רישיונות של רשות החשמל בהיקף מוערך של למעלה ממיליארד ש"ח ותחת רשויות מקומיות בהיקף מוערך של מאות מיליוני ש"ח.

תשתיות 2030

במחצית השנייה של שנת 2017 ועד לתחילת שנת 2018 פעל צוות משותף לנושאי התשתיות שמונה ע"י שר האוצר ובו היו חברים נציגי החשב הכללי, אגף תקציבים, משרד התחבורה ומשרד האנרגיה, במטרה להבין את הפערים הקיימים בתחום התשתיות במדינת ישראל ולהגדיר היכן נדרש להרחיב את ההשקעה בתחום זה. הצוות מצא כי רמת המלאי⁵ ואיכות התשתיות הכלכליות הפיזיות של ישראל נמוכים באופן משמעותי בהשוואה לממוצע המדינות המפותחות.

בהתאם לעבודת הצוות ולצורך יישום המלצות הבחינה האמורה באופן מיטבי הוקם גוף ייעודי, ('תשתיות 2030') שפועל להביא לשיפור במצב הקיים, ובין היתר לקידום הנושאים האלה: בניית תכנית לאומית לתשתיות לרבות רשימת יוזמות ופרוייקטים בתחום התשתיות ('צנרת'), ייעול תהליכי התכנון והרישוי, הסרת חסמים וקידום הביצוע לרבות הגדלת היצע כלי המימון לפרוייקטים בתחום התשתיות.

לאור זאת, צפוי גידול בהיקף הפרוייקטים בתחום התשתיות בישראל, לרבות בפרוייקטים המבוצעים בשיתוף המגזר הפרטי, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך.

⁵ מלאי הוא ערך נכסי התשתיות הקיימים חלקי סך התוצר. רמת המלאי נגזרת מהערכת שווי נכסי התשתיות ההיסטורי (בשנים 1992-2015), בתוספת סך ההשקעה בתשתיות בניכוי הפחת בגין נכסים אלו.

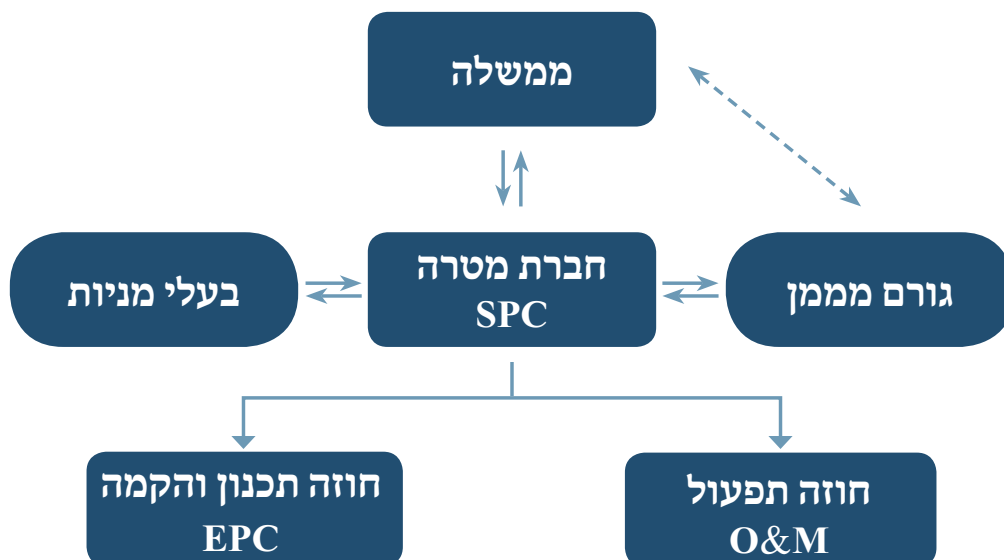
2.2.2. מאפייני פרויקטים בשיטת PPP בישראל

למדינת ישראל קיימים מגוון יעדים לאומיים. יעדים אלו מפורטים בהחלטות ממשלה, בתכניות מתאר ארציות, במסמכי התקציב והתכנית הכלכלית של המדינה וכן בתכניות העבודה של הממשלה. על מנת לקדם את יעדים אלו קיים צורך בייזום פעולות אפקטיביות לפיתוח תשתיות ופרויקטים במגוון של שותפויות בין הסקטורים השונים בחברה ובמשק.

בשנות ה-90, החל בישראל שיתוף המגזר הפרטי בהקמה ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות בשיטת ה-PPP. פרויקטים המוקמים בשיטה זו בארץ הינם פרויקטים בעלי פוטנציאל תרומה כלכלית משמעותית למשק המאופיינים, לרוב, במורכבות הנדסית ותפעולית גבוהה. כפי שפורט, בארץ מקודמים כיום במתכונת זו בעיקר פרויקטים בתחומי התחבורה, המים, האנרגיה והבינוי.

פרויקטים בשיטת ה-PPP מבוצעים עבור המדינה (המזמינה) באמצעות חברות עסקיות ייעודיות ("SPC"). ה-SPC מקבל מהמדינה את הזיכיון לתכנון, לממן, להקים, להפעיל ולתחזק את הפרויקטים לתקופה מוגדרת מראש, בדרך כלל 20 עד 35 שנים. בפועל, ה-SPC מתקשר עם קבלני הקמה ("EPC") ותפעול ("O&M") ואלה לוקחים על עצמם את האחריות להקמת והפעלת הפרויקט. מבנה עסקי זה מאפשר הקצאת סיכונים יעילה ומספק הגנה מיטבית לגורמים המממנים:

השחקנים ומבנה ההתקשרות

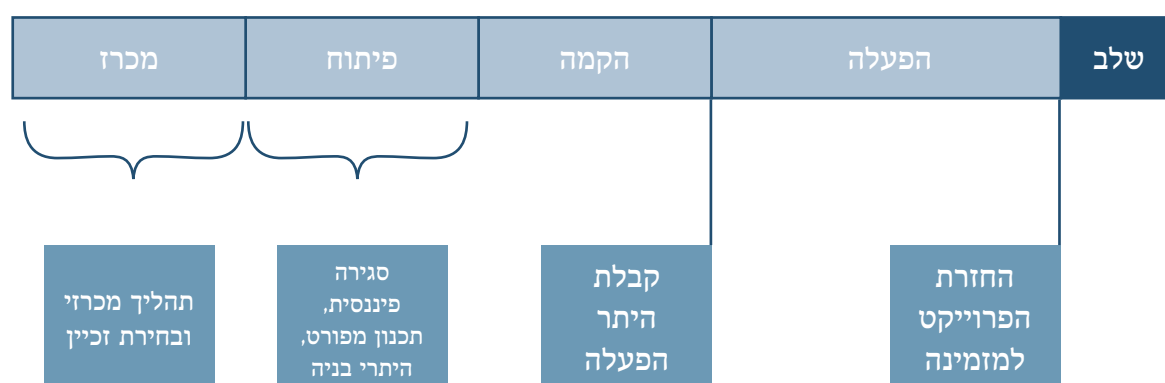


בישראל משתמשים בשלושה מודלים מרכזיים לקידום פרויקטים בשיטת PPP:

- **Build Operate Transfer (BOT) - הקמה, הפעלה והעברה** - בפרויקטים אלו המגזר הפרטי מקים, מממן ומתפעל את הפרויקט ובסיום תקופת הזיכיון מעביר את הפרויקט למזמינה. הכנסות הזכיון תחת מתווה זה מבוססות על הכנסות ממשתמשי קצה, לרוב בצירוף רשת בטחון מהמדינה.
- **Private Finance Initiative (PFI) - תכולות זהות לפרויקטי BOT** אך בפרויקטים אלו הכנסות הזכיון מבוססות על תשלום תקופתי, מוסכם מראש, מהמדינה ומותנות במדדי ביצוע ולא בהכנסות ממשתמשים.
- **Build Operate Own (BOO) - הקמה הפעלה בעלות** - בפרויקטים אלו הפרויקט נשאר בידי הזכיון בתום תקופת ההפעלה.

שלבי הפרויקט:

לפרויקטים בשיטת PPP מספר שלבים מרכזיים כמתואר להלן (למעט פרויקט BOO בו הזכיון מקבל את הפרויקט בסיום תקופת ההפעלה):



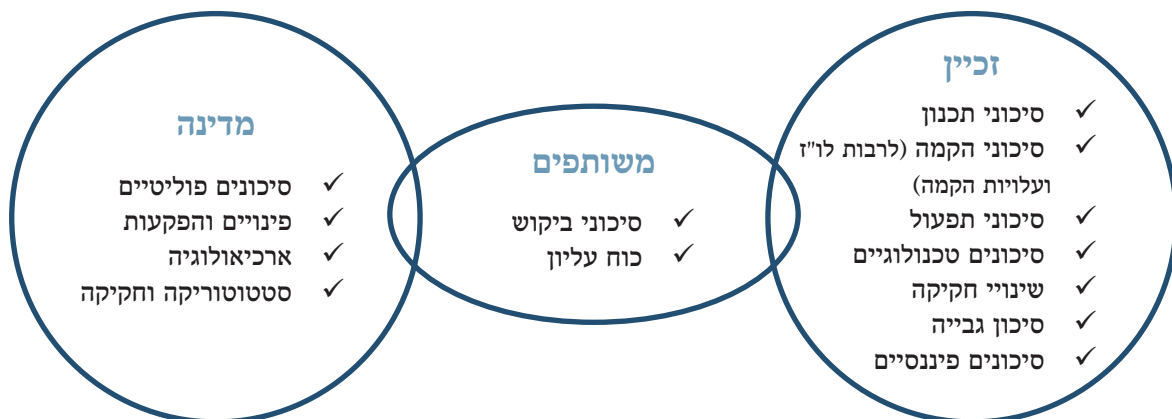
- **מיון מוקדם** - שלב מקדים להליך המכרזי, בו מתבצעת פנייה לשוק ובסיומו נבחרים המתמודדים הכשירים להגשת הצעות במכרז, כלומר מתמודדים שהפגינו התאמה לתנאים הבסיסיים הנדרשים במכרז (תנאי סף מקצועיים ופיננסיים). בשלב זה מגובשים התנאים למבנה הזכיון וקבלני ההקמה וההפעלה.
- **הליך מכרזי** - גיבוש הצרכים, תכולות ומודל צל לפרויקט, תכנון ראשוני ומנגנוני מימוש על ידי המזמינה וביצוע הליך תחרותי. בסוף שלב זה נבחר זוכה במכרז אשר חותם על הסכם זיכיון עם המדינה לכל תקופת הפרויקט (20-35 שנים).
- **סגירה פיננסית** - הזכיון מגייס את המימון הנדרש להקמת הפרויקט מגופים מממנים ומגבש הסכמי מימון בין בעלי המניות, הגופים המממנים והמדינה אשר מאשרת את ההסכמים. בשלב זה חותם הזכיון על הסכמים עם קבלני הקמה והפעלה של הפרויקט, בהתאם להצעתו במכרז.
- **תכנון מפורט** - ביצוע תכנון סופי ומדויק של הפרויקט לקראת ביצוע על ידי הזכיון. מבוצע במקביל לסגירה הפיננסית.
- **הקמה** - הקמת הפרויקט והערכות להפעלתו לרבות אישור הביצוע על ידי המזמינה לכל חלק בפרויקט.

- קבלת היתר הפעלה (PTO) - אישור השלמת המתקן על ידי המזמינה והתחלת תקופת ההפעלה (התקופה המניבה).
- הפעלה - הפעלת הפרויקט עד תום תקופת הזיכיון, בחלק מהפרויקטים קבלת מענק תקופתי קבוע מהמדינה. בקרה של המזמינה על ביצועי הפרויקט.
- סיום - גמר תקופת הזיכיון והחזרת המתקן למזמינה (למעט BOO), לרבות ביצוע חידוש מקיף למתקן לפני מסירה.

לשימוש בשיטת ה-PPP תועלות משמעותיות, לרבות:

- שיפור רמת השירות על ידי אינטגרציה מלאה בין הקמה להפעלה ויצירת זיקה בין טיב השירות להכנסות.
- קיצור לוחות הזמנים של הפרויקט, בדגש על שלב התכנון והקמה.
- חסכון בעלויות על פני חיי הפרויקט על ידי תכנון מוטה תפעול כבר בשלב ההקמה, תכנון המצמצם את עלויות התפעול של הזכיון.
- יתרונות מימוניים הנובעים מהיכולת לפרוס את עלויות ההקמה ולייצר מקורות הכנסה נוספים המתבססים על התשתית המוקמת.
- ניצול מיטבי של החדשנות והתחרותיות של המגזר הפרטי.

על מנת לבצע פרויקטים באופן היעיל ביותר, בפרויקטים בשיטת ה-PPP מתבצעת חלוקת סיכונים אופטימלית בין המגזר הציבורי לפרטי באופן בו כל צד נוטל את הסיכון עמו הוא מסוגל להתמודד באופן הטוב ביותר. ניתוח מעמיק של הסיכונים וחלוקת הסיכונים בין הצדדים מתבצע לכל פרויקט בהתאם למאפיינים הייחודיים שלו. להלן דוגמא לחלוקת סיכונים בפרויקט בשיטת PPP:



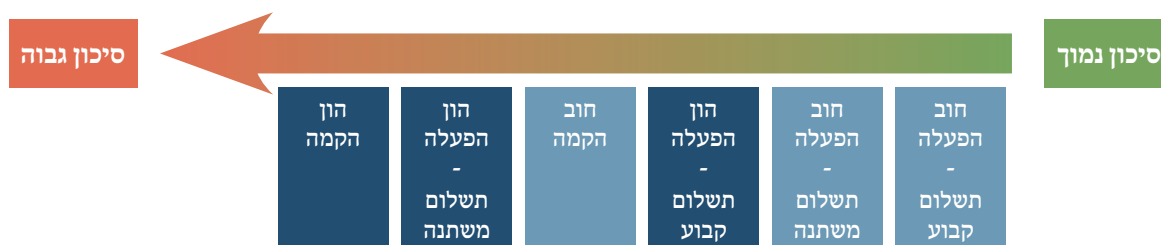
ישנם מספר תנאים הכרחיים להצלחת פרויקטים בשיטת ה-PPP בתחום התשתיות. תנאים אלו כוללים (1) רגולציה בהירה וברורה היוצרת וודאות גבוהה לשחקנים בשוק ומאפשרת ליזמים הפרטיים להוביל את הקמת ותפעול הפרויקטים לתקופה ארוכה; (2) בהירות וודאות ביחס למסמכי המכרז והסכם הזיכיון; (3) הרמוניה מלאה בין כללי הרגולציה למסמכי המכרז; (4) הקצאה נכונה של הסיכונים בהתאם ליתרונות היחסיים של המגזר הפרטי לעומת המגזר הציבורי; (5) בניית מנגנון פשוט ומהיר ליישוב סכסוכים - תנאי הכרחי לכניסת שחקנים זרים למשק הישראלי.

בישראל ישנם מספר מצומצם יחסית של גורמים מרכזיים המעורבים בהשקעות בפרויקטים בשיטת ה-PPP. הגופים המרכזיים אשר מעמידים חוב בכיר לפרויקטים אלו הם הבנקים המסחריים וכן הגופים המוסדיים הגדולים. ארגון החוב הבכיר מבוצע במרבית המקרים על ידי אחד משני הבנקים המסחריים הגדולים, בנק הפועלים ובנק לאומי, כך שבתחום זה רמת התחרות נמוכה במיוחד. את ההון העצמי הנדרש לפרויקטים מעמידות בראש ובראשונה החברות הפועלות בתחום ייזום פרויקטים בתחום התשתיות ואליהן מצטרפות קרנות פרטיות הפועלות בתחום.

מעורבות הגופים המממנים יכולה להיות בשלב ההקמה או ההפעלה וכן על ידי העמדת חוב בכיר, חוב נחות או הון עצמי לפרויקטים.

סוג מימון / גופי מימון	חוב בכיר בהקמה	הון או חוב נחות בהקמה	חוב בכיר בתפעול	הון או חוב נחות בתפעול
בנקים	✓		✓	
מוסדיים	(משתתפים בחוב תחת הבנקים)		✓	✓
חברות הפועלות בתחום ייזום פרויקטים בתחום התשתיות		✓		✓
קרנות פרטיות		✓		✓

לצד ההבחנה בין השקעה בהון או בחוב של פרויקטים ובין השקעה בשלב ההקמה או בשלב ההפעלה של הפרויקטים, מידת הסיכון של פרויקט מושפעת במידה רבה גם ממאפייני ההכנסות בפרויקט. פרויקטי BOT מתאפיינים במנגנון תשלום ישיר בין לקוחות הקצה לספק השירות, כאשר היקף ההכנסה נקבע בהתאם ליכולתו של הזכיין להציע שירות תחרותי ויעיל. בפרויקטים אלו סיכון הביקוש מוטל על הזכיין באופן מלא או חלקי. לעומת זאת, פרויקטי PFI מתאפיינים בתשלום תקופתי קבוע המועבר מהמזמין לזכיין בכפוף לעמידה ברמת שירות מסוימת. בפרויקטים אלו הזכיין אינו נושא בסיכון הביקוש של השירות המוצע. להלן הצגת פרופיל הסיכון של חלופות ההשקעה השונות:



2.2.3. קרנות פרטיות להשקעה בתשתיות בישראל

ישנן שתי קרנות פרטיות שפעילותן הינה השקעה בפרויקטים בתחום התשתיות בישראל - קרן להשקעה בתשתיות ישראל (תש"י) וקרן נוי. קרנות אלו הינן שותפויות המנוהלות על ידי גורמים מקצועיים ומוחזקות על ידי גופים מוסדיים ומספר שותפים נוספים לטובת השקעות בהון של פרויקטים בתחום התשתיות. קרנות אלו החלו את פעילותן על ידי השקעה בהון בתקופת התפעול של פרויקטים, אך בשנים האחרונות החלו לבצע השקעות בהון החל מתקופת ההקמה.

קרן להשקעה בתשתיות לישראל⁶

הקרן הוקמה בשנת 2007 וכיום מנהלת פורטפוליו בהיקף של מעל 7 מיליארד ש"ח המנוהלים דרך 3 קרנות שונות, ודרך השקעות משותפות נוספות.

אחזקות מרכזיות:

- כביש 6
- כביש 431
- רק"ל י-ם
- דליה אנרגיה
- מתקן התפלה בפלמחים

קרן נוי⁷

הקרן הוקמה במאי 2011, ופעילותה מתאפיינת בהשקעות בתחומי האנרגיה והתשתיות. משקיעי הקרן הם בעיקר גופים מוסדיים ישראלים.

גיוסי הון:

- נוי 1 - מעל 800 מיליון ש"ח
- נוי 2 - כ-1.25 מיליארד ש"ח
- נוי 3 - כ-1.6 מיליארד ש"ח

שותפים מרכזיים בשלושת הקרנות:

- הפניקס חברה לביטוח
- מגדל חברה לביטוח
- מנורה חברה לביטוח
- פסגות

⁶ אתר האינטרנט של קרן להשקעה בתשתיות לישראל - <http://www.iif.co.il>

⁷ אתר האינטרנט של קרן נוי - <https://www.noyfund.co.il>

- כלל חברה לביטוח

- אלטשולר שחם

- דש מיטב

- הלמן אלדובי

- פועלים שוקי הון

- לאומי קופות גמל

אחזקות מרכזיות בפרויקט PPP:

- כביש 6 קטע מרכז

- כביש 6 צפון - קטעים 3 ו-7

- קריית ההדרכה של צה"ל

- מטרונית

- מתקן סולארי באשלים - תרמו סולאר נגב

- מתקן סולארי נוסף באשלים - תרמו סולאר מגלים

2.2.4. קרנות ציבוריות להשקעה בתשתיות בישראל

במהלך חודש פברואר 2019 קרן התשתיות ג'נריישן קפיטל השלימה גיוס הון ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ובכך הפכה להיות הקרן הציבורית הראשונה בישראל העוסקת בהשקעות בתחום התשתיות. נכון למועד התשקיף, הקרן ביצעה שלוש השקעות בתחומים הבאים: תחום ההסעות והתחבורה הציבורית, תחום האנרגיה הפוטו-וולטאית ותחום ייצור חשמל באמצעות תחנות כוח.

נוסף על קרן ג'נריישן, ידוע גם על התארגנויות של קרנות נוספות השוקלות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בעתיד הקרוב.

2.3. המודל המומלץ להקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, יתרונו ואתגרים מרכזיים

2.3.1. המודל המומלץ להקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות

ביום 4 במאי 2014 הוקמה הוועדה הבין משרדית לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות. הוועדה התבקשה לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שיש בהם כדי לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם, יתרמו ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית ויפתחו בפני הציבור אפיק השקעה חדש שיאפשר לו להיות שותף ישיר להשקעות בפרויקטים אלה.

הוועדה קיימה התייעצויות ודיונים עם גורמים רבים ומגוונים הפועלים או עוסקים בתחום התשתיות בישראל, בהם חברות ייזום פרויקטים, קרנות פרטיות הפועלות בתחום, יזמים פרטיים, יועצי מימון ומס המתמחים בתחום, בנקים, גופים מוסדיים, עורכי דין המתמחים בתחום ונציגי גופים ממשלתיים רלוונטיים. כמו כן, סקרה הוועדה מודלים קיימים בעולם לפעילות קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות (ראו נספח א').

בעבודתה, בחנה הוועדה, בין היתר, את הנושאים הבאים: מסגרת פעילותה של קרן השקעה בתשתיות, ובכלל זאת התנאים והמגבלות שיחולו עליה; היבטי מיסוי והטבות המס למשקיעים בקרן; עידוד השקעת משקיעים זרים בתשתיות בישראל; היבטי גילוי ודיווח והצורך בהתאמתם.

הוועדה ממליצה על אימוץ מודל המבוסס על עקרונות מודל קרנות השקעה במקרקעין הידועות בכינון קרנות REIT (Real Estate Investment Trusts) (להלן: "קרנות הריט"). קרנות כאמור הינן חברות בע"מ, הכפופות למשטר מס מיוחד בהתאם לפקודה. בדרך כלל, הקרנות (חברות) מנוהלות באמצעות חברת ניהול, המתקשרת עם הקרן בהסכם או הסכמים הקובעים את מערכת היחסים בין הצדדים, וזאת בכפוף לכל חוק. תמורת העמדת שירותיה, חברת הניהול זכאית לקבל על פי רוב דמי ניהול, אשר בדרך כלל משתנים בהתאם להיקף הפעילות של הקרן.⁸ ראוי לציין, כי מבנה ההתאגדות כחברה עשוי לטמון בחובו גם מספר אתגרים, המפורטים להלן. עיקרון הבסיס של משטר המס המיוחד אשר חל על הקרן הינו מיסוי הכנסות הקרן באופן ישיר בידי בעלי מניות הקרן. מעבר לכך, ישנן הטבות מס או התאמות נוספות. על מנת ליהנות ממשטר המס המיוחד, על הקרן לעמוד בתנאים מסוימים, שהעיקריים שבהם הם החזקה בנכסי תשתיות בלבד, חלוקה שוטפת של הרווחים למשקיעים, פיזור המשקיעים בקרן ומגבלות על המינוף של הקרן.

המטרה העיקרית של הקרנות לפי מודל זה היא מתן הזדמנויות למשקיעים הקטנים להשקיע בפרויקטים בתחום התשתיות באמצעות קרן השקעה בתשתיות ולהתחייב במס כאילו השקיעו ישירות בפרויקט עצמו, תוך פיזור סיכונים, צמצום עלויות עסקה והסתמכות על ניהול מקצועי.

⁸ ויובהר, כי לעמדת חברי הוועדה דמי הניהול שישולמו מצד הקרן לחברת הניהול, ככל שישולמו, לא יכללו בהגדרה של הוצאות ישירות, לפי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), תשס"ח, 2008.

2.3.2. יתרונו קרנות השקעה בתשתיות לגופים הפעילים בתחום התשתיות

להלן פירוט היתרונות העיקריים אותם מצאה הוועדה:

2.3.2.1. יתרונו מבחינת ציבור המשקיעים

- אפיק השקעה חדש ופזורה סיוכונים - הקמת קרנות השקעה בתשתיות תאפשר לציבור להשקיע באפיק השקעה חדש אליו הציבור לא נחשף עד כה באופן ישיר - מימון פרויקטים בתחום התשתיות. לפיכך, הקמת קרנות השקעה בתשתיות תביא לגיוון אפיקי ההשקעה בבורסה ותאפשר לציבור לפזר את הסיכון הקיים בתיקי ההשקעות.
- תזרים מזומנים קבוע ויציב - השקעה בקרן שמבצעת השקעות בפרויקטים הנמצאים בשלב ההפעלה היא מקור לתזרים מזומנים יציב וקבוע, מאחר ובשלב ההפעלה מתהוות לפרויקטים הכנסות שוטפות ויציבות מהמדינה או ממשלמשי הקצה ועל הקרן חלה חובה לחלק את מרבית הכנסתה החייבת כדיבדנד למשקיעים.
- שקיפות חלקית לצרכי מס - על פי המלצות הוועדה, רווחי קרנות השקעה בתשתיות שיחולקו לבעלי מניותיה ימוסו בידי בעלי המניות בלבד. שיעור המס שישולם על ידי בעלי המניות בגין הדיבדנדים שחולקו תלוי במקור הרווחים שחולקו ובסטטוס המס של בעלי המניות. כך, שיעור המס שהיה חייב יחיד שאינו חברה או משקיע מוסדי אילו הייתה ההשקעה בפרויקטים מתבצעת דרך חברה רגילה הינו 42.25% (23% מס חברות נכון לשנת 2018 + 25% מס על הדיבדנד). לעומת זאת, השקעה ישירה של הקרן בפרויקט תשתיות תאפשר ליחיד כאמור להיות חייב במס בגין רווחי פרויקט התשתיות, שחולקו כדיבדנד, על פי שיעור המס השולי החל עליו, אשר עבור חלק מהציבור הינו נמוך מ-42.25%,⁹ וזאת בכפוף לביצוע של תיאום מס. הטבה זו ניכרת עוד יותר ביחס לרווחי הון המחולקים כדיבדנד. בעוד שיעור המס בו היה חייב יחיד כאמור אילו הייתה ההשקעה בפרויקטים מתבצעת דרך חברה רגילה הינו 42.25%, בכפוף לתיאום מס, הרי שההשקעה דרך הקרן תאפשר ליחיד להיות חייב בשיעור מס נמוך משמעותית - שיעור מס רווח הון בלבד. הטבה נוספת שנובעת ממודל המיסוי הישיר היא יכולת בעלי המניות לקזז הפסדים עסקיים ממקורות אחרים כנגד הכנסתם מהקרן. עם זאת, מובן כי כאשר פרויקט התשתיות מוחזק שלא במישרין על ידי הקרן, יש להתחשב לצורך ביצוע השוואה כאמור גם במיסוי החל על חברת הפרויקט עצמה.

2.3.2.2. יתרונו מבחינת הגופים המוסדיים

- הרחבת הפטור ממס לקופות גמל לגיל פרישה - סעיף 9(2) לפקודה מעניק פטור ממס לקופות גמל בכפוף למגבלות לפיהן ההכנסה החייבת לא הושגה מעסק ואין מקורה בחבר בני אדם העוסק בעסק ושהוא תחת שליטתה או שיש לה השפעה מהותית בו. על פי המלצות הוועדה יינתן פטור מלא ממס על הכנסות שיתהוו לקופות הגמל בגין החזקתן בקרנות השקעה בתשתיות וזאת ללא צורך בעמידה במגבלות לקבלת הפטור. משמעות הדבר שעל חלקן של קופות גמל בהחזקה בקרנות השקעה בתשתיות לא ישולם מס כלל, לאור מודל המיסוי הישיר עליו ממליצה הוועדה, לפיו גם קרנות ההשקעה בתשתיות לא חייבות במס בגין ההכנסה החייבת שתחולק כדיבדנד לקופות הגמל. הוראות אלה חלות גם על מנהלי תכניות חסכון לגיל פרישה, תכניות חסכון לטווח ארוך וקרנות פנסיה בחו"ל ולכן גם גופים אלה צפויים ליהנות מהטבה זו.
- הגדלת פוטנציאל ההשקעה של גופים מוסדיים בתחום התשתיות - בעוד הגופים המוסדיים הגדולים המנהלים את כספי החיסכון הפנסיוני של הציבור מבצעים כיום השקעות בחוב של פרויקטים בתחום התשתיות באופן

⁹ זאת להבדיל ממצב בו היחיד מחזיק ישירות במניות חברת הפרויקט ומוכר את מניות חברת הפרויקט, חלף החזקה בחברת הפרויקט דרך חברה נוספת.

ישיר על ידי חברותם בקונסורציום המלווים של הפרויקטים והשקעות בהון באמצעות השקעה בקרנות פרטיות הפועלות בתחום, השקעת הגופים המוסדיים הבינוניים והקטנים בפרויקטים מועטה. רישומן למסחר של הקרנות וניהולן על ידי גורם מומחה תאפשר גם לגופים המוסדיים הבינוניים והקטנים לבצע השקעות באפיק זה. כמו כן, גופים מוסדיים משמשים גם כמנהלי קרנות נאמנות, תעודות סל וכמנהלי תיקי השקעות. השקעות תעודות סל מוגבלות לניירות ערך הנסחרים בבורסה בלבד, בעוד השקעות קרנות נאמנות ותיקי ההשקעות מוגבלות אף הן בכל הנוגע להשקעות שאינן נסחרות. השקעה בקרנות השקעה בתשתיות תפתור חסם זה ותאפשר לקרנות נאמנות, תעודות סל ולתיקי השקעות להיות חשופים באופן ישיר לתחום התשתיות.

- פרמיית נזילות - כאמור לעיל, ישנם גופים מוסדיים המבצעים כיום השקעות לא סחירות בחוב ובהון של פרויקטים בתחום התשתיות. השקעה בפרויקטים דרך קרנות נסחרות תאפשר לגופים המוסדיים להמשיך להשקיע בפרויקטים וליהנות מפרמיית נזילות. ראוי לציין שביחס לניהול החיסכון הפנסיוני של הציבור יש לגופים אלה התחייבויות ניכרות לזמן ארוך, ולכן אילו המדיניות שלהם הינה החזקה בהשקעה לטווח ארוך, פרמיית הנזילות שלהם תהיה נמוכה יותר.

- השקעה בפרויקטים לטווח ארוך - התאגדות קרן השקעה בתשתיות כחברה בעלת אורך חיים בלתי מוגבל תאפשר לגופים המוסדיים, בכפוף לשיקול דעתם העסקי, להחזיק בהשקעתם בפרויקטים בתחום התשתיות לאורך כל חיי הפרויקט. זאת, בניגוד לפרקטיקה המקובלת בקרנות הפרטיות הפועלות בתחום, לפיה אורך חיי הקרן מוגבל לתקופה קצרה משמעותית מאורך חיי הפרויקטים, כך שהקרן הפרטית מחויבת למכור את הפרויקט במועד פירוקה. כאמור לעיל, לגופים מוסדיים המנהלים את החיסכון הפנסיוני של הציבור יש התחייבויות ניכרות לזמן ארוך, ולכן במידה ויבקשו לבצע השקעות לטווח ארוך יוכלו ליהנות מכך שההשקעה בפרויקטים אינה מוגבלת בזמן.

2.3.2.3. יתרונות מבחינת חברות הפועלות בתחום ייזום פרויקטים בתחום התשתיות

- הגדלת הביקוש לרכישת החזקות היזמים בפרויקטים - על פי מודל המימון המקובל לפרויקטים בתחום התשתיות, חברות הייזום נדרשות להעמיד במהלך תקופת ההקמה כ-20% ממימון הפרויקט מהונן העצמי.¹⁰ במקרים רבים, בסיום תקופת ההקמה מנצלות חברות הייזום את הירידה בסיכון של הפרויקט, המקבלת ביטוי גם בירידה בתשואות, כדי למכור חלקים מאחזקותיהן בהון של הפרויקט. קרנות השקעה בתשתיות שיבקשו לבצע השקעות בשלב ההפעלה של הפרויקטים על ידי רכישת חלקם של היזמים צפויות להגדיל את הביקוש בשוק להשקעה בפרויקטים, דבר שעשוי להטיב עם היזמים.

- המשך ניהול הפרויקט גם לאחר מימוש חלק מההשקעה בו - חברות הייזום שיבחרו להקים קרנות השקעה בתשתיות יוכלו להעביר את הפרויקטים שבשליטתן לקרנות שבניהולם. בדרך זו, יוכלו חברות הייזום להמשיך לנהל את הפרויקטים על אף צמצום ניכר של השקעתם ההונית. בדרך זו יוכלו חברות הייזום להמשיך לנהל את הפרויקטים דרך הקרנות ולהפנות משאבים פיננסיים לביצוע פרויקטים חדשים.

2.3.2.4. יתרונות מבחינת שוק ההון

- גיוון ופיזור אפיקי ההשקעה - הכנסת מכשיר חדש לשוק ההון תאפשר גיוון השקעות ופיזור טוב יותר של הסיכון בתיקי ההשקעות, ובכך תגדל אטרקטיביות שוק ההון.

¹⁰ ישנם מקרים בהם קרנות פרטיות מבצעות השקעות בהון של הפרויקטים כבר בשלב ההקמה, כך שחלקו של היום במימון הפרויקט נמוך מ-20%, אולם גם במקרים אלה אחזקותיו מהותיות. כמו כן, ישנם מקרים בהם שיעור ההון העצמי מסך ההשקעה בפרויקט שונה מ-20%.

- הגדלת נפח המסחר בשוק הראשוני והמשני - הנפקות הון להן ידרשו הקרנות על מנת לבצע השקעות חדשות בפרויקטים וכן קיומו של מסחר ער במניות הקרנות, צפויים להביא להגדלת נפחי המסחר בשוק הראשוני והמשני בבורסה.

- עידוד השקעת משקיעים זרים - הרחבת הפטור ממס גם ביחס לתושבי מדינה גומלת המנהלים תכניות חסכון לגיל פרישה ותכניות חסכון לטווח ארוך, וקרנות פנסיה תושבות מדינה גומלת או המנוהלות על ידי תושבי מדינה גומלת, וזאת תחת התנאי שבמדינת המושב הרווחים פטורים בשל היותם רווחים על חיסכון לגיל פרישה. הרחבה זו צפויה לעודד גורמים אלה לבצע השקעות בקרנות השקעה בתשתיות וכך להגדיל את ההשקעות הזרות במשק הישראלי.

2.3.2.5. יתרונות מבחינת אוצר המדינה

- הוזלת עלויות המימון של פרויקטים בתחום התשתיות - הקמת קרנות השקעה בתשתיות וכניסתן לתחום עשויה להגדיל את התחרות על מימון פרויקטים וכפועל יוצא, עשויה להביא להוזלת עלויות ההון והחוב של הפרויקטים. צמצום עלויות ההון והחוב ישפיע באופן ישיר על היקף התשלומים אותם תידרש המדינה להעביר לזכיין הפרויקט לאורך חיי הפרויקט. ככל שהקרנות יפעלו בשוק החוב הראשוני, קרי, יהוו אלטרנטיבה לבנקים בתפקיד ארגון החוב, ההשפעה על עלויות החוב של הפרויקטים עשויה להיות מהותית עוד יותר.

- הגדלת ההון הפרטי המושקע בפרויקטים בתחום התשתיות - פרויקטים בתחום התשתיות הם לרוב פרויקטים בעלי חשיבות לאומית הדורשים השקעה כספית ניכרת. הקמת קרנות השקעה בתשתיות תגדיל את ההון הפרטי המושקע בפרויקטים בתחום התשתיות, דבר שיכול להביא להגדלת הפוטנציאל של המדינה לבצע פרויקטים בתחום התשתיות באמצעות שיתוף המגזר הפרטי.

- הקדמת גביית המס - הדרישה מהקרנות לחלק את הרוב המוחלט של ההכנסה החייבת לבעלי המניות מידי שנה תביא להקדמת גביית המס לאוצר המדינה.

2.3.3. אתגרים מרכזיים לפעילות קרנות השקעה בתשתיות

2.3.3.1. קושי אפשרי בניצול הטבת המס - קרנות הריט הפועלות על בסיס מודל הקרנות להשקעות במקרקעין מחזיקות ישירות בנכסי נדל"ן מניב ולכן ההכנסות מהנדל"ן המניב שייכות ישירות לקרנות הריט. מאחר שבפקודה נקבע כי על הכנסה מנכסי נדל"ן מניב המחולקת כדיבידנד יהיה מיסוי ישיר של בעלי המניות, חלק מבעלי המניות נהנים מהטבת מס משמעותית. מנגד, קרנות השקעה בתשתיות לא צפויות להשקיע ישירות בנכסים המניבים, אלא בחברות פרויקט.¹¹ לכן, הכנסות פרויקט התשתיות לא שייכות ישירות לקרנות ההשקעה בתשתיות אלא לחברות הפרויקט.

מאחר שעל חברות הפרויקט חלים חוקי מס בדומה לחברות רגילות, רווחי הפרויקט יחויבו תחילה במס על פי המודל הדו שלבי. קרי, אירוע המס הראשון יהיה ברמת חברות הפרויקט ואירוע המס השני יהיה ברמת בעל המניות במועד קבלת הדיבידנד. משמעות הדבר היא שביחס לרווחי קרנות השקעה בתשתיות שמקורם בדיבידנדים המתקבלים מאת חברות פרויקט לא יהיה מיסוי ישיר של בעלי המניות. הוועדה סבורה כי יש להשאיר את הטיפול בקושי זה לכוחות השוק. בישראל פועלות קרנות פרטיות רבות במגוון

¹¹ או באמצעות תאגידים מוחזקים אחרים שאינם חברות פרויקט. לשם הפשטות, בפרק זה תינתן התייחסות לחברות הפרויקט, כאשר העקרונות רלוונטיים גם לתאגידים מוחזקים אחרים של הקרנות.

תחומי פעילות, ביניהן גם הקרנות הפרטיות הפועלות בתחום התשתיות. קרנות אלה ניצבות בפני קושי דומה לאור התאגדותן כשותפויות. הניסיון מלמד כי הקרנות הפרטיות יודעות לייצר מנגנונים שמאפשרים להן ליהנות מיתרונות המס הנובעים מהתאגדותן כשותפויות שקופות למס, בין אם על ידי השקעה במכשירי חוב של הישות המושקעת לצד ההשקעה ההונית ובין אם בדרכים אחרות. הטבת המס המוצעת תאפשר לקרנות השקעה בתשתיות לאמץ מנגנונים דומים וכך ליהנות מיתרון תחרותי בדומה לקרנות פרטיות הפועלות בתחום.

2.3.3.2. קושי אפשרי בהעלאת דיבידנד מחברות הפרויקט - כאמור, בניגוד לקרנות הריט המחזיקות ישירות בנכסי נדל"ן מניב, הכנסות הנכסים המניבים בפרויקטים בתחום התשתיות לא שייכות ישירות לקרנות השקעה בתשתיות אלא לחברות הפרויקט. לפיכך, חלוקת הדיבידנד לבעלי המניות של קרנות השקעה בתשתיות מתוך רווחי חברות הפרויקט תהיה כפופה להחלטה על חלוקת דיבידנד ברמת חברות הפרויקט. מאחר שקרנות השקעה בתשתיות צפויות להשקיע בפרויקטים גם ללא השגת השליטה בהם, יכולתן להשפיע על מדיניות חלוקת הדיבידנד של חברות הפרויקט תהיה ככל הנראה מוגבלת. יתרה מכך, חברות הפרויקט כפופות להסכמי מימון נוקשים בהם נקבעים תנאים שונים המגבילים את היקף חלוקת הדיבידנד. בפרויקטים בתחום התשתיות הנמצאים בשלב ההפעלה נוהגות חברות הפרויקט לחלק דיבידנד, והמגבלות מכוח הסכמי המימון מתגמשות משמעותית בשלב זה, אך היעדר השליטה על החלוקה עלול לפגוע באחת ממטרות המודל - יצירת מכשיר השקעה המאפשר ליהנות מתקבולי דיבידנד יציבים ועקביים. ראשית, הוועדה מבקשת להבהיר כי חובת חלוקת הדיבידנד החלה על קרנות השקעה בתשתיות תהיה רק ביחס להכנסתה החייבת. משמעות הדבר היא שרווחי חברות הפרויקט שלא יחולקו כדיבידנד לקרנות לא יוגדרו כהכנסה חייבת ולפיכך לא יפגעו ביכולתן של הקרנות לעמוד בהוראות החוק. לעניין הקושי בהעלאת הדיבידנד, הוועדה סבורה כי מדובר בקושי שעיקרו תיאורטי. מכיוון שחברת פרויקט היא חברה ייעודית שהוקמה למימון, הקמת והפעלת הפרויקט הספציפי בלבד, אין לבעלי המניות אינטרס להותיר בה אמצעים נזילים שאינם נדרשים לתפעולה השוטף.

2.3.3.3. היקף מוגבל של פרויקטים בתחום התשתיות בישראל והיעדר צנרת ידועה של פרויקטים בתכנון - כמפורט בסעיף 2.2.1, היקף הפרויקטים בתחום התשתיות בישראל הינו מוגבל וכך גם הצנרת הידועה של פרויקטים בתכנון. כמו כן, מאחר שמספר השחקנים בתחום, הן בהון והן בחוב, הינו מצומצם, שכיחות העסקאות למכירת הון וחוב של פרויקטים אינה גבוהה והן מתבצעות במרבית המקרים במעבר בין שלב ההקמה לשלב ההפעלה. ההיצע הנמוך עלול להגדיל את הסיכון שקרנות השקעה בתשתיות יתקשו לרכוש פורטפוליו נכסים שיאפשר להן לפזר את הסיכון בצורה מספקת. יתר על כן, קיימת אי ודאות מסוימת בדבר יכולת הקרנות להמשיך ולאתר בטווח הארוך פרויקטים חדשים להשקעה שיאפשרו להן להמשיך ולהתקיים כעסק חי. הוועדה דנה בהרחבה בסוגיה זו ונקטה בגישה מתירנית בקביעתה את סוגי הנכסים בהם יוכלו הקרנות להשקיע, על מנת לאפשר להן לפעול בגמישות רבה ולבצע את השקעותיהן בכל סוגי הנכסים שעשויים להיחשב בשוק כנכסי תשתיות. לפירוט ראו סעיף 3.1.2 להלן.

2.3.3.4. מועד העמדת כספי ההשקעה - במסגרת הסכמי המימון הנחתמים בשלב הסגירה הפיננסית מתחייבים המלווים להעמיד את כספי החוב הבכיר, למרות שבפועל הם נדרשים להעמידם לאורך תקופת ההקמה. בעוד לבנקים מסחריים או לגופים מוסדיים יש את היכולת להתחייב על העמדת הסכומים בעת דרישה, קרנות השקעה בתשתיות עלולות להיות מוגבלות ביכולתן לתת התחייבות דומה, שכן העמדת הכספים כפופה לגיוס בבורסה שהצלחתו אינה ודאית. כפועל יוצא, יתכן כי קרנות השקעה בתשתיות שיבקשו

להשקיע בחוב בכיר של הפרויקטים יידרשו לגייס את כספי ההשקעה כבר במועד הסגירה הפיננסית, למרות שהשקעתן בחוב הבכיר של הפרויקטים תתבצע בשלב מאוחר יותר. גיוס כספי ההשקעה לפני השימוש בהם בפועל צפוי להוביל לפגיעה בתשואה של קרנות אלה. נראה כי בשלב מאוחר יותר, קרי, לאחר שהקרנות יצברו ניסיון, מומחיות ומוניטין בתחום התשתיות, כמו גם יוכיחו את יכולתן לבצע גיוס הון בעת הצורך, הן יוכלו להתחייב על העמדת הכספים גם ללא גיוסם במועד הסגירה הפיננסית. הוועדה סבורה כי המלצותיה כוללות הטבות רבות שתרומתן לתשואת הקרנות מהותית, אולם יתכן שבשלב ראשון יעדיפו מנהלי הקרנות שלא להשקיע בחוב הבכיר של פרויקטים בתחום התשתיות בשלב ההקמה, וזאת עד לצבירת המומחיות והמוניטין שיאפשרו להם להתחייב על העמדת הכספים ללא צורך בגיוס כספי ההשקעה מראש. סוגיה זו רלוונטית גם להשקעה בהון ובחוב נחות של הפרויקטים בשלב ההקמה, אולם במידה פחותה, שכן במקרים רבים בעלי ההון בפרויקטים מעמידים את כספי ההשקעה כבר במועד תחילת הקמת הפרויקט ובמקרה כזה לא נוצר פער מהותי בין מועד גיוס הכספים להשקעתם.

2.3.3.5. פרמיית סחירות ובידול של גופים מוסדיים - הצלחת יזמים להנפיק בבורסה קרנות השקעה בתשתיות תלויה במידה רבה בנכונותם של גופים מוסדיים להשקיע בקרנות. לאור זאת, המלצות הוועדה נקבעו כך שהגופים המוסדיים ייהנו מתמריצי מס משמעותיים. כאמור לעיל, לגופים מוסדיים המנהלים את החיסכון הפנסיוני של הציבור יש התחייבויות ניכרות לזמן ארוך, ולפיכך, במקרים רבים המדיניות שלהם היא החזקה בהשקעות לטווח ארוך. משמעות הדבר היא שביחס להשקעות בתחום התשתיות פרמיית הנזילות עלולה להיות נמוכה עבור גופים אלה. כמו כן, גופים מוסדיים המבצעים כיום השקעות ישירות בחוב של פרויקטים בתחום התשתיות או בהון של הפרויקטים באמצעות קרנות פרטיות נהנים מבידול בתחום פעילות זה ביחס לגופים שאינם פעילים בתחום. הוועדה קיימה פגישות עם נציגי גופים מוסדיים על מנת לבחון האם לגופים אלה קיים יתרון בהשקעה בקרנות נסחרות ביחס להשקעה בהון של הפרויקטים דרך קרנות פרטיות ולהשקעה ישירה בחוב של הפרויקטים. מהפגישות עלה כי הטבות המס שניתנו לגופים המוסדיים הינן אטרקטיביות וצפויות להגדיל את חשיפתם להשקעות בתחום התשתיות. הדבר נכון במיוחד עבור מנהלי קרנות נאמנות, תעודות סל ותיקי השקעות אשר מוגבלים ביכולתם לבצע השקעות שאינן נסחרות בבורסה.

2.3.3.6. עלויות ההנפקה והפיכת הקרן לחברה ציבורית - בהתאם להמלצות הוועדה, קרנות השקעה בתשתיות יחויבו לרשום את מניותיהן למסחר ולשם כך ידרשו להכין תשקיף, לעבור תהליך של הנפקת IPO ולשאת בעלויות רגולציה שוטפות. בבחינה שביצעה הוועדה עלה כי נוכח ההטבות שיינתנו לקרנות השקעה בתשתיות בהתאם להמלצות הוועדה, כמו גם היתרונות שינבעו להן מתוקף פעילותן כחברה ציבורית, ובהתחשב בהיקף הנכסים הגבוה שהן צפויות להחזיק, השפעת עלויות אלה על התשואה למשקיעים אינה מהותית.

2.3.3.7. ניהול הקרנות על ידי המייסדים - ייזום, הקמה, הנפקה וניהול של קרן השקעה בתשתיות הינם תהליכים ארוכים ומורכבים. על מנת לצלוח תהליכים אלה נדרשת השקעת משאבים ניכרת של מייסדים בעלי שיעור קומה המחזיקים במומחיות וניסיון בתחום התשתיות ובשוק ההון. הוועדה זיהתה קושי הנובע מכך שדרישות החוק ביחס לאישור תנאי כהונה והעסקה של בעלי שליטה ונושאי משרה בכירים בחברה ציבורית מחמירות ביחס למצב הקיים בקרנות פרטיות המאוגדות כשותפויות מוגבלות. הועדה מבקשת להבהיר, כי בנוסף להקלות שנחקקו בתחום הממשל התאגידי בקשר עם התקופה הראשונה שלאחר

ההנפקה לראשונה בבורסה,¹² יוכלו קרנות השקעה בתשתיות לפעול בהתאם לאמור בתשובות סגל רשות ניירות ערך לפניות מקדמיות בנושא "שליטה בקרן ריט".¹³ הרציונל שבבסיס תשובות אלה הינו, בין היתר, ההכרה בייחודיות הוראות הפקודה החלות על קרנות הריט וחשיבות מתן פרק זמן סביר למייסדי הקרן ליהנות מפרי עמלם, להוכיח את יכולתם לייצר ערך לציבור המשקיעים ולזכות באמון בעלי המניות.

2.3.3.8. גידור הסיכון של המשקיעים בקרנות השקעה בתשתיות - במסגרת דיוני הועדה נבחנה האפשרות לקבוע הוראות שמטרתן צמצום הסיכון העסקי והפיננסי של קרנות השקעה בתשתיות. כך לדוגמא, הוחלט לקבוע מגבלה על שיעור המינוף של הקרנות. מעבר לכך, נבחנה האפשרות להגביל את היקף השקעות הקרן בפרויקטים הנמצאים בשלב ההקמה, המאופיין במרבית המקרים ברמת סיכון גבוהה יותר משלב ההפעלה, או לקבוע דרישה לפיזור מינימלי של השקעות הקרן בין פרויקטים שונים. הוועדה סבורה שפרט לייעוד פעילות הקרנות לתחום התשתיות בלבד, אין מקום לקביעת תנאים נוספים שמטרתן להגביל את הרכב נכסי התשתיות של הקרנות, שכן מגבלות אלה עלולות לצמצם את היצע הנכסים להשקעה ולפגוע במעמדם התחרותי. עם זאת, במסגרת תשקיף ההנפקה לראשונה תידרש הנהלת הקרן לכלול גילוי מפורט למדיניות ההשקעה שלה.

2.3.3.9. כישלון ההנפקה - אירוע של כישלון בהנפקה של קרן השקעה בתשתיות אשר מתכוונת לעשות שימוש בהקלות המס הצפויות להיכלל במסגרת תיקון הפקודה עשוי לגרום לאותה קרן לאבד את יכולתה להיחשב כשקופה לצרכי מס בשל התאגדותה המקורית כחברה בע"מ. במסגרת דיוני הועדה לאחר קבלת הערות הציבור ניתנה התייחסות לאתגר כאמור ודרכי ההתמודדות האפשריים של הקרן עמו (ראו טבלה בנספח ג' לדוח תחת הנושא 'פתיחת האפשרות של הקרן להתאגד כשותפות', וכן, סעיף 3.2.2.6.3 לדוח).

¹² ראו תקנות 1ב1 (ב) ו-2ב1 (ג) לתקנות החברות (הקלות עסקאות עם בעלי ענין), התש"ס-2000, ותקנה 1 לתקנות החברות (הקלות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול), התשע"ג-2013.

¹³ פנייה מקדמית ראשונה - פניית החברה: 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/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Oner/Documents/Isafile_091214.pdf

פנייה מקדמית ראשונה - תשובת רשות ניירות ערך: 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/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Oner/Documents/IsaFile_12111410.pdf

פנייה מקדמית שנייה - פניית החברה: 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/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Oner/Documents/kerenrit%20pniya092015.pdf

פנייה מקדמית שנייה - תשובת רשות ניירות ערך: 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/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Oner/Documents/kerenritshuva092015.pdf



פרק 3 - המלצות הוועדה

בפרק זה יפורטו המלצות הוועדה בחלוקה לארבעה תחומים:

1. קרנות השקעה בתשתיות - הגדרתן, תנאי פעילותן והמגבלות שיחולו עליהן;
2. כללי המס שיחולו על קרן ועל מחזיקי ניירות הערך שהנפיקה;
3. הוראות מעבר;
4. היבטי גילוי, תשקיפים וכללי הרישום למסחר בבורסה.

3.1. קרנות השקעה בתשתיות - הגדרתן, תנאי פעילותן והמגבלות שיחולו עליהן

בסעיף זה יפורטו הכללים והמגבלות שיתוו את פעילותן של הקרנות. מטרתם של כללים ומגבלות אלו להבטיח את הגשמת התכלית המפורטת בפרקי הדוח הקודמים.

3.1.1. הגדרת הקרן - התאגדות, פעילות ורישום למסחר

המלצה - "קרן השקעה בתשתיות" תוגדר כחברה אשר מתקיימים בה כל אלה:

- 3.1.1.1. הקרן התאגדה בישראל, קרי הינה תושבת ישראל לעניין הפקודה.
- 3.1.1.2. הקרן התאגדה כחברה בערבון מוגבל, בהתאם לחוק החברות התשנ"ט - 1999 ("חוק החברות").
- 3.1.1.3. הקרן הוקמה כחברה חדשה.
- 3.1.1.4. מנייתיה נרשמו למסחר בבורסה בישראל בתוך שלושים ושישה חודשים מיום התאגדותה והן נסחרות בה.
- 3.1.1.5. ממועד התאגדותה עד מועד תחילת הוראות פרק זה בעניינה, לא היו לה פעילות, הכנסות, הוצאות, נכסים או התחייבויות, למעט לצורך פעילותה כקרן השקעה בתשתיות, כמפורט בפרק זה.

הסבר - הוועדה סבורה כי המסגרת המשפטית הרצויה לפעילות הקרן היא התאגדות בישראל כחברה בע"מ, שאורך חייה אינו מוגבל, אשר תוקם כחברה חדשה לצורך פעילות הקרן ובחלוף תקופת הקמה והיערכות תירשם למסחר בבורסה. הקמת הקרן כחברה חדשה תבטיח כי הציבור שישקיע במניות הקרן לא יהיה חשוף לתביעות ולא יישא בעלויות הנובעות מחשיפות בגין פעילות עבר של החברה. רישום הקרן למסחר בבורסה יאפשר את נזילות ההשקעה, יבטיח החלת משטר גילוי מכוח דיני ניירות ערך וכפיף את הקרן לפיקוחה של רשות ניירות ערך בכל הנוגע להיבטי גילוי. בנוסף, מדובר בהרחבת אפיקי ההשקעה האפשריים למשקיעים בשוק ההון הישראלי, ובכללם גופים מוסדיים אשר חלות עליהם מגבלות לעניין היקף ההשקעה בניירות ערך שאינם סחירים. הרחבה זו גם עשויה להגדיל את נפח המסחר בבורסה.

כמו כן, הוועדה סבורה כי הקרן עשויה להידרש לתקופת היערכות משמעותית על מנת שתוכל לצבור מוניטין ונכסים בהיקף שיאפשר לה להגיע ערוכה מבחינה עסקית לביצוע ההנפקה לציבור, והכל בהתחשב בהיקף המוגבל של

נכסי תשתיות בישראל ובמורכבות הכרוכה בהשלמת עסקאות להשקעה בנכסי תשתיות.¹⁴ לאור זאת, נקבעה תקופה משמעותית בה תוכל הקרן לפעול כחברה פרטית בטרם רישומה למסחר בבורסה. לצד זאת, הטבות המס המפורטות בסעיף 3.2 צפויות לעודד את הקרן להשלים את ההנפקה לציבור בהקדם האפשרי.

3.1.2. נכסי הקרן

המלצה - ביום 30.6 וביום 31.12 בכל שנת מס מתקיימים כל אלה:

3.1.2.1. בתקופה שבין מועד הקמת הקרן ובין רישומה למסחר יחולו התנאים הבאים:

3.1.2.1.1. לפחות 95% מנכסי הקרן הם "נכסי תשתיות", או "השקעות פיננסיות כשירות".

3.1.2.1.2. על נכסים בסכום של עד 5% מנכסי הקרן לא תחול מגבלה כלשהי, מעבר למגבלות על ביצוע עסקאות הקבועות בדינים הקיימים, ככל שקיימות כאלו.

3.1.2.1.3. לפחות 75% מ-"נכסי התשתיות" של הקרן יהיו "נכסי תשתיות כשירים". באישור מנהל רשות המסים לא יראו החזקה של פחות מ-75% אך מעל 50% בתקופה האמורה כאי עמידה בתנאי.

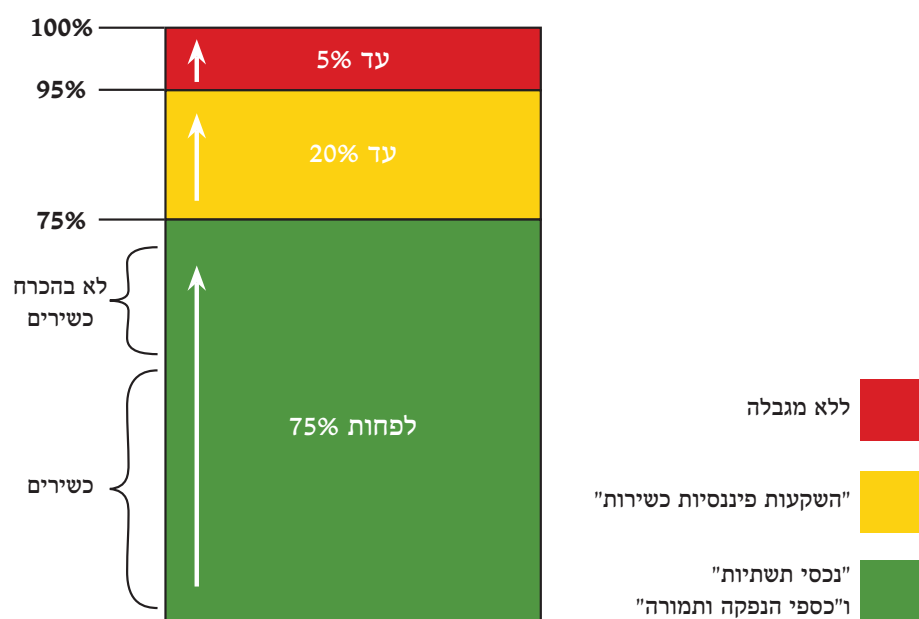
3.1.2.2. החל ממועד הרישום למסחר יתקיימו התנאים הבאים:

3.1.2.2.1. לפחות 95% מנכסי הקרן הם "נכסי תשתיות", או "השקעות פיננסיות כשירות".

3.1.2.2.2. על נכסים בסכום של עד 5% מנכסי הקרן לא תחול מגבלה כלשהי, מעבר למגבלות על ביצוע עסקאות הקבועות בדינים הקיימים, ככל שקיימות כאלו.

3.1.2.2.3. לפחות 75% מ-"נכסי התשתיות" של הקרן יהיו "נכסי תשתיות כשירים".

3.1.2.2.4. לפחות 75% מנכסי הקרן, ולכל הפחות נכסים בשווי של 200 מיליון ש"ח, יהיו "נכסי תשתיות" או "כספי הנפקה ותמורה".



¹⁴ בהקשר זה, ראו הערת שוליים 19.

הגדרות:

"נכסי הקרן" - סך הנכסים המוחזקים במישרין על ידי הקרן, כשאלו יימדדו לפי שווי הוגן או לפי ערכם בדוחות הכספיים הנפרדים של הקרן, לפי בחירת הקרן, ובלבד שחלופה כאמור יושמה באופן עקבי לגבי כלל הנכסים באותה תקופה. על אף האמור, לעניין זה יחולו גם ההוראות הבאות:

א. השקעות במניות ובמכשירים הוניים של חברות בנות או כלולות ייכללו בנכסי הקרן על פי שווין ההוגן, או על בסיס שווי מאזני בלבד. כחריג, באישור רשות המסים השקעות כאמור תוכלנה להימדד לעניין נכסי הקרן גם על בסיס עלות (היסטורית);

ב. נכסים המשמשים לפעילותה השוטפת של הקרן, אשר אינם מהווים השקעות עבודה, וגם אינם מהווים נכסי תשתיות, וגם אינם עולים על 5% מנכסי הקרן, יוכלו להימדד לפי ערכם בדוחות הכספיים הנפרדים של הקרן, גם אם השקעותיה האחרות נמדדו לפי שווין ההוגן.

"נכסי תשתיות" - הסכום מתוך נכסי הקרן המיוחס להחזקה, העמדת חוב או תפעול של פרויקטים בתחום התשתיות (כהגדרתם להלן). לעניין זה, יחולו בקשר לחישוב נכסי תשתיות ההוראות הבאות:

א. החזיקה הקרן בשיעור החזקה כלשהו, או העניקה הקרן הלוואות, לישות משפטית ייעודית אשר מטרתה העסקית היחידה הינה תכנון, מימון, מימון הקמה, הפעלה ותחזוקה של פרויקט תשתיות מכוח זיכיון או רישיון אשר התקבל בידיה מידי רשות ציבורית, ואשר פעילותה העסקית של ישות כאמור הוגבלה מפני ביצוען של פעילויות עסקיות אחרות במסגרת הסכם הזיכיון, הרישיון או הוראות הדין, לפי העניין, יראו את כל נכסי הקרן שמשייכים להחזקה בישות הייעודית כנכסי תשתיות;

ב. הוגדרה הקרן כבעל מניות מהותי בתאגיד אחר כתוצאה מהשקעה במניות או במכשירים הוניים שלו (להלן: "התאגיד המוחזק"), יראו כנכסי תשתיות את סכום ההשקעה בהון התאגיד המוחזק מתוך נכסי הקרן, כשהוא מוכפל בשיעור נכסי התשתיות של התאגיד המוחזק מתוך סך נכסיו בהתבסס על הדוחות הכספיים של התאגיד המוחזק. לעניין זה, כנכסי תשתיות בדוח הכספי של התאגיד המוחזק ייחשבו כלל הנכסים הנחוצים לאותו תאגיד על מנת לבצע את פעילות התכנון, המימון, מימון ההקמה, ההפעלה והתחזוקה של פרויקט התשתיות, לרבות יתרות הון חוזר קשורות, ואילו כסך נכסיו ייחשבו סך הנכסים שהוכרו בדוחות הכספיים שלו. השקעה של התאגיד המוחזק בתאגיד אחר, המקנה לתאגיד המוחזק שליטה, שליטה משותפת או השפעה מהותית על התאגיד האחר, אשר נכסיו לא אוחדו בדוחות התאגיד המוחזק, תוכל להיחשב כנכס תשתיות של התאגיד המוחזק לפי סכום ההשקעה בדוח הכספי של התאגיד המוחזק, כשהוא מוכפל בשיעור נכסי התשתיות של התאגיד האחר מתוך סך נכסי התאגיד האחר, ובלבד שכל השקעה של התאגיד האחר בתאגיד נוסף לא תיחשב כנכס תשתיות;

ג. השקיעה הקרן במכשיר חוב של תאגיד אחר (להלן: "התאגיד הלווה"), יראו כנכסי תשתיות את סכום ההשקעה, כשהוא מוכפל בשיעור נכסי התשתיות של התאגיד הלווה מתוך סך נכסיו בהתבסס על הדוחות הכספיים של התאגיד הלווה, ויחולו ההוראות המתוארות בסעיף (ב) לעיל, בשינויים המחויבים;

ד. השקעות במניות או במכשירים הוניים של תאגידים שהקרן אינה מהווה בעל מניות מהותי בהם, לא ייחשבו כנכסי תשתיות. על אף האמור, באישור מראש של מנהל רשות המסים או מי שהוא הסמיכו לכך, רשאית הקרן להתייחס להשקעה כאמור המוחזקת או שתוחזק לתקופה של ארבע שנים לפחות כאילו הייתה בעל מניות מהותי בתאגיד כאמור, ובלבד שהעניין עולה בקנה אחד עם תכלית הפקודה ועקבי מתקופה לתקופה;

ה. החזיקה הקרן באופן ישיר בפרויקט בתחום התשתיות, כנכסי תשתיות ייחשבו אותם נכסים מתוך נכסי הקרן הנחוצים על מנת לבצע את פעילות התכנון, המימון, מימון ההקמה, ההפעלה והתחזוקה של פרויקט התשתיות, לרבות יתרות הון חוזר קשורות;

- ו. לא סיפקה הקרן נתונים להנחת דעתו של מנהל רשות המסים או מי שהוא הסמיכו לכך לעניין טיב או מהות הנכסים של תאגיד מוחזק או תאגיד לווה, לא תיחשב השקעה כאמור כנכסי תשתיות;
 - ז. השקעה ישירה של הקרן במניות או במכשירים ההוניים של קבלן המבצע את ההקמה של פרויקט תשתיות (להלן: "הקבלן המבצע") תוכל להיחשב כנכס תשתיות בהתאם לכללים המפורטים בסעיפים (ב) ו-(ד) לעיל, רק אם חלקה של הקרן בקבלן המבצע אינו גדול יותר מהחזקתה במניות או במכשירים ההוניים של הזכין של אותו פרויקט (קרי, ה-SPC). בכל מקרה, השקעה כאמור בקבלן המבצע לא תיחשב כנכס תשתיות כשיר (כהגדרתו להלן).
- "נכסי תשתיות כשירים"** - אותו חלק מתוך נכסי התשתיות, המתייחס לפרויקטים כשירים בתחום התשתיות. לעניין זה, יחולו בהתאמות המתחייבות הכללים לעניין המדידה של נכסי תשתיות.
- "פרויקטים כשירים בתחום התשתיות"** - פרויקטים בתחום התשתיות בישראל שמקיימים את אחד מאלה:
1. הוצאתם לפועל נעשית במסגרת הזמנה להציע הצעות (לרבות קול קורא) של או התקשרות עם מדינת ישראל, איזה ממשרדה ו/או יחידות הסמך שלה ו/או גופים מתוקצבים (כל אחד מאלו - "רשות ציבורית").
 2. הם זכו לעידוד או תמיכה של רשות ציבורית על דרך של חקיקה, התקנת תקנות או קביעת נהלים שתכליתם לעודד או לתמוך בקידום ופיתוח פרויקטים מסוג זה.
 3. הם זכו לתמיכה או תקצוב של רשות ציבורית על דרך של החלטת ממשלה או החלטת ראש הרשות הציבורית שתכליתה לתמוך בקידום ופיתוח פרויקטים מסוג זה.
 4. מהווים פעילות החייבת בחובת רישוי (לרבות פעילות החייבת ברישיון אך פטורה מקבלתו) בהתאם לחוק משק החשמל, התשנ"ו-1996 או בהתאם לחוק המים, התשי"ט-1959 או בהתאם לחוק אחר שייקבע על ידי שר האוצר.
- "בעל מניות מהותי"** - כהגדרת מונח זה בסעיף 88 לפקודה.
- "גופים מתוקצבים"** - כהגדרת מונח זה בחוק יסודות התקציב, התשמ"ה - 1981.
- "השקעות פיננסיות כשירות"** - אג"ח, מלוות מדינה, ני"ע הנסחרים בבורסה, נכסים שיש לכלול בסעיף "לקוחות" בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, פיקדונות ומזומנים, ובלבד שלא היו נכסי תשתיות.
- "נכסי הנפקה ותמורה"** - מילווה מדינה, פיקדון או מזומנים, שמקורם בכספים כמפורט בפסקאות 1 עד 3 בהגדרה זו, המוחזקים במשך תקופה שאינה עולה על התקופה כמפורט באותן פסקאות:
1. כספים שהתקבלו מהנפקת ניירות ערך קודם להנפקה הראשונה לציבור או במסגרת ההנפקה הראשונה לציבור - במשך שנתיים מיום ההנפקה הראשונה לציבור.
 2. כספים שהתקבלו מהנפקה נוספת של ניירות ערך שנרשמו למסחר בבורסה - במשך שנה מיום ההנפקה.
 3. תמורה ממכירת נכסי תשתיות - במשך שנה מיום המכירה.
- "תחום התשתיות"** - כל אחד מהתחומים הבאים:
1. הפקה, טיהור וטיוב מים, הובלת וחלוקת מים ומי קולחין, התפלת מים, טיהור שפכים ואיסוף, מיון, הובלה, מחזור וטיפול (למעט הטמנה) בפסולת.
 2. הקמה והפעלה של כבישים, הסעת המונים והיסעים, נמלי ים, נמלי תעופה וחניונים הנלווים לכל אחד מאלה.
 3. ייצור חשמל, זיקוק מוצרי דלק, הקמת והפעלת תשתיות הולכה וחלוקה של חשמל, מוצרי דלק וגז טבעי ומתקני אחסון של מוצרי דלק וגז טבעי.
 4. הקמה והפעלה של תשתיות טלפוניה, אינטרנט, רט"ן, כבלים, לוויין והפצת שידורים¹⁵.

¹⁵ תשתיות הפצת שידורים - תחנות שידור ספרתיות כהגדרתן בחוק הפצת שידורים באמצעות תחנות שידור ספרתיות, תשע"ו-2012.

5. מבלי לגרוע מפסקאות (1)-(4), כל תשתית המבוצעת במסגרת הסכם שיתוף פעולה בין המדינה והמגזר הפרטי (Public-Private Partnership - PPP).
6. תחום אחר שאושר על ידי שר האוצר כתחום תשתיות.

הסבר - הוועדה מצאה לנכון לייעד את קרנות ההשקעה בתשתיות לביצוע השקעות בהחזקה, העמדת חוב ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות. לאור ההטבות הייחודיות שמקנה המדינה לקרנות, ועל מנת לוודא שהן מגשימות את ייעודן לבצע השקעות בתחום התשתיות שהינו תחום בעל חשיבות לאומית, נקבע כי מרבית הפרויקטים בהם ישקיעו הקרנות יהיו פרויקטים בישראל לגביהם קיימת ראייה לכך שרשות ציבורית מעוניינת בקידום או פרויקטים בתחומים ספציפיים שהוצאתם לפועל כפופה לקבלת רישיון. לצד זאת, מכירה הוועדה בכך שפרויקטים בתחום התשתיות עשויים להתבצע במקרים מסוימים ללא מעורבות של רשות ציבורית. לכן, נקבע כי הקרנות יוכלו לבצע השקעות בהיקף מוגבל בפרויקטים בתחום התשתיות שאינם "פרויקטים כשירים בתחום התשתיות" וכן בפרויקטים בתחום התשתיות שאינם בישראל. בנוסף, נקבעה הגדרה רחבה לתחום התשתיות וזאת לאחר בחינת מאפייני נכסי התשתיות בהן נוהגות להשקיע חברות וקרנות השקעה בתשתיות בארץ ובעולם. הגדרות רחבות אלה נועדו להגדיל ככל הניתן את מצבת נכסי התשתיות בהם רשאית הקרן להשקיע, מתוך הבנה כי היצע הפרויקטים בתחום התשתיות בישראל מוגבל, ומטרתה לאפשר לקרן לפזר את הסיכון על ידי החזקה בפורטפוליו רחב ומגוון של נכסי תשתיות מסוגים והיקפים שונים. בהקשר זה יובהר, כי משמעות המונח "פרויקטים" בהקשר של "פרויקטים בתחום התשתיות" אינה במובן הצר של המילה, אלא הכוונה היא לפעילות עסקית בתחום התשתיות ולכל הנכסים המשרתים את הפעילות העסקית בתחום התשתיות. על אף רצונה של הוועדה להגדיל ככל הניתן את מצבת נכסי התשתיות בהם רשאית הקרן להשקיע, החליטה הוועדה להגביל את יכולת הקרנות להשקיע בקבלן ביצוע (בלבד) של פרויקטי תשתיות. מחד, הוועדה מבקשת לקדם הקמת קרנות נסחרות להשקעה בהחזקה, העמדת חוב ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות ולא להשקעה בפעילות ביצוע קבלנית גרידא. מאידך, הוועדה מבינה כי המודל העסקי המקובל בתחום משלב לעתים החזקה בפרויקטים בתחום התשתיות והחזקה בקבלן ביצוע ההקמה של אותם פרויקטים. לכן, השקעה בפעילות ביצוע קבלנית (בפרט, בחברת ה-EPC) של פרויקטים שבהם לקרן לא קיימת החזקה בשיעור תואם או גבוה יותר בזיכיון עצמו (בחברת ה-SPC), לא תחשב כהשקעה בנכסי תשתיות. עם זאת, יובהר, כי האמור מתייחס להשקעה בפעילות הקבלנית בלבד, וכי ההשקעה בחברת הפרויקט עצמה (SPC) תיחשב, בכפוף להגדרה, כנכס תשתיות ללא קשר לשיעורי החזקה בפעילות ההקמה הקבלנית. על מנת שגם ההשקעה בפעילות הביצוע הקבלנית תיחשב כנכסי תשתיות נדרש שלקרא תהיה החזקה הונית באותה ישות בשיעור החזקה המגדיר אותה כבעל מניות מהותי, וכן, שלקרא תהיה החזקה בשיעור זה או גבוה יותר גם בזכויות הפרויקט עצמן.

על מנת לאפשר גמישות מסוימת בידי הקרן בניהול נכסיה, סבורה הוועדה שיש לאפשר לקרן להחזיק נכסים נזילים שיאפשרו לה לנצל הזדמנויות עסקיות וכן ניתן לה פרק זמן ראוי לשימוש בכספי הנפקה ותמורה.

לעניין הגדרת "נכסי הקרן", מבקשת הוועדה להבהיר כי סכום נכסי הקרן הינו סך הנכסים בהם מחזיקה הקרן, לפי שווים ההוגן או לפי ערכם בדוחות הכספיים הנפרדים של הקרן. נכסי הקרן יכולים לכלול השקעות במניות ובמכשירים הוניים של תאגידים אחרים, השקעות במכשירי חוב של תאגידים אחרים, השקעות ישירות בפרויקטים בתחום התשתיות ונכסים נוספים.

לעניין הגדרת "נכסי תשתיות" ו-"נכסי תשתיות כשירים", מדובר למעשה באותו חלק מתוך נכסי הקרן, כפי שנמדדו, אשר משקפים השקעה בפרויקטים בתחום התשתיות במישרין או בעקיפין. השקעה בעקיפין הינה השקעות במניות,

במכשירים הוניים ובמכשירי חוב של תאגידים אחרים, כאשר ייחוס אותם נכסים כנכסי תשתיות וכנכסי תשתיות כשירים ברמת הקרן ייעשה באמצעות פרופורציית הנכסים של התאגיד האחר על פי דוחותיו הכספיים הנפרדים או המאוחדים. עוד יובהר כי השקעה בתאגיד ייעודי (SPC), בהתקיים התנאים הנדרשים, תיחשב כולה כנכס תשתיות ו/או נכסי תשתיות כשיר, לפי העניין.

הלכה למעשה, מבחן הנכסים הינו מבחן הכולל חישוב של פרופורציה בין סך הנכסים המוגדרים כנכסי תשתיות לבין סך הנכסים של הקרן. כעיקרון, מבחן זה מבוצע על ההשקעות בנכסים מהסוגים השונים ולא על בסיס מאוחד או על בסיס איחוד יחסי. להבדיל ממבחן המבוצע על סמך איחוד יחסי, מבחן ההשקעה אינו מושפע מהיקף המאזן היחסי של החברות המוחזקות ומרמת מינופן וגם תואם לאופן המדידה החשבונאי הסטנדרטי לגבי קרנות אשר יגדירו עצמן כישויות השקעה בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי מספר 10 (IFRS), אם יבחרו לבצעו על בסיס השווי ההוגן. בנוסף, הוועדה ממליצה שהקרן לא תיאלץ לחשב את השווי ההוגן של נכסים בעלי מהות זניחה, לרבות נכסים שאינם מהווים במהותם השקעות, כדוגמת רכוש קבוע שהוא ציוד משרדי, יתרות חייבים שוטפות וכיוצא באלה, ולעניין אותם נכסים תוכל להשתמש חלף השווי ההוגן ביתרות כפי שמופיעות בדוח הכספי הנפרד שלה.

כעיקרון, על מנת שהשקעה הונית תיחשב כנכס תשתיות נדרש יהיה לספק נתונים על הרכב הנכסים של התאגיד המוחזק, וזאת בתנאי ששיעור ההחזקה מאפשר את הגדרת הקרן כבעלת מניות מהותית בה. במילים אחרות, השקעה הונית בשיעורים נמוכים יותר, ככלל לא תוכל להיחשב כנכסי תשתיות, אלא אם יתקבל אישור לכך מרשות המסים, ובמקרה כאמור ההשקעה תיחשב כנכסי תשתיות לפי פרופורציית נכסי התשתיות בתאגיד המושקע מתוך סך נכסיו.

יובהר, כי בעת הבחינה של פרופורציית נכסי התשתיות בתאגיד מוחזק, נעשה שימוש בדוחות הכספיים של התאגיד המוחזק, ויכול שלעניין זה ייעשה גם שימוש בדוחות הכספיים המאוחדים. הסיבה העיקרית לכך הינה שהוועדה מצפה שבמרבית הנסיבות התאגידים המוחזקים על ידי הקרן יהיו בעצמם תאגידים תפעוליים או תאגידים המחזיקים או החשופים לפעילות תפעולית. בהקשר לכך, הובהר כי כל נכס אשר נחוץ לפעילות העונה להגדרת תשתית, ייחשב במסגרת פרופורציה זו כנכס תשתיות.

להרחבה נוספת אודות השינויים שנערכו בהקשר זה בדוח הסופי של הוועדה ביחס לדוח הביניים, ראו גם נספח ג' להלן.

להלן מספר דוגמאות להמחשה:

דוגמא 1 - החזקה הונית

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של קרן השקעה בתשתיות שלא בחרה להגדיר עצמה כישות השקעה (בש"ח):

נכסי תשתיות	38
*נכסי חברה ב'	100
נכסים אחרים	2
**סה"כ	140

*הקרן מחזיקה 60% מהון המניות של חברה ב' ומאחדת את נכסיה של חברה ב' בדוחות הכספיים המאוחדים בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 10 (IFRS). שוויה ההוגן של ההשקעה של הקרן בהון המניות של חברה ב' הינו 60.

**הקרן בחרה במדידת סך הנכסים לפי שווי הוגן.

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של חברה ב' (בש"ח):

נכסי תשתיות	70
*** השקעה בחברה כלולה ג'	30
סה"כ	100

*** חברה ב' מחזיקה 30% מהון המניות של חברה ג' ומטפלת בהשקעה לפי בסיס שווי מאזני בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 28 (IAS).

להלן הרכב הנכסים בדוח העצמאי של חברה ג' (בש"ח):

נכסי תשתיות	75
נכסים אחרים	15
סה"כ	90

להלן סך נכסי הקרן:

1. כלל הנכסים בהם מחזיקה הקרן, למעט תאגידיים מוחזקים שהקרן הינה בעלת מניות מהותי בהם: $38+2=40$

2. שוויה ההוגן של ההשקעה בחברה ב' - 60.

$$\text{סה"כ} = 100 = 40 + 60$$

להלן פרופורציית נכסי חברה ב':

בש"ח	באחוזים	
$70 + 30 \cdot 75/90 = 95$	95%	נכסי תשתיות
$15/90 \cdot 30 = 5$	5%	נכסים אחרים
100	100%	סה"כ

להלן הרכב נכסי הקרן:

בש"ח	באחוזים	
$38 + 60 \cdot 95\% = 95$	95%	נכסי תשתיות
$2 + 60 \cdot 5\% = 5$	5%	נכסים אחרים
100	100%	סה"כ

לעניין זה, ראוי לציין כי אילו הקרן הייתה מוגדרת לעניין תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 10 (IFRS) כישות השקעה, ועל כן הייתה מודדת את השקעתה בחברה ב' בשווי הוגן, מבחן הנכסים עדיין היה נעשה באופן שהוצג לעיל.

דוגמא 2 - השקעה במכשיר חוב

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של קרן השקעה בתשתיות (בש"ח):

נכסי תשתיות	38
*נכסי חברה ב'	100
נכסים אחרים	2
**סה"כ	140

*הקרן העניקה הלוואה לחברה ב' ששוויה ההוגן עומד על 100 ש"ח. ההלוואה מטופלת בדוחותיה הכספיים של הקרן בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 9 (IFRS).

**הקרן בחרה במדידת סך הנכסים לפי שווי הוגן.

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של חברה ב' (בש"ח):

נכסי תשתיות	70
*** השקעה בחברה כלולה ג'	30
סה"כ	100

***חברה ב' מחזיקה 30% מהון המניות של חברה ג' ומטפלת בהשקעה לפי בסיס השווי המאזני בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 28 (IAS).

להלן הרכב הנכסים בדוח העצמאי של חברה ג' (בש"ח):

נכסי תשתיות	75
נכסים אחרים	15
סה"כ	90

להלן סך נכסי הקרן:

כלל הנכסים בהם מחזיקה הקרן - 140.

להלן פרופורציית נכסי חברה ב':

	בש"ח	באחוזים	
$70 + 30 \cdot 75 / 90 =$	95	95%	נכסי תשתיות
$15 / 90 \cdot 30 =$	5	5%	נכסים אחרים
	100	100%	סה"כ

להלן הרכב נכסי הקרן:

	בש"ח	באחוזים	
$38 + 60 \times 95\% =$	95	95%	נכסי תשתיות
$2 + 60 \times 5\% =$	5	5%	נכסים אחרים
	<u>100</u>	<u>100%</u>	סה"כ

דוגמא 3 - החזקה הונית והלוואת בעלים לתאגיד מוחזק

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של קרן השקעה בתשתיות שלא הגדירה עצמה כישות השקעה (בש"ח):

38	נכסי תשתיות
30	*השקעה בחברה ב'
20	**הלוואה לחברה ב'
2	נכסים אחרים
<u>90</u>	סה"כ***

*הקרן מחזיקה ב-40% מהון המניות של חברה ב' ומטפלת בהשקעה לפי בסיס השווי המאזני בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 28 (IAS). שוויה ההוגן של ההשקעה של הקרן בהון המניות של חברה ב' הינו 40.

**הקרן העניקה הלוואה לחברה ב' ששוויה ההוגן עומד על 20 ש"ח. ההלוואה מטופלת בדוחותיה הכספיים של הקרן בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 9 (IFRS).

***הקרן בחרה למדוד את סך הנכסים לצורך המבחן לפי שווי הוגן.

להלן הרכב הנכסים בדוח המאוחד של חברה ב' (בש"ח):

70	נכסי תשתיות
30	****השקעה בחברה כלולה ג'
<u>100</u>	סה"כ

****חברה ב' מחזיקה ב-30% מהון המניות של חברה ג' ומטפלת בהשקעה לפי בסיס השווי המאזני בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 28 (IAS).

להלן הרכב הנכסים בדוח העצמאי של חברה ג' (בש"ח):

75	נכסי תשתיות
15	נכסים אחרים
<u>90</u>	סה"כ

להלן סך נכסי הקרן:

1. כלל הנכסים בהם מחזיקה הקרן במישרין לפי שווים ההוגן: $38 + 20 + 2 = 60$.

2. שוויה ההוגן של ההשקעה בחברה ב' - 40.

סה"כ - $60 + 40 = 100$.

להלן פרופורציית נכסי חברה ב':

	בש"ח	באחוזים	
$70 + 30 \cdot 75/90 =$	95	95%	נכסי תשתיות
$15/90 \cdot 30 =$	5	5%	נכסים אחרים
	<u>100</u>	<u>100%</u>	סה"כ

להלן הרכב נכסי הקרן:

	בש"ח	באחוזים	
$38 + (20+40) \cdot 95\% =$	95	95%	נכסי תשתיות
$2 + (20+40) \cdot 5\% =$	5	5%	נכסים אחרים
	<u>100</u>	<u>100%</u>	סה"כ

3.1.3. פִּיזוֹר הַמִּשְׁקִיעִים בַּקֶּרן

המלצה -

- 3.1.3.1. בשלוש השנים הראשונות ממועד הרישום למסחר לא תחול הגבלה בדבר פיזור המשקיעים בקרן.
- 3.1.3.2. החל בתום שלוש שנים ממועד הרישום למסחר, לא יחזיקו חמישה בעלי מניות או פחות, במישרין או בעקיפין, ב-70% או יותר מאמצעי השליטה בקרן.
- 3.1.3.3. החל בתום חמש שנים ממועד הרישום למסחר, לא יחזיקו חמישה בעלי מניות או פחות, במישרין או בעקיפין, ב-50% או יותר מאמצעי השליטה בקרן.

לעניין זה -

- א. יראו עמיתים בקופת גמל, מבוטחים בחברת ביטוח לעניין השקעות מבוטחיה וכן בעלי יחידה בקרן נאמנות כהגדרתה בסעיף 88 לפקודה, כבעלי המניות בקרן.
- ב. אדם וקרובו ייחשבו בעל מניות אחד.

הסבר - הוועדה סבורה שיש לקבוע דרישות לפיזור משקיעים כדי להבטיח כי ההטבות שתעניק המדינה לקרן יוענקו לציבור רחב ככל הניתן וכן על מנת להבטיח סחירות נאותה במניות הקרן. דרישה זו מצטרפת לדרישות הפיזור של הבורסה לרישום למסחר.

יצוין כי מנגנון דומה קיים כיום גם ביחס לקרנות הריט, המבוסס על כלל ה-Five or Fewer המוכר בארצות הברית. הוועדה ראתה לנכון לקבוע כי דילול המניות יוכל להיעשות בצורה מדורגת. זאת, על מנת לאפשר לקרן לבצע גיוסים במועדים מתאימים לה, וכן כדי להימנע מ-"זריקת" סחורה לשוק רק מכוח החובה לעמוד בדרישות הפיזור.

3.1.4. מינוף הקרן

המלצה - הקרן תהיה רשאית לגייס חוב פיננסי המשקף שיעור מינוף של עד 80% מסך נכסי התשתיות בהם היא מחזיקה כהגדרתם לעיל (קרי, המונה בחישוב מבחן הנכסים), ובתוספת של עד 20% מסך הנכסים האחרים, שאינם נכסי תשתיות (קרי, הפער שבין המונה לבין המכנה בחישוב מבחן הנכסים). מבחן המינוף ייערך ביום 30.6 ו-31.12 בכל שנת מס.

לעניין זה, החוב הפיננסי כולל את הסכום בדוחות הכספיים של הקרן שמיוחס להלוואות שניטלו על ידה, אגרות חוב שהונפקו, התחייבויות בגין נגזרים ששימשו לגידור ההתחייבויות האמורות, התחייבויות אקטואריות, וכן ריביות לשלם בגין אלה. אולם, החוב אינו כולל את ההתחייבויות בגין ההון החוזר התפעולי של פרויקטים המוחזקים על ידי הקרן במישרין.

הסבר - נוכח הסיכונים הגלומים בפעילות העסקית של הקרן, סבורה הוועדה כי יש להגביל את רמת המינוף שבה תוכל הקרן לפעול, אך תוך יצירת איזון בין הצורך ליצור יציבות לבין החשיבות שבבניית תשתיות שתאפשר לקרנות לפעול באופן תחרותי וכדאי כלכלית.

לאחר שהוועדה בחנה נתונים בדבר רמות מינוף בפועל של קרנות נסחרות בעולם העוסקות בהשקעה בתשתיות, סברה הוועדה כי איזון ראוי הינו הגבלת רמת המינוף ל-80%. יובהר, כי רמת מינוף כאמור עשויה להיות גבוהה דיה, בפרט לנוכח העובדה שהחברות המושקעות עצמן עשויות להיות ממונפות. מובן, כי קרנות עשויות גם לבחור במדיניות שמרנית יותר בהיבט זה.

3.1.5. חובת חלוקה

המלצה - 90% מההכנסה החייבת, למעט רווח הון ממכירת נכסי תשתיות, בתוספת הכנסות פטורות ובניכוי הוצאות שאינן מותרות, תחולק לבעלי המניות עד ליום 30 באפריל בשנה העוקבת לשנה שבה הופקה או נצמחה ההכנסה, החל ממועד הרישום למסחר של הקרן. רווח הון ממכירת נכסי תשתיות יחולק עד 12 חודשים ממועד המכירה אלא אם נרכש נכס תשתיות אחר בתקופה זו. נרכש נכס כאמור, תחול חובת החלוקה רק בגובה ההפרש בין התמורה מהמימוש לעלות הנכס החדש ובכל מקרה לא יותר מסך רווח ההון.

הסבר - מטרת הסדר המס הייעודי הינה לדמות מצב בו בעלי המניות היו מבצעים את ההשקעות באופן ישיר, ובהתאם לקבוע משטר מס המשיית על בעלי המניות מס דומה לזה שהיה חל עליהם לו השקיעו במישרין בנכסי הקרן.

בהשקעה באופן ישיר המשקיע מפיק את ההכנסות במישרין, ובהתאם מחויב במס. הוועדה סבורה כי על מנת לדמות מצב זה, על הקרן לחלק את הכנסתה החייבת לבעלי מניותיה באופן שוטף. משכך, מוצע כי כתנאי לזכאות למשטר המס הייעודי כמוצע בדוח, יהא על הקרן להעביר לפחות 90% מהכנסתה החייבת בשנת המס לבעלי מניותיה. בהתאם לעקרונות המודל המוצע, חלוקת ההכנסה החייבת תבצע עד ליום 30 באפריל בשנה העוקבת לשנה שבה הופקה או נצמחה ההכנסה, זאת למעט הכנסות ריבית הנובעת מהעמדת הלוואות שטרם הופק בגינן תזרים מזומנים ואשר נצמחו בתקופת ההקמה של הפרויקט, שכן הכנסות אלו לא יכולות להיות מחולקות על ידי הקרן כדיבידנד עד אשר יתקבל בגינן תזרים מזומנים. חובת החלוקה מבטיחה תזרים למשקיעים, ביחס לפרויקטים בתחום התשתיות שמניבים הכנסות שוטפות, ומשכך אף יוצרת תמריץ להשקעה במניות הקרן. יובהר, כי חובת החלוקה חלה על הקרן בלבד ולא תחול על תאגידים מוחזקים באמצעותם משקיעה הקרן בפרויקטים בתחום התשתיות.

3.1.6. אישור רואה חשבון על עמידה בתנאים

המלצה - הקרן תצרף לדיווחיה לרשות המיסים אישור רואה חשבון כי התנאים המנויים בסעיפים 3.1.1-3.1.5 לעיל אכן מתקיימים.

הדיווח על העמידה בתנאים המפורטים לעיל ייעשה על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של הקרן, סקורים או מבוקרים, לפי העניין.

הסבר - לאור ההטבות הייחודיות המוקנות לקרן, בפרט בתחום המיסוי, מוצע כי הקרן תצרף לדיווחיה לרשות המיסים אישור של רואה החשבון המבקר, שהינו גורם מקצועי ובלתי תלוי, על התקיימות התנאים להגדרתה כקרן השקעה בתשתיות. באופן זה תתקיים בקרה על עמידתה של הקרן בתנאים כאמור.

3.1.7. השלכות הפרת הכללים והמגבלות החלים על הקרן

המלצה - במקרה של הפרה יחולו ההוראות הבאות:

3.1.7.1. הקרן תחדל להיות קרן השקעה בתשתיות ולא תהא זכאית עוד למשטר המס הייעודי ולשאר ההטבות לקרנות השקעה בתשתיות. משטר המס הייעודי יחול על הכנסה חייבת שהופקה או נצמחה בידי הקרן עד ליום שבו חדלה להיות ממוסה על פיו.

3.1.7.2. קרן שחדלה להיות קרן השקעה בתשתיות לא תוכל לשוב ולהיחשב כקרן כזו.

לעניין זה - "הפרה" הינה אי עמידה בתנאים הנדרשים מקרן תשתיות.

על אף האמור, אי העמידה בהוראות סעיפים 3.1.2 או 3.1.4 לעיל, לא תיחשב כהפרה אם אי העמידה תוקנה תוך ששה חודשים והקרן מקיימת את כל התנאים למשך שנה לפחות ברציפות, ובלבד שבמהלך 5 השנים שקדמו לאי העמידה לא הייתה יותר מאי עמידה אחת נוספת שתוקנה.

הסבר - קרנות השקעה בתשתיות זוכות להטבות מס משמעותיות שמטרתן לעודד את הקמת הקרנות ואת המשך פעילותן לאורך זמן. משכך, הוועדה מצאה לנכון לקבוע תנאים, כמפורט במסמך זה, אשר הקרן תידרש לקיים על מנת להיות זכאית להטבות. הוועדה סבורה כי במקרים בהם הקרן לא עמדה בתנאים, ואי העמידה לא תוקנה תוך פרק זמן סביר (בהינתן שניתן לתקנה בהתאם להגדרת "הפרה" לעיל), אין זה ראוי כי היא תוכל להמשיך וליהנות מההטבות. הוועדה סבורה כי תקופת ריפוי של שישה חודשים ביחס לאי העמידה מהווה איזון ראוי בין מתן אפשרות לתיקון הפרה לבין המשך קבלת הטבות גם בעת אי עמידה בתנאים.

בד בבד, האפשרות לרפא אי עמידה בתנאים בפרק זמן קצוב עלולה להניע אי עמידות חוזרות ונשנות ואדישות לקיום התנאים. על כן, הוועדה סברה כי יש לקבוע מנגנון אשר ימנע מצב זה. משכך, ממליצה הוועדה כי במקרה בו תתרחש אי עמידה שלישית של התנאים על ידי הקרן לאחר שתי אי עמידות שתוקנו במהלך 5 שנים, היא לא תוכל עוד לרפא את אי העמידה. משמעות הדבר היא שהחברה תחדל סופית להיות קרן השקעה בתשתיות כמשמעותה בדוח, ולא תוכל לשוב להיות במעמד של קרן כזו.

דוגמא להמחשה: הקרן הוקמה ביום 1.1.2018 והחלה להיסחר בבורסה ביום 1.1.2020. ביום 30.6.2020 הקרן לא עמדה במבחן הנכסים הקבוע בסעיף 3.1.2, אך עומדת בו נכון ליום 31.12.2020. ביום 30.6.2022 הקרן לא עמדה במבחן המינוף הקבוע בסעיף 3.1.4, אך עומדת בו נכון ליום 31.12.2022. ביום 30.6.2023 הקרן שוב לא עמדה במבחן הנכסים הקבוע בסעיף 3.1.2. יתר המבחנים הנדרשים על פי סעיפים 3.1.1-3.1.5 התקיימו במועדים הרלוונטיים.

במקרה האמור, הגדרת "הפרה" תתקיים נכון לסוף חודש יוני 2023 - אי העמידה במבחן הנכסים ביום 30.6.2020 תוקנה ובמשך שנה לפחות הקרן קיימה את כל התנאים הנדרשים ממנה ועל כן לא תתקיים הגדרת הפרה; אי העמידה במבחן המינוף ביום 30.6.2022 תוקנה גם היא ביום 31.12.2022. עם זאת, מבחן הנכסים הופר ביום 30.6.2023 - קרי, מדובר על אי עמידה שלישית במצטבר בתנאים שהוגדרו לקרן בתקופה של חמש השנים שקדמו למועד אי העמידה, כך שמדובר ב-"הפרה". מסקנה זו מתקבלת גם לאור העובדה שהקרן לא קיימה את כל התנאים הנדרשים ממנה למשך שנה לפחות לאחר אי העמידה במבחן המינוף ביום 30.6.2022.

3.2. כללי המס שיחולו על הקרן והמחזיקים בניירות הערך שלה

על פי הדין הקיים, חברה ממוסה במיסוי דו שלבי. בשלב הפקת הרווחים על ידי החברה היא ממוסה במס חברות, ובשלב חלוקת הרווח למשקיע הוא ממוסה בשיעור המס החל על דיבידנד.

על פי המלצות הוועדה, הקרנות ייהנו ממשטר מס מיוחד, אשר עיקרון הבסיס שלו הינו מיסוי הכנסות הקרן באופן ישיר בידי בעלי מניות הקרן בצירוף הטבות מס נוספות, כפי שיפורט להלן. מטרת משטר המס הייעודי המוצע הינה לעודד גופים מוסדיים ומשקיעים נוספים, לרבות יחידים, להשקיע בקרן באמצעות מתן תמריץ מיסוי אשר יפחית את חבות המס, עד כדי פטור בעבור חלק מהמשקיעים. בפרט, המודל המוצע מעודד השקעה של קופות גמל ושל יחידים ששיעור המס השולי החל על הכנסתם החייבת, בהתאם למדרגות המס, נמוך יותר משיעור המס הכולל במיסוי דו שלבי.

מודל המיסוי הישיר הינו מודל מקובל במקרים שונים. כך, מודל מיסוי דומה חל על קרנות הריט הנסחרות בבורסה, הוא מוכר על ידי המשקיעים ולחברי הבורסה קיים ניסיון בתפעולו.

3.2.1. תנאי הזכאות למודל המיסוי הישיר

המלצה - הזכאות למודל המיסוי הישיר תהיה רק לקרנות המקיימות את ההגדרה של קרן השקעה בתשתיות ומקיימות את התנאים המפורטים בסעיפים 3.1.1-3.1.5 לדוח.

משטר המס הייעודי יחול ממועד הרישום למסחר בבורסה של מניות הקרן. הקרן תהא זכאית להחלת המתווה האמור למפרע החל במועד הקמתה, אך לא לפני מועד כניסת תיקון הפקודה לתוקף, לפי כללים שתקבע רשות המיסים בישראל.

הסבר - הואיל ומודל המיסוי הישיר והטבות המס נועדו לעודד את הקמתן ופעילותן של קרנות השקעה בתשתיות, תנאי יסוד לקבלת ההטבות הוא שהחברה תקיים את ההגדרה של קרן השקעה בתשתיות ותעמוד בתנאים שנקבעו לגבי פעילותה. האפשרות לזכאות למודל המיסוי הישיר גם למפרע בגין תקופת טרום המסחר מהווה אף היא תמריץ לקרן להירשם למסחר.

3.2.2. עקרונות מודל המיסוי הישיר

3.2.2.1. ייחוס ההכנסה החייבת של הקרן במישרין לבעלי מניותיה

ההכנסה החייבת של הקרן אשר הועברה לבעלי המניות בקרן בהתאם לחובת החלוקה, תיחשב כהכנסתם החייבת של בעלי המניות בקרן. סיווגה ומיסויה של ההכנסה המחולקת מהקרן בידי בעלי המניות יהיה בהתאם למקור ההכנסה שממנו הופקו או נצמחו בידי הקרן, כאילו הופקו על ידי בעלי המניות באופן ישיר.

3.2.2.2. מועד החיוב במס

3.2.2.2.1. **חיוב במס בגין הכנסות מחולקות** - החיוב במס בגין ההכנסות המחולקות מהקרן יהיה במועד חלוקתן בפועל לבעלי המניות.

3.2.2.2.2. **ניכוי מס במקור** - במועד החלוקה יבצעו חברי הבורסה ניכוי מס במקור.

3.2.2.2.3. חיוב במס בגין מכירת מניות הקרן - החיוב במס בגין מכירת מניות הקרן יהיה במועד מכירת המניות.

3.2.2.3. סיווג וחישוב ההכנסה החייבת

סיווג וחישוב ההכנסה החייבת בידי בעלי המניות יתבצע ברמת הקרן. ההכנסה החייבת המחולקת תופרד בהתאם למקורות ההכנסה שמהם נצמחה או הופקה בידי הקרן, וסיווגה בידי בעלי המניות יהיה על פי מקורות אלו.

3.2.2.3.1. הכנסות שוטפות מנכסי תשתיות - יסווגו כהכנסה מעסק. כלל הכנסות הקרן ייחשבו ככאלה למעט:

א. הכנסות המסווגות כרווח הון לפי סעיף 3.2.2.3.2.

ב. הכנסות חריגות לפי סעיף 3.2.2.3.3.

ג. הכנסות במיסוי דו שלבי לפי סעיף 3.2.2.3.4.

3.2.2.3.2. הכנסות המסווגות כרווח הון - הכנסות ממכירת נכסי תשתיות בחלוף ארבע שנים או יותר ממועד ההשקעה וממכירת השקעות פיננסיות כשירות יסווגו כהכנסה הונית.

3.2.2.3.3. הכנסות חריגות - אחד מאלה:

א. הכנסות ממכירת מלאי עסקי.

ב. הכנסות, למעט הכנסות כמפורט בסעיפים (1)-(3) להלן, ששיעורן עולה על 5% מכלל הכנסות הקרן בשנת המס:

1. הכנסות ישירות מנכסי תשתיות.

2. הכנסות ישירות מניירות ערך הנסחרים בבורסה, ממלוות מדינה ומפיקדון.

3. הכנסות עקיפות מנכסי תשתיות שהינן כל אחד מהבאים:

א. הכנסות מימון מתאגידים מושקעים (תאגידים בהם השקיעה הקרן באמצעות השקעה הונית ו/או השקעה במכשירי חוב), לפי שיעור נכסי התשתיות מכלל נכסיהם בהתאם לכללים שנקבעו בהגדרות "נכסי הקרן" ו-"נכסי תשתיות".

ב. הכנסות מדיבידנד שחולקו מתוך הכנסתם החייבת של תאגידים מוחזקים או תאגידים שטופלו כאילו היו מוחזקים, כהגדרתם בהגדרת "נכסי תשתיות", הנובעת מנכסי תשתיות. לעניין זה יראו את ההכנסה החייבת הנובעת מנכסי תשתיות כאילו חולקה לפני ההכנסה החייבת מנכסים אחרים.

ג. הכנסות מדמי ניהול מתאגידים אשר לקרן יש השפעה מהותית בהם לכל הפחות, לפי שיעור נכסי התשתיות מכלל נכסיהם בהתאם לכללים שנקבעו בהגדרות "נכסי הקרן" ו-"נכסי תשתיות".

3.2.2.3.4. הכנסות במיסוי דו שלבי - כל אחת מההכנסות החייבות כמפורט למטה לא תיחשב כהכנסתם החייבת של בעלי המניות, אלא כהכנסתה החייבת של הקרן והיא תחויב במס בידי הקרן. חלוקה לבעלי המניות של הכנסה חייבת שחויבה בידי הקרן תיחשב הכנסה מדיבידנד בידי בעל המניות, ותמוסה בהתאם:

א. הכנסה חייבת שלא הועברה לבעלי המניות על פי כללי החלוקה.

ב. הכנסה מדיבידנד שחולקה מתוך הכנסתם החייבת של תאגידים מוחזקים, כהגדרתם בהגדרת "נכסי תשתיות", ובלבד שלא מדובר בהכנסה חריגה.

3.2.2.3.5. הכנסה מהקרן בידי בעל מניות לא תחשב להכנסה מיגיעה אישית.

3.2.2.3.6. הכנסות ממכירת מניות של קרן בידי בעל מניות - ייחשבו כרווח הון בידי בעלי המניות בכפוף להוראות סעיף 89(ג) לפקודה.

3.2.2.3.7. חריג לקביעת ההכנסה החייבת של הקרן מריבית - כחריג לדינים הרגילים החלים על הכנסה חייבת, הכנסות ריבית של הקרן הנובעות מהשקעה במכשירי חוב של תאגיד המחזיק בפרויקט תשתיות בתקופת ההקמה יוכרו כהכנסה על בסיס מזומן ולא על בסיס מצטבר.

3.2.2.4. מפעל קבע

הקרן תהווה מפעל קבע בישראל לעניין חבות במס של בעלי מניות תושבי חוץ בגין הכנסות המחולקות להם מהקרן. בהתאם, תישמר בישראל זכות המיסוי הראשונית להכנסות המחולקות מהקרן ביחס לבעלי מניות תושבי חוץ. עם זאת, ההחזקה לבדה במניות הקרן לא תיצור חובת הגשת דוח לתושבי החוץ המחזיקים.

3.2.2.5. שיעורי המס

שיעורי המס שיחולו על הכנסה חייבת של בעלי המניות שהועברה אליהם מהקרן יהיו כמפורט להלן:

הכנסות חריגות	הכנסות דיבידנד מנכסי תשתיות	הכנסות המסווגות כרווח הון	הכנסות שוטפות מנכסי תשתיות	
70%	בשיעורים הקבועים בסעיף 125ב לפקודה	בשיעורים הקבועים בסעיף 91(ב) לפקודה	בשיעורים הקבועים בסעיף 121 לפקודה	יחיד
70%	בשיעור הקבוע בסעיף 126(ב) לפקודה	בשיעור הקבוע בסעיף 91(א) לפקודה	בשיעור הקבוע בסעיף 126(א) לפקודה	חברה
70%	פטור	פטור	פטור	קופת גמל
70%	פטור	פטור	בשיעור הקבוע בסעיף 126(א) לפקודה	קרן נאמנות פטורה

דגשים נוספים:

- פטור ממס לקופות גמל לגיל פרישה - במטרה לעודד השקעה של קופות גמל לגיל פרישה, כהגדרתן בסעיף 9(2) לפקודה, גופים אלו יהיו פטורים ממס בגין כלל הכנסות הקרן, למעט הכנסות חריגות.
- תכניות לחיסכון לגיל פרישה במדינה גומלת - בדומה לפטור ממס לקופות גמל לגיל פרישה, פטור ממס יינתן גם לתושב מדינה גומלת המנהל תכניות לחיסכון לגיל פרישה או תכנית חסכון לטווח ארוך הדומה במהותה לקופת גמל, וכן לקרן פנסיה שהיא תושבת מדינה גומלת או המנוהלת על ידי תושב מדינה גומלת.
- קרן נאמנות פטורה - על אף האמור בסעיף 129ג לפקודה, יראו מס שנוכה ושולם על ידי הקרן כמס סופי שקרן הנאמנות הפטורה חייבת בו והיא לא תהיה זכאית לכל פטור, ניכוי, זיכוי או קיזוז בשלו.
- תושבי חוץ - שיעורי המס בגין הכנסות הקרן יחולו גם על בעלי מניות תושבי חוץ, מאחר שהקרן מהווה מפעל קבע בישראל לגבי ההכנסות המחולקות...

- הכנסות מנהל הקרן - כלל הכנסות מנהל הקרן שהופקו מניהול הקרן יסווגו כהכנסות מעסק בידי.
- הכנסה חריגה שלא הועברה לבעלי המניות - הכנסה חריגה שלא הועברה לבעלי המניות על פי כללי החלוקה תחויב במס בשיעור 60% בידי הקרן.

להלן מספר דוגמאות להמחשה:

דוגמא 1 - הכנסות מדיבידנד

בהמשך לנתונים המספריים בדוגמא 1 המוצגת בסוף סעיף 3.1.2 ("נכסי הקרן") לדוח, ותחת ההנחות הבאות:

א. הכנסתה החייבת של חברה ב' לשנה מסוימת הייתה 100, והיא נבעה מנכסי חברה ב' באופן הבא: 90 נבעו מנכסי תשתיות של חברה ב' ו-10 נבעו מנכסים אחרים.

ב. חברה ב' חילקה 85 מתוך הכנסתה החייבת כדיבידנד לבעלי מניותיה.

ג. הקרן חילקה 90% מהדיבידנד שקיבלה מחברה ב' כדיבידנד לבעלי מניותיה.

*במצב כאמור, הרי שהקרן תקבל דיבידנד מחברה ב' בסך $85 \times 60\% = 51$, ותחלק 90% ממנו לבעלי מניותיה - $51 \times 90\% = 45.9$.

מהדוגמא עולה כי:

1. מאחר שהדיבידנד מקורו בהכנסה חייבת מנכסי תשתיות, הרי שהוא לא יילקח בחישוב ה-5% של ההכנסות החריגות.
2. ההכנסה מדיבידנד ממוסה במיסוי דו שלבי ועל כן הדיבידנד בסך של 51 יחשב כהכנסה מדיבידנד בידי הקרן, ומאחר שמקורו בהכנסה חייבת הרי שיהיה פטור לפי סעיף 126(ב) לפקודה.
3. סך של 45.9 שחולק לבעלי המניות בקרן יחשב כהכנסתם החייבת מדיבידנד מהקרן (ראו טבלה בסעיף 3.2.2.5).
4. יתרת הסכום שטרם חולק יחויב במס בידי המחזיקים כהכנסה מדיבידנד עם חלוקתו.

דוגמא 2 - הכנסות מריבית

בהמשך לנתונים המספריים בדוגמא 2 המוצגת בסוף סעיף 3.1.2 ("נכסי הקרן") לדוח, ותחת ההנחות הבאות:

א. הכנסות הריבית של הקרן לשנה מסוימת בגין ההלוואה לחברה ב' עמדו על סך של 10.

ב. הקרן חילקה 90% (קרי, 9) מהריבית שקיבלה מחברה ב' כדיבידנד לבעלי מניותיה.

מהדוגמא עולה כי:

1. 95% (בהתאם לשיעור נכסי התשתיות מכלל נכסי ב') מהכנסות הריבית מחברה ב' (קרי, 9.5) יחשבו כהכנסה עקיפה מנכסי תשתיות, ולכן לא יילקחו בחישוב רף ה-5% של ההכנסות החריגות הקבוע בסעיף 3.2.2.3.3. יתרת הכנסות הריבית יילקחו בחשבון לעניין זה, אך לצורך הדוגמא הונח כי סך ההכנסות החריגות של הקרן לא עלה על רף ה-5% כאמור.

2. סך של 9 מהכנסות הריבית שחולק לבעלי המניות בקרן יחשב כהכנסתם החייבת והיא חייב כהכנסה חייבת מעסק שאינו מיגיעה אישית.

3. יתרת הסכום שטרם חולק יחויב במס בידי הקרן כהכנסה מעסק בשיעור מס חברות בהתאם לסעיף 126(א) לפקודה. עם חלוקתו לבעלי המניות יחויב במס בידי המחזיקים כהכנסה מדיבידנד.

3.2.2.6. העברת נכסים לקרן תמורת הנפקת מניות

3.2.2.6.1. מס רכישה מופחת - על העברת נכסי תשתיות טרם רישום הקרן למסחר בבורסה, ממייסד הקרן לקרן תמורת הנפקת מניות, תשלם הקרן מס רכישה מופחת בשיעור 0.5%, ככל שחל אירוע מס רכישה בעת ההעברה.

3.2.2.6.2. דחיית מס שבח/מס רווח הון למייסד לפני הרישום למסחר - בעת העברת נכסי תשתיות, טרם רישום הקרן למסחר בבורסה, ממייסד הקרן לקרן תמורת הנפקת מניות, ידחה תשלום מס שבח/מס רווח הון של המייסד עד למועד מכירת המניות שהונפקו לו. עלות נכסי התשתיות המועברים לקרן לצרכי מס תהיה עלותם המקורית של הנכסים כפי שהיו ערב העברה (כניסת הקרן לנעלי המייסד).

3.2.2.6.3. דחיית מס שבח/מס רווח הון לשותפות מייסדת לפני הרישום למסחר - בעת העברת נכסי תשתיות והתחייבויות, טרם רישום הקרן למסחר בבורסה, משותפות מייסדת הקרן לקרן תמורת הנפקת מניות, ידחה תשלום מס שבח/מס רווח הון של בעלי יחידות ההשתתפות בשותפות המייסדת עד למועד מכירת המניות שהונפקו לכל אחד מהם.¹⁶ עלות נכסי התשתיות המועברים לקרן לצרכי מס תהיה עלותם המקורית של הנכסים כפי שהיו ערב העברה (כניסת הקרן לנעלי השותפות המייסדת).

3.2.2.6.4. דחיית מס שבח/מס רווח הון לאחר הרישום למסחר - בעת העברת נכסי תשתיות, לאחר רישום הקרן למסחר בבורסה, ממעביר הנכס לקרן תמורת הנפקת מניות, ידחה תשלום מס שבח/מס רווח הון של המעביר עד למועד מכירת המניות שהונפקו לו או עד לחלוף 60 חודשים ממועד העברת הנכס, לפי המוקדם. עלות נכסי התשתיות המועברים לקרן לצרכי מס תהיה שווים ההוגן במועד העברתם.

3.2.2.7. קיזוז הפסדים וניכוי מס חוץ

3.2.2.7.1. קיזוז הפסדים וניכוי מס חוץ ברמת הקרן - בחישוב ההכנסה ברמת הקרן יכללו הפסדיה של הקרן ומיסי חוץ כלהלן:

1. הפסדים ברמת הקרן - הפסדי הקרן יקוזזו במסגרת הקרן בלבד ולא יותרו בקיזוז כנגד הכנסתם של בעלי מניותיה.

2. מיסי חוץ ששילמה הקרן - מיסי חוץ ששילמה הקרן יותרו בניכוי מההכנסה שבשלה שולמו, ולא יינתן לקרן או לבעלי המניות זיכוי בשלהם.

¹⁶ בעניין זה יודגש כי המתווה המוצע מאפשר למעשה לקרן להיעזר במנגנון התאגדות 'משולב' כדלקמן - התאגדות כשותפות מוגבלת בתקופה שלפני הרישום למסחר וריכוז הנכסים בתקופה זו במסגרת השותפות, ובמועד ההנפקה והרישום למסחר של הקרן, העברת הנכסים לחברה בע"מ (חברה ייעודית שתוקם לצורך כך ואשר בעלי מניותיה יהיו בעלי יחידות ההשתתפות בשותפות, באותם שיעורים) אשר תותנה בהצלחת ההנפקה והרישום למסחר (קרי, ההעברה לא תבוצע במידה שהמהלך לא יצלח). בהתאם להמלצות הוועדה העברת הנכסים וההתחייבויות כאמור לא תהווה אירוע מס, וחבות המס בגינה תידחה למועד מכירת המניות בחברה. מתווה כאמור מקנה לזים גמישות רבה יותר במיוחד בתרחישים שבהם הנפקת הקרן לא תצא אל הפועל שכן בתרחיש כאמור מבנה הקרן יותר כשותפות מוגבלת. להרחבה, ראו גם נספח ג' לדוח.

3.2.2.7.2. קיזוז הפסד שהיה לבעל מניות בקרן - בעל מניות רשאי לקזז הפסדים שהתהוו לו בשנת מס ממכירת מניות הקרן בהתאם לאמור בסעיף 92 לפקודה או כנגד הכנסה חייבת שהועברה אליו על ידי הקרן באותה שנת מס, למעט מהכנסות חריגות.

3.3. הוראות מעבר

3.3.1. על אף האמור בסעיף 3.1.1.5, לגבי חברה שהוקמה לפני כניסתו של התיקון לתוקף, תימדד התקופה בסעיף ממועד כניסת התיקון לתוקף ולא ממועד הקמת החברה. הווה אומר, התנאי יוכל להתקיים גם אם ממועד ההקמה ועד מועד ההנפקה חלפו למעלה מ-3 שנים, ובלבד שממועד הקמתה ועד מועד הנפקתה הייתה החברה עומדת בכל התנאים האחרים הנדרשים לגבי קרן תשתיות;

3.3.2. על אף האמור בסעיף 3.1.5, לגבי חברה שהוקמה ונרשמה למסחר לפני כניסתו של התיקון לתוקף, חובת החלוקה תחול רק ממועד שבו הקרן הוגדרה כשקופה בהתאם לתיקון;

3.3.3. לאחר מועד התוקף של תיקון הפקודה, תאגיד רשום למסחר המעוניין להיכנס לתחולת התיקון יידרש להודיע תוך 3 חודשים על כך לרשות המסים, ובמידה שעשה כן, משטר המס יחול לגביי החל משנת המס העוקבת.

הסבר - הוועדה ממליצה לעודד את הקמתן ורישומן למסחר של קרנות תשתיות גם לפני השלמת תיקון הפקודה בפועל. משכך, ממליצה הוועדה שתיקון הפקודה יאפשר גם לחברות רשומות למסחר או פרטיות המתכננות רישום למסחר, אשר היו עומדות ממועד הקמתן בתנאים הנדרשים מקרן תשתיות לחסות תחת הוראות החוק הרלוונטיות לקרנות תשתיות עם כניסת התיקון לפקודה לתוקף. יובהר, כי יישום הוראות החוק עבור קרנות אשר הוקמו לפני תיקון הפקודה יכול שייעשה רק ממועד תיקון הפקודה ואילך, וללא אפשרות ליישום למפרע (זאת בשונה מקרנות שהוקמו לאחר תיקון הפקודה כאמור בסעיף 3.2.1 לדוח).

3.4. היבטי גילוי, תשקיפים וכללי הרישום למסחר בבורסה

הקרנות נדרשות להציע את ניירות הערך שלהן לציבור ולרשום אותם למסחר בבורסה. בהתאם, תהווה הקרנות שניירות הערך שלהן ירשמו למסחר "תאגיד מדווח" כמשמעותו בחוק ניירות ערך. סעיף זה דן בהיבטים הכרוכים בהיות הקרנות תאגידי מדווחים שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בבורסה, בכל הנוגע לחובות הדיווח של תאגידי אלו והיבטים נוספים הכרוכים בהנפקתם וברישומם של ניירות הערך שלהם.

3.4.1. גילוי והצגה בדוחות הקרן

המלצה - החל במועד הצעת ניירות הערך של קרן השקעה בתשתיות, חובות הגילוי והדיווח שלה יהיו בהתאם לחוק ניירות ערך ותקנותיו. הקרן תידרש להציג נתונים הרלוונטיים לתחום הפעילות ולענף.

הסבר - מאחר שהקרן תציע ניירות ערך לציבור היא תהיה כפופה להוראות חוק ניירות ערך ותקנותיו החל מהמועד שבו תציע ניירות ערך לציבור. לאור אופיין המיוחד של קרנות השקעה בתשתיות ומהות פעילותן תבחן רשות ניירות ערך את הצורך בגילוי ייעודי מותאם שיחול על הקרנות ותקבע במידת הצורך הוראות גילוי מתאימות שיחולו על הקרנות.

3.4.2. אגרות

המלצה - חמש הקרנות הראשונות שיירשמו למסחר תהיינה פטורות מאגרת פרסום תשקיף לרשות ניירות ערך ומדמי בדיקת תשקיף ואגרה שנתית בגין המניות הרשומות למסחר המשולמים לבורסה למשך שנתיים מתום תקופת טרום המסחר, ובלבד שמועד זה לא יעלה על שלוש שנים ממועד כניסת התיקון לפקודה לתוקף.

הסבר - הוועדה ממליצה לפטור את חמש הקרנות הראשונות מהאגרות האמורות לתקופה קצובה על מנת לעודד ולהקל על הקרנות הראשונות שיתאגדו להנפיק ניירות ערך לציבור, נוכח עלויות נוספות הקיימות לחברות שהן הראשונות להנפיק מכשיר חדש, ובפרט בשים לב למהות ולתחום פעילותן.

3.4.3. כללי רישום למסחר בבורסה

המלצה - על הקרן יחולו כללי הרישום למסחר של הבורסה, למעט לעניין ותק פעילות כמפורט להלן:¹⁷

3.4.3.1. ניירות הערך של הקרן יירשמו למסחר בבורסה על פי חלופה ב' הקיימת בהנחיות הבורסה, כלומר, בתנאי שיש לה הון עצמי מינימלי של 35 מיליון ש"ח לאחר ההנפקה ושווי החזקות ציבור מינימלי של 30 מיליון ש"ח.

3.4.3.2. אם חברה תחדל להיות קרן השקעה בתשתיות, כאמור בסעיף 3.1.7, היא לא תהא זכאית עוד להקלות באגרות כמפורט בסעיף 3.4.2 אולם תוכל להישאר רשומה למסחר כחברה רגילה שיחולו עליה כל כללי הבורסה והוראות דיני ניירות ערך.

הסבר - הוועדה סבורה שכדי לעודד את הקמתן ופעילותן של הקרנות, כמו גם את המסחר בניירות הערך שלהן, יש להעניק להן הקלות בקשר עם כללי הרישום למסחר בבורסה והאגרות הכרוכות ברישום למסחר ובהנפקות בתקופת פעילותן הראשונית.

הוועדה סבורה שאין לקבוע כללים מיוחדים לעניין הרישום למסחר בבורסה במקרה בו החברה תחדל להיות קרן, כאמור בסעיף 3.1.7. במקרה כזה, ישללו ממנה ההטבות, אך היא תוכל להישאר רשומה למסחר בבורסה כחברה רגילה.

¹⁷ תיקון תקנון הבורסה בוצע ביום 19.2.2018 - <https://maya.tase.co.il/reports/details/1147482>



נספח א' - פעילות קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות בעולם

4.1. קרנות השקעה בתשתיות - סקירה כללית

ישנן קרנות רבות בעולם הפעילות בתחום ההשקעה בתשתיות, סחירות ושאינן סחירות. מרבית הקרנות הסחירות הינן תעודות סל המשקיעות במניות של חברות הפעילות בתחום התשתיות, כאשר חברות אלו מתחלקות בין חברות המספקות שירותי תשתית אקטיביים, כגון ייצור והולכת חשמל, לבין חברות המתמחות בהקמה או תפעול של פרויקטים גדולים בתחום התשתיות. קרנות אלו אינן משקיעות ישירות בפרויקטים ספציפיים.

לצד קרנות אלה יש כמות גדולה של קרנות פרטיות, המאוגדות כשותפויות, המתמקדות באחזקה ישירה בפרויקטים בתחום התשתיות. קרנות אלו, הצוברות תאוצה באקלים הכלכלי הנוכחי, מנוהלות, בין השאר, על ידי בנקי ההשקעות הגדולים דוגמת גולדמן זקס ומורגן סטנלי. לרוב, המשקיעים בקרנות אלו הינם גופים מוסדיים ומשקיעים כשירים ולכן הקרנות אינן פתוחות למשקיעים מהציבור. היקף הנכסים המנוהלים בקרנות אלו נע בין כמיליארד דולר בקרנות הסטנדרטיות לכ-10 מיליארד דולר בקרנות הגדולות. חלק מהקרנות מתמקדות בשוק מטרה ספציפי בעוד חלקן מציעות חשיפה כללית לתחום התשתיות.

לצד קרנות אלו, בשנים האחרונות נרשמת עלייה במידת מעורבותן של קרנות הפנסיה הגדולות בתחום התשתיות, לרבות באמצעות השקעה ישירה בפרויקטים. תהליך זה נמצא בחיתוליו, בהובלת קרנות פנסיה ממלכתיות גדולות בקנדה ואוסטרליה, אך גופים אלו צפויים להפוך לשחקן משמעותי בתחום לאור התאמת פרויקטים בתחום התשתיות לפרופיל הסיכון וטווח ההשקעה של קרנות הפנסיה.

מטבע הדברים, מרבית אחזקותיהן של הקרנות הינן בפרויקטים הנמצאים בשלב ההפעלה. מדיניות ההשקעה באפיקים השונים משתנה בין קרן לקרן בהתאם לפרופיל הסיכון הרצוי, כאשר חלק מהקרנות אינן משקיעות בפרויקטים בשלבי ההקמה או בפרויקטים בהם סיוון הביקוש. לעומת זאת, מדיניות ההשקעה בקרנות אחרות כוללת את כלל אפיקי ההשקעה במינונים כאלה ואחרים. לרכיבי סיוון אלו של הקרנות מתווסף סיוון המינוף של הקרן עצמה, וזאת נוסף למינוף הגבוה המגולם בפרויקטים עצמם. מרבית הקרנות מגייסות חוב, אולם בעקבות שיעור המינוף הגבוה בנכסים המוחזקים שיעור המינוף הינו נמוך יחסית ונע סביב ה-25%.

כאמור, מרבית הקרנות הנסחרות הפעילות בתחום התשתיות הינן תעודות סל המחזיקות במניות של חברות העוסקות בתחום התשתיות, בעוד הקרנות המחזיקות ישירות בפרויקטים הינן קרנות פרטיות. עם זאת, ישנן גם קרנות נסחרות המשקיעות ישירות בפרויקטים בתחום התשתיות (פרויקטים בשיטת ה-PPP ופרויקטים פרטיים) באמצעות החזקה בהון ובחוב של חברת הפרויקט הייעודית. בהמשך הפרק יתוארו שני מודלים נפוצים של קרנות כאלה, הראשון מבריטניה והשני מארה"ב.

4.2. קרנות נסחרות בבריטניה

בבורסה לונדון ניתן למצוא מספר גדול יחסית של קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות. הסיבה הראשונה לכך היא שבריטניה היא אחת המדינות המובילות בעולם בהיקף הפרויקטים המבוצעים בשיטת ה-PPP, כך שאין זה מפתיע שהקרנות הגדולות שמבצעות את מרבית השקעותיהן בפרויקטים בתחום התשתיות בבריטניה ירשמו למסחר בבורסה המקומית. סיבה שנייה היא משטר המס האטרקטיבי ממנו נהנות קרנות אלה. הקרנות הללו מתאגדות כחברה באחד ממקלטי המס השכנים לבריטניה - האי גרנזי (Guernsey) והאי ג'רסי (Jersey) ("מקלטי המס").

על פי דיי המס במקלטי המס, הכנסות חברה שהתאגדה באחד ממקלטי המס אינן חבות במס. כמו כן, אין חיוב בניכוי מס במקור בעת חלוקת דיבידנד מהחברה לבעלי המניות בה.

המס שיחול על הכנסות שמפיקה החברה תלוי בדיני המס שחלים במדינה בה מתבצעת הפעילות העסקית ("מדינת המקור"). קרי, המדינה בה נמצאים הפרויקטים בהם משקיעה החברה, ובדיני המס שחלים במדינת התושבות של המשקיע בחברה ("מדינת התושבות").

המס שיחול במדינת המקור - מדינת המקור תחייב בדרך כלל את הפעילות העסקית שמבוצעת בשטחה במס, והכל בהתאם למדיניות המס הפנימית ובהתאם לאמנות מס עליהן חתמה כל מדינת מקור. כמו כן, במקרים רבים, ובכפוף לחריגים במדינות מקור שונות, יהיה במדינת המקור חיוב בניכוי מס במקור על חלוקת דיבידנדים ותשלומי ריבית מהתאגיד המקומי שהוקם לצורך ביצוע הפרויקט לחברה. כמו כן, בדרך כלל יחול במדינת המקור חיוב במס רווח הון במועד מימוש הפרויקט.

המס שיחול במדינת התושבות - המס שיחול במדינת התושבות על המשקיעים בחברה תלוי בדיני המס בכל אחת ממדינות התושבות. בחלק מהמקרים המשקיע יחויב במס רק במועד הפגישה עם הכסף, כלומר, בעת חלוקת דיבידנד, בעת מכירת מניות החברה או בעת קבלת ריבית אם המשקיע העמיד הלוואה. במקרים אחרים, מדינות תושבות רואות בחברה שהתאגדה במקלטי המס כחברה שקופה או חברה נשלטת זרה ואז החיוב במס יהיה ברגע שההכנסה התקבלה או נצמחה בחברה. עם זאת, במדינת התושבות יהיו בדרך כלל דינים שמטרתם למנוע כפל מס במקום בו ההכנסה כבר חויבה במס במדינת המקור.

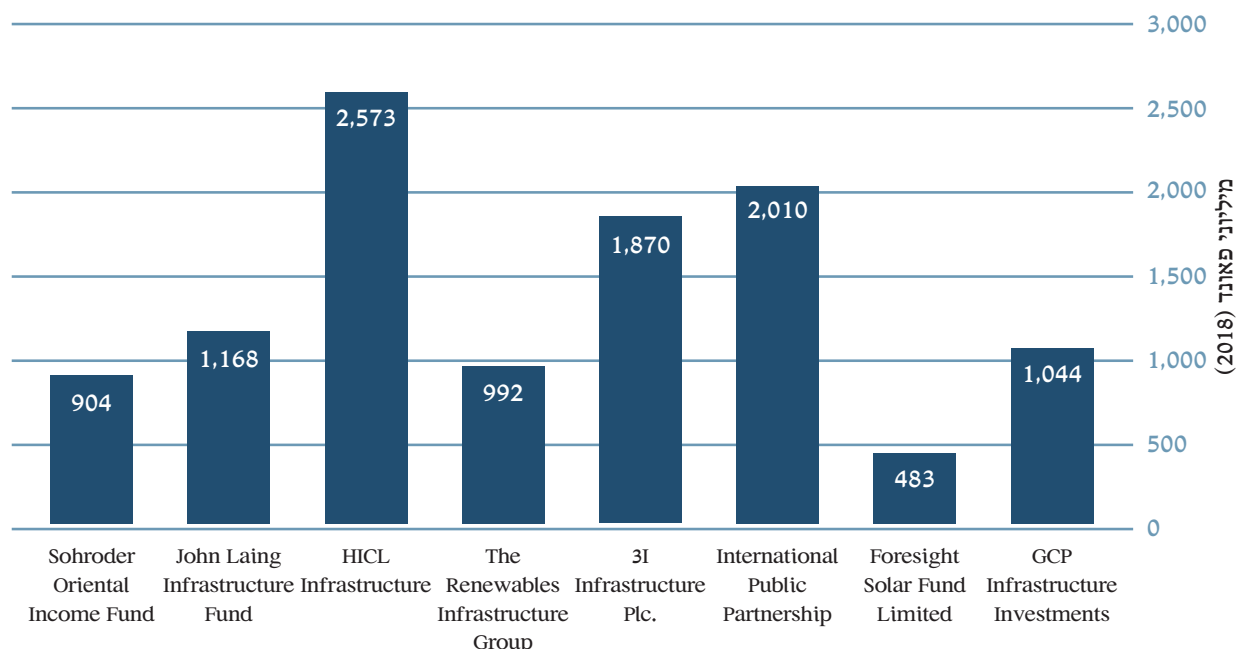
יתרון בהתאגדות במקלטי המס - הואיל ובמקלטי המס אין חיוב במס, השקעה בחברה שהתאגדה במקלטי המס מפשטת את מודל המיסוי למשקיע. אומנם הפטור ממס במקלטי המס מביא לחסכון בשלב מיסויי, אבל אין בו כדי לחסוך את המיסוי של המשקיע, שכן זה יחויב במס במדינת התושבות כפי שפורט לעיל. לפיכך יהיו שני שלבי מיסוי, הראשון במדינת המקור והשני במדינת התושבות. מצב זה מאפשר לגייס משקיעים מכל העולם ועל כל משקיע יחול משטר המס בהתאם למדינת תושבותו, מבלי שהחברה תידרש לכך. כמו כן, בחלק מהמקרים ייהנו המשקיעים מדחיית מועד תשלום המס בגין שלב המיסוי השני.

יש לציין שאטרקטיביות מקלטי המס נובעת גם מכך שהם מאפשרים במקרים מסוימים לבצע תכנוני מס הן במדינת המקור והן במדינת התושבות, והכל כתלות בדין הפנימי של כל אחת מהן.

להלן סקירה תמציתית של פעילות הקרנות הנסחרות בבריטניה:

סך שווי השוק של הקרנות הנסחרות בבריטניה עומד על 11,044 מיליון פאונד¹⁸ (52,630 מיליון ש"ח) (נכון לחודש מאי 2018), להלן פילוח שווי הקרנות:

שווי קרנות נסחרות



קרנות אלה מחזיקות במאות רבות של פרויקטים ברחבי העולם. להלן דירוג אזורי הפעילות הגיאוגרפית של החזקות הקרנות¹⁹:

1. בריטניה
2. קנדה
3. אוסטרליה
4. מערב אירופה
5. יתר העולם

¹⁸ אתר האינטרנט של בורסת לונדון - <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

¹⁹ הדוח התקופתי של Schroder Oriental Income Fund לשנה שהסתיימה ביום 31 באוגוסט 2017 -

<http://www.schroders.com/getfunddocument?oid=1.9.2778081>

הדוח התקופתי של John Laing Infrastructure Fund לשנת 2017 - http://jlif.com/images/uploads/publication/JLIF_Annual_Report_20171.pdf

הדוח התקופתי של HICL Infrastructure לשנה שהסתיימה ביום 31 במרץ 2018 - <https://www.hicl.com/sites/default/files/Annual%20Results%20Presentation%20May%202018%20vF%2023.05.18.pdf>

הדוח התקופתי של The Renewables Infrastructure Group לשנת 2017 - <https://www.trig-ltd.com/sites/default/files/2017%20Annual%20Results.pdf>

הדוח התקופתי של 3I Infrastructure Plc לשנת 2017 - <http://fr.zone-secure.net/16558/336337/?token=F0CE8370BFCC100C97>

הדוח התקופתי של International public partnership לשנת 2017 - <https://www.internationalpublicpartnerships.com/media/1862/2017-fy-annual-report.pdf>

הדוח התקופתי של Foresight Solar Fund Limited לשנה שהסתיימה ביום 30 ביוני 2017 -

http://www.foresightgroup.eu/media/573493/foresight-solar-and-infrastructure-vct_annual-report-2017_web.pdf

הדוח התקופתי של GCP Infrastructure Investments Limited לשנה שהסתיימה ביום 30 בספטמבר 2017 -

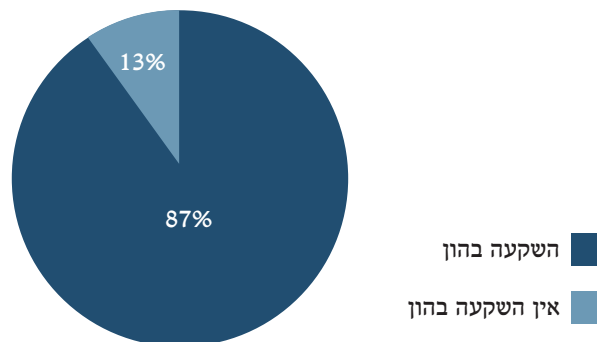
<https://otp.tools.investis.com/Utilities/PDFDownload.aspx?Newsid=958141>

פילוח גיאוגרפי זה משקף את היקף הפרויקטים בשיטת ה-PPP באזורים השונים בעולם. עם צמיחת מודל ה-PPP בשווקי המזרח הקרנות מתחילות לגבש את פעילותן גם בשווקים אלה.

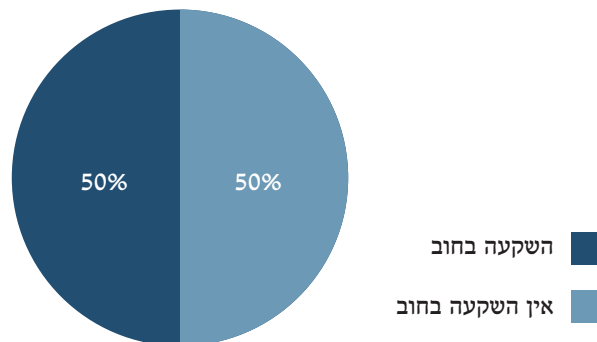
למעט שתי קרנות, המתמחות בהשקעות בפרויקטים של אנרגיה מתחדשת, הקרנות משקיעות בכלל תחומי התשתיות בדגש על בינוי כללי, בריאות, חינוך, תחבורה ואנרגיה. מרבית הקרנות משקיעות בכלל מקטעי הפרויקט כאשר רק קרן Foresight Solar נמנעת בהשקעה בפרויקטים בשלבי ההקמה. חלק מהקרנות אף פעילות בייזום פרויקטים בשיטת ה-PPP החל משלב גיבוש הקבוצה המציעה וחברת הפרויקט.

להלן פילוח מדיניות ההשקעה של הקרנות:

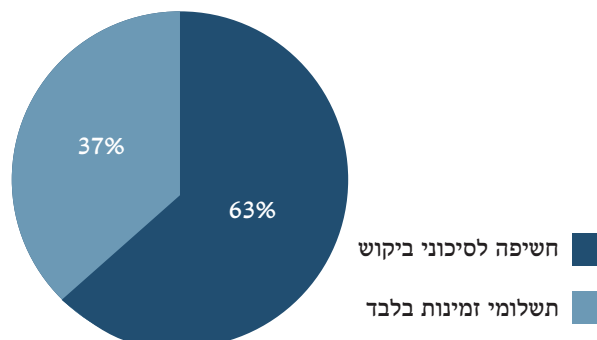
השקעה בהון



השקעה בחוב



חשיפה לסיכוני ביקוש



ניכר כי הקרנות מתמקדות בעיקר בהשקעה בהון, השקעה המספקת תשואות תחרותיות יותר. למעט GCP Infrastructure Investment המבצעת השקעות בחוב בלבד ו-Sohroder Oriental Income Fund שמרבית השקעותיה הן בחוב, חשיפת הקרנות לחוב נעשית כפעילות משלימה להשקעות בהון. פרופיל הסיכון של הקרנות הינו נמוך, כאשר מרבית ההשקעות הינן בפרויקטים המבטיחים תשלום תקופתי קבוע, תשלום אשר בדרך כלל מוגן משינויי מדד. עם זאת, מרבית הקרנות נכונות עקרונית להשקיע בפרויקטים נושאי סיכון ביקוש, וזאת בפרופיל סיכון נמוך יחסית. יצוין כי הקרנות הינן ממונפות מעבר למינוף הקיים בחברות הפרויקט בהן הן משקיעות, כאשר רמת המינוף מוגבלת לאחוז מסוים מהתיק. המגבלה השכיחה נעה סביב ה-25% משווי התיק.

קרנות לדוגמא:

HICL Infrastructure Fund •

הקרן הסחירה הגדולה ביותר, נסחרת לפי שווי של 2,573 מיליון פאונד. הקרן הוקמה ב-2006 עם הון ראשוני של 250 מיליון פאונד ואחזקה ב-15 פרויקטים. הרוב המוחלט של אחזקות החברה הינם פרויקטי PFI בעלי תזרים הכנסה קבוע, כשיתרת הפרויקטים הינם בעיקר פרויקטים של אנרגיה מתחדשת המתאפיינים במשטר תעריפי המבטיח גם הוא הכנסה תקופתית קבועה. עם זאת, לקרן השקעות בהיקף מצומצם בפרויקטים הנושאים סיכון ביקוש.

הקרן פועלת כמשקיע אקטיבי ואף יוזמת פרויקטים. הפעילות היזמית מאופיינת בחבירה לחברה קבלנית עבור התמודדות על מכרז בפרויקטים בשיטת ה-PPP. במקרים אלו הקרן מספקת את ההון העצמי ואת הניסיון הניהולי בפרויקטים בשיטת ה-PPP. הקרן משקיעה הן בשלב ההקמה והן בשלב ההפעלה, אם כי מרבית ההשקעות הן בשלב ההפעלה. עיקר אחזקות הקרן הינן בהון, אך ישנה השקעה מועטה גם בחוב בכיר. פילוח גיאוגרפי של אחזקות הקרן מראה כי מרבית האחזקות הינן בשווקי ה-PPP הגדולים בבריטניה, קנדה ואוסטרליה, כאשר הקרן נמצאת בתהליך התרחבות בשוק האירופי ובדרום מזרח אסיה. סך הכול הקרן מחזיקה ב-115 פרויקטים באזורים אלו, מרביתם בבריטניה, כשב-65% מהם הקרן הינה בעלת השליטה.

International Public Partnerships •

הקרן הוקמה ב-2006 עם הון ראשוני של 300 מיליון פאונד ואחזקה ב-23 פרויקטים. הקרן הוקמה באמצעות העברת נכסים של קבוצת Babcock & Brown, שחקן דומיננטי בשוק ה-PPP באוסטרליה ובריטניה. מרבית אחזקות הקרן הינם פרויקטים בשיטת ה-PPP בענפי הבינוי, הרפואה, החינוך והאנרגיה המבוצעים בשיטת ה-PFI המבטיחה תזרים הכנסה קבוע מהמזמין. לקרן אחזקות גם בפרויקטי BOT המתאפיינים בתשלומים מבוססי ביקוש.

הקרן פועלת כמשקיע אקטיבי ואף יוזמת פרויקטים. הפעילות היזמית מאופיינת בחבירה לחברה קבלנית עבור התמודדות על מכרז בפרויקטים בשיטת ה-PPP, כשבמקרים אלו הקרן מספקת את ההון העצמי ואת הניסיון הניהולי בפרויקטים בשיטת ה-PPP. הקרן משקיעה הן בשלב ההקמה והן בשלב ההפעלה. עיקר אחזקות הקרן הינן בהון וחלק מצומצם יותר הינן בחוב בכיר. הקרן נסחרת לפי שווי של 2,010 מיליון פאונד ומחזיקה ביותר מ-100 פרויקטים, כשב-54% מהם הקרן הינה בעלת השליטה. עיקר פעילות הקרן הינה בבריטניה, אירופה, קנדה ואוסטרליה.

John Liang Infrastructure Fund •

הקרן הוקמה ב-2010 עם הון ראשוני של 270 מיליון פאונד ואחזקה ב-19 פרויקטים. הקרן הוקמה באמצעות העברת נכסים מקבוצת John Liang, אחת מהקבוצות ההנדסיות הגדולות בבריטניה, המתמחה, בין השאר, בפרויקטים בשיטת ה-PPP. הקרן מחזיקה רק בפרויקטי PFI בעלי תזרים הכנסה קבוע מהממשלה. תחומי הפעילות המרכזיים הינם רפואה,

חינוך, בינוי ותחבורה. מרבית אחזקות הקרן הינן בבריטניה ויתרת האחזקות ממוקמות בעיקר בקנדה ומערב אירופה, כאשר הקרן החלה תהליך התרחבות גיאוגרפית.

הקרן פועלת כמשקיע אקטיבי, אך בשלב זה אינה פעילה במקטעי הייזום או ההקמה למרות שתקנון הקרן אינו מונע פעילות מסוג זה. הקרן משקיעה בהון בלבד. כיום נסחרת הקרן לפי שווי של 1,168 מיליון פאונד ומחזיקה ב-51 פרויקטים, ב-69% מפרויקטים אלו הקרן הינה בעלת השליטה. לקרן מגבלת מינוף של 25% וזאת מעבר למינוף המגולם בנכסים אותם מחזיקה הקרן.

4.3. שותפויות נסחרות בארה"ב

בתחילת שנות ה-80 החלו שותפויות שהתאגדו בארה"ב ופעלו בתחום הגז והנפט להירשם למסחר בבורסות השונות במדינה²⁰. בשנים שלאחר מכן חל גידול מהיר במספר השותפויות הנסחרות, המכונות MLP (Master Limited Partnerships), ובמסגרת זו החלו להיסחר גם שותפויות שפעלו בתחום הנדל"ן המניב ולאחר מכן שותפויות שפעלו בתחומים מגוונים כדוגמת מסעדות, טלוויזיה בכבלים ועוד. נוכח הגידול המהיר התעורר בקרב הקונגרס האמריקאי ורשויות המס במדינה החשש כי השימוש במכשיר זה ימשיך להתרחב במהרה, זאת על מנת להימנע מתשלום מס חברות. בעקבות זאת, בשנת 1987 עוגנו בחוק²¹ קריטריונים ותנאים ברורים ביחס למקורות ההכנסה של שותפויות שיוכלו להירשם למסחר בבורסות בארה"ב. בבסיס חקיקה זו עמדה התפיסה לפיה רק שותפויות הפועלות בתחומים נבחרים בעלי חשיבות לאומית יוכלו ליהנות מיתרונות המס הגלומים בהתאגדות כשותפות במקביל ליתרונות הגלומים ברישום למסחר. על פי החוק, המקור של לפחות 90% מהכנסותיה של MLP יהיה אחד מאלה:

1. ריביות, דיבידנדים ורווחי הון מהשקעה בתאגידים;
2. הכנסות שכירות ורווחי הון מהשקעה בנדל"ן מניב;
3. הכנסות ורווחי הון מפעילות הקשורה במשאבי טבע (קידוח, פיתוח, הפקה, כרייה, זיקוק, שיווק, הובלה ואחסון) בשונה ממכירת משאבי הטבע עצמם;
4. הכנסות מהשקעה בסחורות.

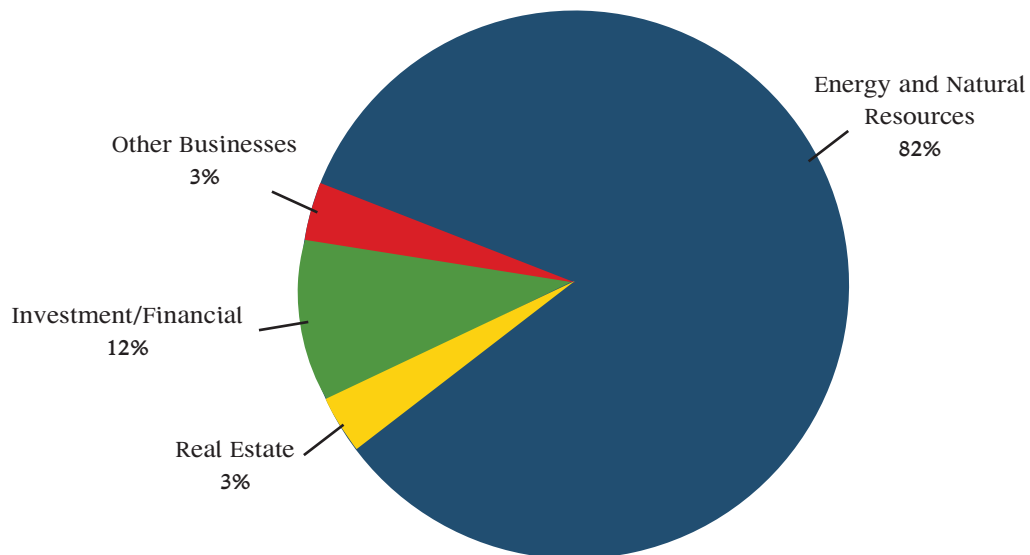
²⁰ <https://www.mlpassociation.org/wp-content/uploads/2015/08/MLP-101-MLPA.pdf>

²¹ https://www.mlpassociation.org/wp-content/uploads/2015/08/VE-MLP-Primer-Brochure_LMD-AEM-JL17_F3_Electronic.pdf

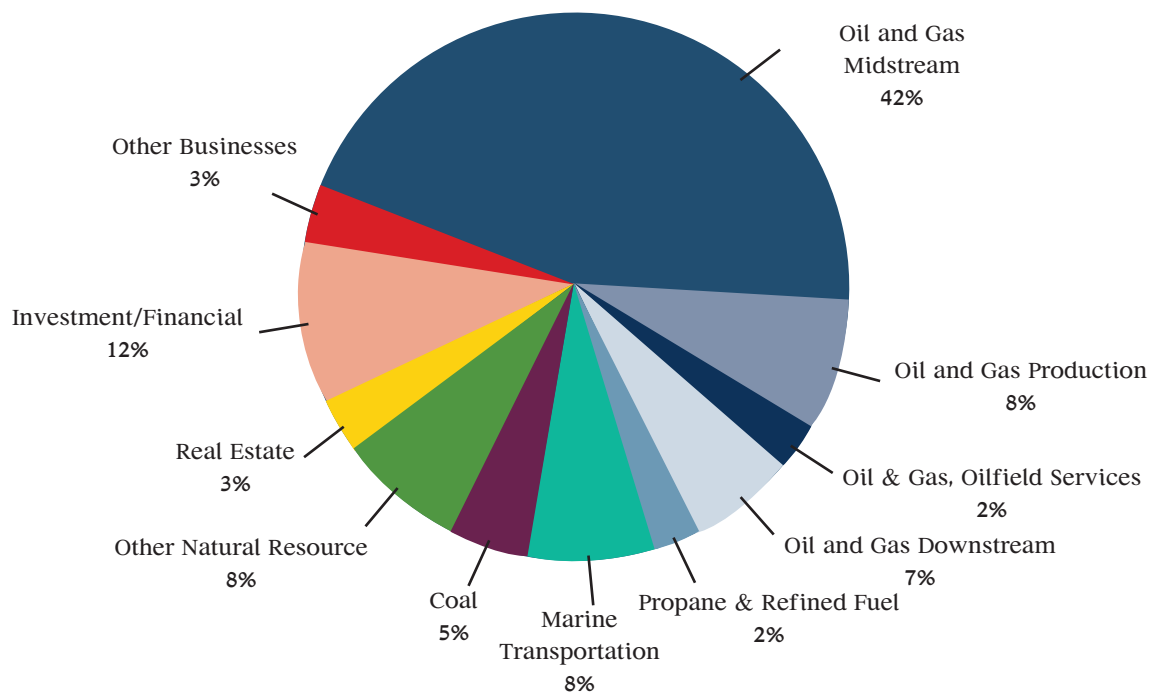
²¹ Section 7704 of the tax code

בשלושת העשורים שחלפו ממועד קביעת הקריטריונים בחוק ועד היום חלה צמיחה מרשימה במספר ה-MLPs שנרשמו למסחר בבורסה ובהיקף גיוסי ההון שלהן²², כך שנכון ליוני 2017 נסחרות בארה"ב כ-127 MLPs בשווי שוק של מעל 500 מיליארד דולר. מרביתן עוסקות בתעשיית האנרגיה ומשאבי הטבע ובדגש על הקמת תשתיות התומכות בתעשייה זו.

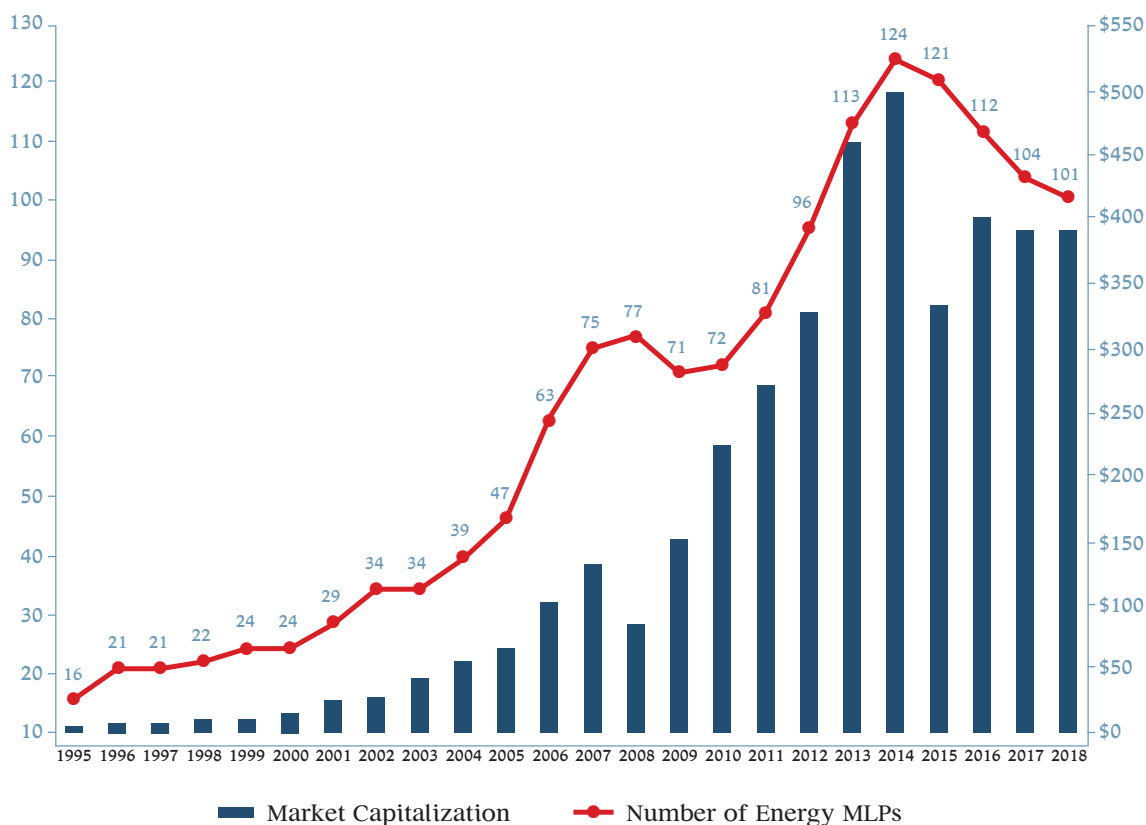
MLPs by industry Group - 2017



MLPs by industry - 2017



²² <https://www.alerian.com/education/figures-and-tables>



ה-MLP היא שותפות שקופה למס, כך שהכנסתה החייבת מיוחסת למחזיקי יחידות ההשתתפות בהתאם לחלקם ב-MLP והחייב במס הינו לפי מודל מיסוי ישיר. כבכל שותפות, ב-MLP יש שותף כללי שמנהל אותה ושותפים מוגבלים אשר מספקים את ההון ואינם מעורבים כלל בתהליך קבלת ההחלטות. ה-MLP נהגת לבצע חלוקת דיבידנד מדי רבעון, כאשר החוק מאפשר לשותף הכללי לחלק את כל תזרים המזומנים הפנוי שלה, גם אם הוא גבוה מהכנסתה החייבת. על מנת לתמרץ את השותף הכללי להגדיל את היקף חלוקת הדיבידנד נהוג לקבוע בהסכמי ההקמה מנגנונים לפיהם חלקו של השותף הכללי בתקבולי הדיבידנד גדל ככל שתשואת הדיבידנד עולה. הטבה נוספת שניתנת לבעלי היחידות ב-MLP היא דחיית מס. חבות המס השנתית של מחזיק יחידות השתתפות מחושבת לפי ההכנסה החייבת של ה-MLP המיוחסת לו ולא לפי תקבולי הדיבידנד. מאחר ומרבית ה-MLP פועלות בתחומים רוויי השקעות ברכוש קבוע, נוצר פער מהותי בין ההכנסה החייבת לבין תזרים המזומנים השנתי המחולק כדיבידנד, שכן ה-MLP מכירה בהפחתות שנתיות ניכרות של הרכוש הקבוע אשר מקטינות את ההכנסה החייבת, אולם אינן משפיעות על תזרים המזומנים. כפועל יוצא, במקרים רבים בעלי היחידות זכאים לדחיית מס המגיעה עד ל-80% מחבות המס שלהם. תשלום המס הדחוי, קרי, המס בגין הפער בין תקבולי הדיבידנד השוטף להכנסה החייבת המיוחסת למחזיקי היחידות מתבצע רק במועד מימוש יחידות ההשתתפות ב-MLP, בהתאם לשיעור המס השולי של מחזיקי יחידות ההשתתפות.

מדינת ישראל

ד"ר אייר תשע"ד
4 במאי 2014

לכבוד,

מר יריב נחמה, סגן בכיר לחשבת הכללית, משרד האוצר
מר מאיר לוי, יועץ משפטי, מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך
מר יהלי רוטנברג, סגן בכיר לחשבת הכללית, משרד האוצר
מר אודי אדירי, סגן הממונה על חתקציבים, משרד האוצר
מר מוריס דורפמן, סגן ראש המועצה הלאומית לכלכלה
גבי הילה בן חיים, סגנית בכירה למפקחת על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר
גבי דלית זמיר, ממונה בכירה, מחלקת ייעוץ וחקיקה (כלכלי-פיסקלי), משרד המשפטים
גבי חני שטרית בך, סמנכ"ל בכיר, מנהלת המחלקה הכלכלית, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

מכובדי,

הנדון: ועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות

הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי ועדה שתפקידה לבחון דרכים לקידום הקמת קרנות להשקעה בתשתיות, ובכלל זה בפרויקטים ציבוריים בשיתוף המגזר הפרטי, אשר יירשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

מקור האשראי העיקרי של פרויקטים תשתיתיים הוא אשראי של המערכת הבנקאית, ובעיקר של שני הבנקים הגדולים. בנקים אלו, פועלים כמארגני החוב במרבית הפרויקטים ומוכרים נתחים מהחוב לגופים מוסדיים גדולים. כמו כן, מקור ההון היחיד של הפרויקטים הינו היזמים של הפרויקטים ושתי קרנות פרטיות הפועלות בתחום.

השוק מאופיין במספר שחקנים מצומצם, כמו גם בהיעדר מעורבות הציבור במימון ישיר של הפרויקטים. כל זאת, כאשר היקפם הכספי של הפרויקטים הציבוריים בישראל המבוצעים בשיתוף המגזר הפרטי הינו למעלה מ- 30 מיליארד ש"ח והוא נמצא במגמת צמיחה שצפויה להמשיך גם בעתיד.

על רקע האמור, הוועדה מתבקשת לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שונים אשר יש בהם כדי לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לרשות פרויקטים אלה, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם ויתרמו ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית. כמו כן, הקרנות יפתחו בפני הציבור אפיק השקעה חדש ויאפשרו לו להיות שותף ישיר להשקעות בשוק זה.

הוועדה תבחן ותתייחס, בין היתר, לנושאים אלה:

1. עידוד השקעתם של גופים מוסדיים;
2. מבנה ההתאגדות;
3. תמריצים נוספים שיעודדו את הקמת הקרנות;
4. עידוד השקעת משקיעים זרים בתשתיות בישראל;
5. בחינת הצורך בהתאמת הוראות הגילוי התשקיפי והדיווח השוטף;
6. עידוד הקמת פרויקטים בשיתוף המגזר הפרטי;

סדרי עבודה

בראש הוועדה יעמדו מר מאיר לוין ומר יריב נחמה. כמרכזי הוועדה ישמשו מר נועם רובינזון מרשות ניירות ערך ומר נדב צוק מאגף החשב הכללי.

יושבי ראש הוועדה יקבעו את סדרי עבודתה. הוועדה תתייעץ ותשמע גורמים רלבנטיים, לפי שיקול דעתה. הוועדה מתבקשת להגיש את המלצותיה לח"מ עד ליום 30 בספטמבר 2014.

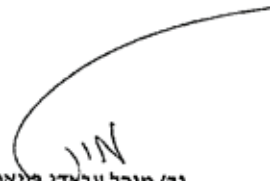
רשות ניירות ערך תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה.

אנו מודים לכם על נכונותכם ליטול חלק בצוות ומאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,



פרופ' שמואל אהר
יו"ר רשות ניירות ערך



גב' מיכל עבאדני-פויאנג'ו
החשבת הכללית, משרד האוצר

העתק:

גב' יעל אנדורן, המנהלת הכללית, משרד האוצר
גב' דורית סלינגר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
מר אמיר לוי, הממונה על התקציבים, משרד האוצר
מר אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה
פרופ' יוגין קנדל, יו"ר המועצה הלאומית לכלכלה
מר יוסף בייטארט, המנהל הכללי, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

נספח ג' - טבלת הערות ציבור והתייחסויות הועדה

כחלק מעבודת הועדה, ביום 14 באוקטובר 2018 פורסם דוח הביניים להערות ציבור. הטבלה שלהלן כוללת את עיקרי ההערות שעלו, לרבות הרחבות נוספות, ואת התייחסות הועדה אליהן. חברי הועדה מודים לפונים על תרומתם.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
פתיחת האפשרות של הקרן להתאגד כשותפות	חמישה משיבים מהציבור הציעו לאפשר לקרנות תשתיות להתאגד כשותפות, בתור חלופת התאגדות נוספת. הנימוקים להצעה היו מגוונים, וכללו בעיקרם את אלה: 1. התאגדות כשותפות מקנה שקיפות מיסית טבעית לקרן, כפי שהועדה ביקשה לקבוע לגבי חברה בע"מ; 2. שותפות מוגבלת מקנה לשותף הכללי יכולת מובנית לניהול בלעדי של הקרן, בדומה למנגנונים הקיימים לגבי קרנות ריט, אולם ללא הגבלת תקופה, אך עם הגנות אחרות; 3. לא נדרשת פרוצדורה חקיקתית מורכבת - נדרש תיקון תקנון הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ותיקון תקנות מס הכנסה או צו של מס הכנסה שיטפל בהקצאת הרווחים או הפסדים למחזיקי היחידות ובפרוצדורות טכניות; 4. בהתאם לפקודת השותפויות [נוסח חדש], תשל"ה-1975 (סעיף 65א), לחברת השותף הכללי ישנה יכולת לקבל דמי ניהול ודמי הצלחה מהרווחים של השותפות לאורך כל תקופת הקרן ללא צורך בחידוש חוזר של התנאים, וזאת בניגוד לבעל שליטה בחברה ציבורית; 5. רשת ביטחון ליזמים - במצב בו ההנפקה של הקרן לא תצליח יוותרו היזמים עם שותפות מוגבלת פרטית שקופה לצרכי מס, אשר נפוצה כיום יותר בתחום קרנות ההשקעה בתשתיות, וזאת להבדיל ממצב שבו הקרן מאוגדת בחברה שבמצב של כישלון ההנפקה, לא תהיה שקופה לצרכי מס; 6. שותפות מאפשרת שיעור החזקות גבוה יותר לגופים המוסדיים על פי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופת גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), תשע"ב-2012; 7. שיקולי מס ושיקולים רגולטוריים נוספים מצד משקיעים אשר יעדיפו להשקיע בשותפות מוגבלת חלף בחברה; 8. יצירת אפשרות להנפקת יחידות ההשתתפות של שותפויות קיימות בתחום.	סעיף 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, קובע בתמצית כי לא יירשמו מניות או המיירים למסחר בבורסה, אלא אם בהון החברה המנפיקה קיים סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. על אף שסעיף זה אינו חל על שותפויות, ברי כי התאגדות כשותפות מוגבלת, יש בה כדי להפר את עיקרון ה-'one share one vote' המעוגן בסעיף. למועד כתיבת דברים אלה, הרישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב של שותפויות מוגבלות מתאפשר רק בתחומי חיפוי הנפט והגז, הפקת הסרטים וכן מחקר ופיתוח. מבדיקה שנערכה כחלק מעבודת הועדה עלה כי בבורסות מובילות בעולם כדוגמת NYSE, נאסד"ק וכן TSX, מתאפשר רישום למסחר של שותפויות הפועלות בתחום התשתיות, ויש בנמצא שותפויות נסחרות כאמור.²³ עם זאת, כחלק מהשיקול האם לאפשר לקרן תשתיות המנפיקה בבורסה להתאגד כשותפות יש להביא בחשבון גם מכלול שיקולים רחב יותר לגבי אותם מצבים שבהם ראוי לאפשר הנפקה של שותפויות נסחרות. עניין זה עשוי היה להביא לעיכוב בעבודת הועדה, ולצאת מתחולת הפרויקט עקב השלכותיו הנוספות. כפתרון ביניים אשר עונה על חלק מהבעיות המפורטות (ובפרט, הקניית רשת הביטחון ליזמים במצב שבו ההנפקה של הקרן לא תצליח), הועדה מבקשת להבהיר כי יתאפשר גם המתווה הבא: התאגדות כשותפות מוגבלת בתקופה שלפני הרישום למסחר וריכוז הנכסים בתקופה זו במסגרת השותפות, ובמועד ההנפקה והרישום למסחר של הקרן, העברת הנכסים לחברה בע"מ (חברה ייעודית שתוקם לצורך כך ואשר בעלי מניותיה יהיו בעלי יחידות ההשתתפות בשותפות, באותם שיעורים) אשר תותנה בהצלחת ההנפקה והרישום למסחר (קרי, ההעברה לא תבוצע במידה שהמהלך לא יצליח). בהתאם להמלצות הוועדה העברת הנכסים וההתחייבויות כאמור לא תהווה אירוע מס, וחבות המס בגינה תידחה למועד מכירת המניות בחברה. מתווה כאמור מקנה ליזם גמישות רבה יותר במיוחד בתרחישים שבהם הנפקת הקרן לא תצא אל הפועל שכן בתרחיש כאמור מבנה הקרן יוותר כשותפות מוגבלת. מהלך זה מתאפשר בהתאם לסעיף 3.2.2.6.3 בדוח.

²³ כדוגמת השותפות Brookfield Infrastructure partners L.P אשר נסחרת ב-NYSE וגם ב-TSX והשותפות Landmark infrastructure partners L.P הנסחרת בנאסד"ק.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
שיעורי המס שנקבעו ביחס למשקיעים פרטיים	<u>שיעור המס בו יחויבו המשקיעים הפרטיים</u> - משיב אחד הציע שהכנסותיהם של משקיעים פרטיים בקרן בעת חלוקת דיבידנד על ידי הקרן, למעט הכנסות חריגות, ימוסו כהכנסות מדיבידנד (וכך גם יבוצע הניכוי במקור). הצעה זו התבססה על הנימוקים העיקריים הבאים: 1. האופן שבו הדוח מבצע השוואה בין הטבת המס הניתנת למשקיעים פרטיים במסגרת המנגנון המוצע (בדרך של מיסוי המשקיע הפרטי לפי שיעור מס שולי כשהקרן פטורה ממס) לבין חבות המס הדו-שלבית אשר הייתה מתקיימת במנגנון ההשקעה הרגיל אינו נכון, שכן ישנן חלופות השקעות פאסיביות של משקיעים פרטיים בהן חבות המס שלהם מסתכמת במס רווח הון (או, במס על ריבית); 2. הפטור הניתן לקופת גמל במסגרת דוח הוועדה אינו עולה בקנה אחד עם הפטור הקבוע בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, שכן הפטור לפי הפקודה מותנה בכך שההכנסה של קופת הגמל לא תהיה הכנסה מעסק, ואילו נראה כי ההכנסות המיוחסות למשקיעי הקרן על פי דוח הוועדה עולות לכדי הכנסות מעסק.	1. חברי הוועדה החליטו שלא להמליץ על שינוי שיעורי המס שנקבעו ביחס למשקיעים הפרטיים, הן בקשר לשיעורי המס הקובעים את חבות המס והן בקשר לשיעורי המס הקובעים את שיעור הניכוי במקור. יש להבהיר כי מודל המיסוי הישיר המוצע אינו צפוי לפגוע בדרך כלל במשקיעים הפרטיים ביחס להשקעה אלטרנטיבית בחברה בע"מ רגילה, זאת מאחר שצפוי שמרבית ההכנסות אשר ייוחסו למשקיעים הפרטיים יחויבו בחבות מס דומה לחבות המס אשר הייתה נוצרת להם במנגנון המס הדו-שלבי, כמפורט בסעיף 3.2.2.3 לדוח. 2. לעניין הפטור ממס לקופת גמל, חברי הוועדה מבקשים להבהיר כי המדובר בסעיף פטור ממס נפרד ועצמאי אשר אינו מתבסס על סעיף 9(2) לפקודה. לעניין זה מפנה הוועדה לסעיף 2.3.2.2 לדוח.
	<u>שיעור המס בו יחויבו המשקיעים הפרטיים על הכנסות ריבית</u> - משיב נוסף הציע שהכנסות הריבית של הקרן (בגין הלוואות שהקרן העניקה לתאגידים מוחזקים), המיוחסות למשקיעים הפרטיים, ימוסו לפי שיעורי המס של הכנסות מריבית ולא לפי שיעורי המס של הכנסות מעסק. אחרת, האטרקטיביות להשקעה בקרן עבור יחידים פוחתת ואף עלולה להיעלם.	
	<u>שיעור ניכוי מס במקור</u> - משיב אחר הציע לשנות את שיעור ניכוי המס במקור למשקיעים הפרטיים בקרן, אשר עומד כרגע על השיעור המקסימאלי (47%), כך שיאפשר למשקיעים מהציבור לממש בפועל את הטבת המס שניתנה להם במסגרת תיקון הפקודה, מבלי שהמשקיעים יאלצו להגיש דוחות שנתיים למס הכנסה ולהיות אקטיביים לצורך קבלת ההטבה.	

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
הגדרת נכסי קרן, נכסי תשתיות ונכסי תשתיות כשירים	קשיים פרקטיים וחוסר בהירות בנוגע לאופן החישוב של נכסי קרן ונכסי תשתיות - משיב אחד טען כי ישנה אי בהירות לגבי אופן בחינת ההגדרה של נכסי קרן ונכסי תשתיות ביחס להחזקות של הקרן בתאגידים בשיעור הנמוך מ-10% באשר לכניסתן לתחולת ההגדרה של נכסי קרן ונכסי תשתיות; משיב נוסף הציע לפשט את החישוב ולבססו על דוחות הסולו של הקרן, וכן לקבוע רף לפיו במידה ו-75% מנכסי התאגיד המוחזק הם נכסי תשתיות כשירים אזי תיכלל ההשקעה בתאגיד זה כנכס תשתיות כשיר; חלק מחברי הוועדה העלו כי לא קיימת התייחסות לגבי בחינת ההגדרה של נכסי תשתיות ביחס להשקעה במכשירי חוב; חלק מחברי הוועדה העלו כי קיים קושי טכני ב-"פתיחת תאגידים מוחזקים" בהם הקרן מחזיקה בשיעורים שאינם מקנים לה שליטה, לצורך בחינת ההגדרה של נכסי קרן ונכסי תשתיות.	מאחר שייתכנו השקעות משמעותיות בתאגידים מוחזקים אשר מקנות לקרן פחות מ-10% מההון של התאגיד המוחזק, הועדה החליטה להמליץ לאפשר לקרן לבצע "פתיחה" גם לתאגידים הללו, על אף ההחזקה הנמוכה בהם, בהתאם להסכמה פרטנית של רשות המסים, וכל עוד ההשקעה היא בעלת תכלית עסקית; לאחר בחינה מחודשת של מבחן הנכסים (המתואר בסעיף 3.1.2 לדוח), הועדה החליטה לשנות את אופן החישוב הטכני שהוצע בדוח הביניים. זאת, על מנת לפשט אותו ובכדי ששיטת החישוב תשקף במידת האפשר את שווי הכספים שהושקעו על ידי הקרן (ההשקעות), ותשקף באופן הטוב ביותר את מידת החשיפה של הקרן לנכסי תשתיות. חשוב להבהיר, כי מבחן הנכסים למעשה כולל חלוקה בין "מכנה", הכולל את הסכום המיוחס לנכסי קרן, לבין "מונה" הכולל את הסכום המיוחס לנכסי תשתיות מתוך נכסי קרן. לפי המלצות הועדה בדוח הסופי, שיטת החישוב של נכסי קרן ואופן הייחוס שלהם במונה כנכסי תשתיות ו/או נכסי תשתיות כשירים תיעשה בגישת ה"נטו" - קרי, ללא פתיחת התאגידים המוחזקים, למעט לצורך הייחוס. כלומר, במסגרת המכנה כל השקעה של הקרן בתאגיד אחר, בין אם מדובר בהשקעה במכשירים הוניים ובין אם מדובר בהשקעה במכשירי חוב של אותו תאגיד, תימדד לצורך מבחן הנכסים לפי שוויה ההוגן או לפי הערך שלה בדוחות הכספיים הנפרדים של הקרן, וזאת באופן עקבי. לצורך קביעת המונה, חלק מהשקעה בחברה אחרת שבה הקרן מהווה בעל מניות מהותי או השקעה במתן הלוואה לחברה אחרת תיוחס כנכס תשתיות ו/או נכס תשתיות כשיר בהתאם לפרופורציית הנכסים בדוחות הכספיים של התאגיד המוחזק או הלווה, לפי העניין. כך, יישמר המעקב אחר ההשקעות שבוצעו בפועל על ידי הקרן, וימנעו עיוותים במדידה וקשיים פרקטיים מסוימים. לדוח הוועדה הסופי צורפו דוגמאות מספריות נוספות לצורך הבהרת נקודה זו.
		חברי הוועדה מוצאים לנכון לציין כי צפוי שחלק ניכר מקרנות התשתיות יסווגו עצמן לצרכים חשבונאיים כישויות השקעה. במצב כאמור, דוחותיהן הכספיים של הקרנות יציגו את ההשקעות לפי שוויין ההוגן. אופן הצגה זה תואם במידה גבוהה יותר לגישת ה-"נטו" שאומצה לעניין מבחן הנכסים ולא לגישת ה-"ברוטו" שהוצעה בדוח הביניים. יצוין, כי פרופורציית נכסי התשתיות של כל חברה מושקעת, נקבעת לפי הרכב נכסיה בדוחותיה הכספיים, וזאת מתוך ציפיית חברי הוועדה שבדרך כלל החברות המושקעות תהיינה חברות תפעוליות, או חברות המחזיקות ומאחדות פעילות תפעולית.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
		כמו כן, ההמלצות כוללות הקלה פרקטית המתייחסת למצב בו הקרן משקיעה בישות משפטית ייעודית המנועה מעיסוק בפעילות שאינה מהווה תשתיות. במצב כאמור כלל ההשקעה תיוחס כנכס תשתיות או נכס תשתיות כשיר, לפי העניין, וזאת כחלק מחישוב המונה; במצבים שבהם הקרן אינה מסוגלת להשיג נתונים כספיים של תאגידים מושקעים, המלצת הוועדה הינה כי כל ההשקעה של הקרן בתאגידים כאמור לא תיחשב כנכס תשתיות (ראו סעיף קטן (ו) להגדרת נכסי תשתיות בדוח); מעבר לאמור, הוועדה החליטה לכלול במסגרת המלצותיה גם התייחסות המותירה לקרן, בתיאום עם רשות המסים, לבצע את מבחן הנכסים גם על בסיס עלות היסטורית (ראו סעיף קטן (א) להגדרת נכסי הקרן בדוח).
הגדרת נכסי קרן, נכסי תשתיות ונכסי תשתיות כשירים	<u>הגדרת נכסי תשתיות -</u> 1. מספר משיבים ביקשו להרחיב את ההגדרה של נכסי תשתיות, כך שתכלול בין היתר גם את הרכיבים הבאים: ענפי תעשייה המייצרים מוצרים המשמשים באופן ישיר את תחום התשתיות, תשתיות עירוניות (מעונות סטודנטים, בתי ספר, מתקני ספורט, בתי חולים ומוסדות בריאות, בתי אבות, בתי סוהר, מתקנים ביטחוניים וכו'), מתקנים עתירי מערכות, מטמנות, חוות שרתים, מתקני תשתיות לתקשורת, חיפוש והפקה של גז, נפט ומשאבי טבע. 2. כמו כן, אחד המשיבים הציע להרחיב את סעיף 5 להגדרה כך שיחול גם לגבי הסכמי שיתוף פעולה בין רשויות מקומיות, איגוד ערים או חברות כלכליות. 3. חלק מחברי הוועדה הציעו להסיר את המגבלה לגבי החזקות הקרן בהקמה של פרויקטים בתחום התשתיות, כפי שמובאת בהגדרה של נכסי תשתיות, שכן מגבלה זו היא יחסית ולא כלכלית, והיא אינה עוסקת בסכומים האבסולוטיים של הפרויקט. בנוסף, קיימת כבר מגבלה לגבי החזקות ברכיב ההקמה במסגרת ההגדרה של נכסי תשתיות כשירים.	1. הוחלט שלא להרחיב את ההגדרה הקיימת לנכסי תשתיות כפי שהופיעה בהמלצות הוועדה בדוח הביניים. לעמדת הוועדה, ההגדרה הקיימת נרחבת ומקיפה, ובנוסף, כוללת "סעיף סל" של כל התשתיות המבוצעות במסגרת הסכם שיתוף פעולה מסוג PPP עם המדינה, כך שחלק מהמלצות להרחבת ההגדרה יכולות להיכלל גם בסעיף זה. כמו כן, בהתייחס לייזום והפעלה של נכסי נדל"ן, וכן, לחיפוש והפקה של גז ונפט, הינם תחומים אשר זכאים למעמד מס מיוחד במסלול קרנות הריט ושותפויות הגז והנפט, בהתאמה, ולכן לא נכללים במסגרת ההגדרה בפרויקט זה. 2. חברי הוועדה החליטו להשאיר את שתי המגבלות הקשורות לרכיב ההקמה - אחת במסגרת הגדרת נכסי תשתיות ואחת בקשר להגדרת נכסי תשתיות כשירים, תוך ההבהרות הבאות: (א) עדכון נוסח המגבלה בהגדרת נכסי תשתיות כך שיהיה ברור שהכוונה היא בהחזקה בבעלות בקבלנות ביצוע, קרי, החזקה בקבלן מבצע שאינו בעל זכויות בזיכיון או בנכסי הפרויקט עצמם; (ב) ציון העובדה כי המגבלות כאמור אינן רלוונטיות לגבי השקעה ב-SPC עצמו. הווה אומר, המגבלה משליכה רק על אופן הסיווג של ההשקעה בקבלן ההקמה (חברת ביצוע) ולא משליכה על אופן הסיווג של ההשקעה בחברת הפרויקט עצמה (SPC), כך שגם כאשר הקרן תחזיק בשיעור גבוה יותר בקבלן ההקמה ביחס לשיעור החזקה בחברת הפרויקט, עדיין ההשקעה בחברת הפרויקט תיחשב כהשקעה בנכס תשתיות, לפי שיעור נכסי התשתיות שלה, או לפי 100%, אם יוחדה, לפי העניין (ראו סעיף קטן (ז) להגדרת נכסי תשתיות בדוח).

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
הגדרת נכסי קרן, נכסי תשתיות ונכסי תשתיות כשירים	הגדרת נכסי תשתיות כשירים - משיב אחד הציע להרחיב את סעיף 1 להגדרה, כך שיכלול גם "גופים נתמכים" ולא רק "גופים מתוקצבים".	לעמדת הועדה אין צורך להרחיב את ההגדרה כאמור.
	מגבלת נכסי תשתיות כשירים - 1. שני משיבים הציעו להגמיש את מגבלת נכסי התשתיות הכשירים ביחס לסה"כ נכסי התשתיות (אשר עמדה בדוח הביניים על 75%) כך שהקרן תוכל להרחיב את השקעותיה בתשתיות בחו"ל, ובכך תשפר את פיזור הסיכון בקרן והיצע ההשקעות שלה. 2. חלק מחברי הוועדה הציעו להסיר את המגבלה המנויה בסעיף 3.1.2.1.3 לדוח הוועדה לגבי הצורך של הקרן עד למועד הרישום למסחר להחזיק בנכסי תשתיות כשירים בשיעור של לפחות 75% משווי נכסי התשתיות, זאת כל עוד קיימת מגבלה דומה בתקופה שלאחר הרישום למסחר של הקרן (ס' 3.1.2.2.3 לדוח הוועדה).	1. חברי הועדה החליטו שלא לקבל את ההצעה, שכן היא נוגדת את המטרה הראשית של הוועדה - פיתוח תחום התשתיות בישראל, והנגשתו לציבור המשקיעים. 2. חברי הועדה החליטו שלא לשנות את המגבלה כאמור. הוועדה מבקשת להפנות את תשומת הלב להקלה המנויה בסעיף 3.1.2.1.3 לדוח לפיה בתקופה של לפני הרישום, ובכפוף לאישור מנהל רשות המסים, היקף נכסי התשתיות הכשירים שלה יכול שיהיה נמוך מ-75% מנכסי התשתיות שלה, אך לא פחות מ-50%.
סוגיות מס נוספות	אי בהירות לגבי חבות מס על הכנסות מריבית ללא תזרים - משיב אחד העלה קושי לגבי מצבים בהם הקרן משקיעה במכשירי חוב של תאגיד המשקיע בפרויקט תשתיות בשלב ההקמה, שכן במצבים אלו הכנסות הריבית של הקרן בדרך כלל אינן כוללות הזרמת כספים בשלב ההקמה, ולכאורה הקרן נדרשת לחלק דיבידנד למשקיעים מבלי שיהיו לה מקורות לכך.	הוועדה החליטה להמליץ כי הכנסות ריבית ימוסו על בסיס מזומן במצבים מסוימים, וזאת בדומה לאופן המיסוי על בסיס מזומן בכל הנוגע למחזיקי אגרות חוב. בסעיף החוק הרלוונטי יוגדרו קריטריונים ברורים, כאשר ההקלה תינתן רק ביחס לתקופת ההקמה של פרויקט התשתיות, ובנוגע להכנסות שאינן תזרימיות בלבד (ראו סעיף 3.2.2.3.7 לדוח).
	סיווג וחישוב ההכנסה החייבת - חברי הוועדה המליצו להבהיר בדוח הוועדה כיצד מסווגת הכנסה מדיבידנד של הקרן ביחס לתאגידים מוחזקים אשר מחזיקים נכסי תשתיות ונכסים אחרים.	במסגרת הדוח הסופי נכללו דוגמאות מספריות להבהרת אופן סיווג וחישוב ההכנסה החייבת (ראו בסוף סעיף 3.2.2.5 לדוח).
	הכנסות מדמי ניהול - משיב אחד המליץ כי תיכלל גם חלופה של הכנסות מדמי ניהול במסגרת סוגי ההכנסות העקיפות מנכסי תשתיות והשקעות פיננסיות כשירות (דרך תאגידים מוחזקים) אשר אינן נחשבות להכנסות חריגות.	הוחלט לקבל את ההמלצה ולהוסיף את החלופה כאמור, תחת המגבלה כי לקרן השפעה מהותית בתאגיד המשלם את דמי הניהול (ראו סעיף 3.2.2.3.3(ב)(3) (ג) לדוח).
	תמריצי מס למנהלי הקרנות - משיב אחד המליץ לשקול להעניק תמריצי מס למנהלי הקרן, בדומה לתמריצים הניתנים למנהלי קרנות הון סיכון ופרייבט אקוויטי.	הוועדה מבהירה כי תמריצי המס החלים על מנהלי קרנות הון סיכון ופרייבט אקוויטי על פי סעיף 102 לפקודה יחולו גם על מנהלי קרנות התשתיות, ואינם מוחרגים על פי המתווה.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
סוגיות מס נוספות	<u>תמריצי מס למשקיעי חוץ</u> - משיב אחד המליץ להעניק את התמריצים הבאים למשקיעי חוץ בקרן: 1. פטור ממס למשקיעי חוץ על פי קריטריונים מוגדרים בדומה לתמריצים הניתנים למשקיעי חוץ בקרנות הון סיכון ופרייבט אקוויטי. פטור זה יגביר את הביקוש למוצר, וכן, ימנע דרישות דיווח מצד משקיעי החוץ לרשויות המס בישראל. 2. פטור ממס לגבי הכנסות של תושבי חוץ אשר מקורן במכירת מניות או זכויות בקרן בהתאם לסעיף 97 לפקודת מס הכנסה.	לעמדת הוועדה ככלל, אין פער במודל המיסוי המוצע בין משקיעי חוץ לבין משקיעים מקומיים, ואין סיבה להעניק למשקיעי החוץ הטבות מס עודפות, ועל כן הומלץ שלא ליישם את ההמלצה.
	<u>החלת חוק עידוד השקעות הון</u> - משיב אחד המליץ לבחון להחיל על ההכנסות מפרויקט תשתיות את הטבות המס הנובעות מחוק עידוד השקעות הון - הן ברמת חברות הפרויקט והן ברמת הקרן.	לפי המלצת הוועדה, מתווה המס של קרנות התשתיות אינו גורע מהזכויות של חברות הפרויקט ליהנות מהטבות המס על פי חוק עידוד השקעות הון (או כל חוק אחר). באשר להחלת הטבות המס של חוק עידוד השקעות הון ביחס לקרנות עצמן - לעמדת הוועדה מדובר בכפל הטבות מס, ועל כן הומלץ שלא לאפשר זאת.
	<u>העברת נכסים לקרן כנגד הקצאת מניות</u> - משיב אחד המליץ לקבוע מפורשות כי עלות הנכסים בידי הקרן תהא שווי הנכסים במועד העברתם לקרן.	חברי הוועדה לא קיבלו הצעה זו. בפרט, העברת נכסים לקרן בתקופה שלפני רישומה למסחר מקנה דחיית מס לתקופת בלתי מוגבלת. משכך, לעמדת חברי הוועדה ראוי שהקרן "תיכנס לנעלי" המעביר לעניין בסיס המס של הנכסים המועברים. עוד מוצאת לנכון הוועדה לציין כי הוראות דומות קיימות גם לעניין קרנות הריט (ראו סעיף 7א64 לפקודה). עם זאת, לגבי העברות נכסים לקרן בתקופה שלאחר הרישום למסחר, ההקלות הקיימות בדוח הוועדה אינן מקנות אפשרות לדחייה לתקופה בלתי מוגבלת של המס. משכך, הוועדה ממליצה שעלות הנכס לצרכי מס תהא שוויו ההוגן של הנכס במועד ההעברה (ראו סעיף 3.2.2.6.4 לדוח).

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
סוגיות מס נוספות	מנגנון דחיית המס בגין העברת נכסים לקרן כנגד הקצאת מניות והחלת פרק 2 לפקודת מס הכנסה על הקרנות - שני משיבים המליצו לשקול לאפשר לקרן השקעה בתשתיות ליהנות מהוראות פרק 2 באופן דומה לישויות משפטיות אחרות. בפרט, הוצע להחיל הסדר דומה להסדר שנקבע לפי סעיף 104 לפקודת מס הכנסה בכל הנוגע להעברת נכסים לקרן כנגד הקצאת מניות, כך שההעברה כאמור תהיה פטורה ממס בכפוף לעמידה בתנאים מסוימים.	הוועדה מדגישה כי במסגרת ההמלצות בדוח, נכללת המלצה להקלות מס בכל הנוגע להעברת נכסים לקרן לפני הרישום למסחר. לפירוט נוסף, ראו גם סעיף 3.2.2.6.3 בדוח, וכן התייחסות נוספת מעלה (תחת סוגיית ה-'שותפות'). ביחס להעברת נכסים לקרן לאחר הרישום למסחר - הוחלט להסיר את המגבלה של העברת הנכסים בידי המייסד בלבד, ולאפשר העברה תמורת הקצאת מניות עם דחיית מס לכל משקיע פוטנציאלי בקרן בכפוף לתקופת הדחייה של 5 שנים כמפורט בסעיף 3.2.2.6.4 בדוח. הוועדה מבקשת להדגיש כי ההקלה כאמור הינה נרחבת יותר ביחס למצב הקיים בקרנות הריט (לגביהן חלה מגבלה על מי שנחשב ל-'בעל מניות מהותי'). זאת, לאור השוני במאפיינים של תחומי הפעילות, ובכללם: ההיצע, אורך החיים וסכום ההשקעה הטיפוסי בנכסים.
	השלכות מס לגבי קרן שחדלה להיות קרן השקעה בתשתיות - חלק מבין חברי הוועדה המליצו להתייחס במסגרת דוח הוועדה להשלכות המס הנוגעות לקרן שחדלה מלעמוד בהגדרה של קרן השקעה בתשתיות, ובפרט האם מדובר באירוע החייב במס וכיצד מס כאמור ייוחס.	בשים לב למורכבות, הוועדה החליטה כי נושא זה ייבחן על ידי רשות המסים בהתאם לכל מקרה ולנסיבות הספציפיות שלו.
	הרחבת מנגנון שקיפות המס גם לחברות הפרויקט (SPC) - שני משיבים הציעו כי על מנת להגדיל את התמריצים להקמתן של הקרנות יש להשקיף גם את חברות הפרויקט עצמן (קרי, להפכן לשותפויות, LLC / חברה שוקפה וכו') או להעניק הקלת מס אחרת ברמת חברות הפרויקט, וזאת נוסף להשקפתה של הקרן לצרכי מס.	בדיוני הוועדה הוחלט שלא לקבל את ההצעה האמורה שכן תכליתו של הפרויקט הינה לדון בסטטוס המס של הקרנות ולא לשנות את סטטוס המס של התאגידים המושקעים. עם זאת, ברי כי במצבים מסוימים תיתכן שקיפות של הישויות המחזיקות בנכס התשתיות (לדוגמה, כאשר מדובר על שותפות), ו/או ייתכן כי מבנה המימון של הישות המושקעת יסתמך על הלוואות, מה שמקרר את מבנה המיסוי למבנה חד-שלבי. ראו גם סעיף 2.3.3.1 לדוח.
חבות בדמי ביטוח לאומי והשלכות נוספות	חברי הוועדה ממליצים לבחון את נושא החבות לדמי ביטוח לאומי של המשקיעים בקרן, ככל שישנה, ולהסדירה.	
דמי ניהול למנהל הקרן	משיב אחד ציין כי לא ברור האם דמי הניהול בקרן יכללו תחת מגבלת ההוצאה הישירה: עד 0.25% מהיקף הנכסים המנוהלים.	הוועדה מבהירה כי דמי הניהול שישולמו לקרנות הללו לא נכללים בהגדרה של הוצאות ישירות, לפי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), תשס"ח, 2008. במילים אחרות, דמי ניהול כאמור לא ישפיעו על מגבלת ההוצאה הישירה ויהיו דומים במהותם להוצאות הנהלה וכלליות בתאגיד מדווח מושקע.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
תחולת חוק הריכוזיות	משיב אחד הציע לקבוע כי מגבלות חוק הריכוזיות לא יחולו (כמותית ואיכותית) על החזקות בקרנות להשקעה בתשתיות.	הוועדה לא מצאה לנכון לדון כחלק מהפרויקט בהוראות חוק הריכוזיות. משמע, הפרויקט אינו מוסיף או גורע בהקשר זה.
כללי דיווח וגילוי של הקרנות	משיב אחד הציע כי על מנת להגדיל את התמריצים להקמתן של הקרנות יש להקל על כללי הדיווח והגילוי של הקרנות שיוקמו, כגון: מתכונת דיווח חצי שנתית (ללא קשר לגודל הקרן), פטור מובנה מצירוף הערכות שווי מלאות וכו'. המשיב הסביר כי הקלות כאמור נדרשות גם בשים לב לתחום פעילות התשתיות המאופייין בפרויקטים ארוכי טווח אשר מידע שוטף לגביהם אינו הכרחי ואף עשוי להטעות.	הוועדה לא מצאה לנכון לקבל את ההצעה. כללי הגילוי והדיווח אשר נקבעו בחוק ניירות ערך ותקנותיו נכתבו עבור כל התאגידים המדווחים, תחת ההנחה כי המידע הנדרש על פיהן רלוונטי ומהותי לציבור המשקיעים. הקלות והחרגות קיימות כבר היום, והן זמינות לכל התאגידים המדווחים (כגון תאגיד קטן אשר זכאי לעבור למתכונת דיווח חצי שנתית), והקריטריונים לגביהן ברורים. אין זה נכון להחריג את קרנות התשתיות מתחולת החוק ותקנותיו, מה גם שתחום פעילותן עשוי להיות חופף גם לפעילותם של תאגידים מדווחים אחרים.
מגבלות על חלוקות של הקרן	1. משיב אחד הציע להכפיף את חובת החלוקה של ההכנסה החייבת של הקרן למשקיעים במגבלות של הסכמי המימון של הפרויקטים. 2. משיב נוסף הציע לדחות במעט את עיתוי דרישת החלוקה כך שתהיה לקרן יותר גמישות תזרימית בכל הנוגע לחלוקות הדיבידנדים השוטפות.	1. במסגרת דיוני הוועדה, הוחלט שלא לקבל את ההצעה. הוועדה מוצאת לנכון להדגיש כי אומנם ייתכן שהקרן תשקיע במישרין בפרויקט תשתיות ולגביו יהיו מגבלות חלוקת רווחים הנובעות מהסכמי המימון שלו, אך הוועדה מצפה שמרבית ההשקעות של הקרן יבוצעו דרך תאגידים מוחזקים, כך שמגבלה כאמור, אם תהיה, אינה צפויה להיות נפוצה או רלוונטית לעניינה של הקרן, ולכן לעמדת הוועדה אין מקום להתייחס אליה במפורש בתיקון החוק. 2. הוועדה מפנה את תשומת הלב לכך שחובת החלוקה נדרשת להתבצע עד לסוף חודש אפריל בשנה העוקבת לשנת המס. ראו גם סעיף 3.1.5 לדוח. הוועדה לא מצאה לנכון להאריך תקופה זו.
הקלות נוספות מצד המדינה/תנאי המכרזים	מספר משיבים המליצו על מתן הקלות נוספות, מעבר להטבות המס הניתנות לקרן, אשר יקלו על יכולת ההתמודדות של הקרן בהשגת פרויקטים חדשים, בעיקר פרויקטים רחבי היקף בשלב ההקמה. בין היתר הוצע כי תינתן לקרן עדיפות מובנית בזכייה בפרויקטים חדשים, בדרך של התאמת תנאי המכרז ליכולות הקרן. הוצע לחילופין כי תינתן לקרן גמישות ביחס למתחרותיה בנוגע לתנאים בהן היא נדרשת לעמוד לצורך קליטת פרויקטים רחבי היקף בשלב התפעול.	במסגרת דיוני הוועדה, הוחלט שלא לקבל את ההמלצה. לעמדת הוועדה, בהחלט ייתכן שקרנות בתחילת דרכן יתקשו להתמודד עם מתחרים גדולים יותר (הן לגבי זכייה בפרויקטים חדשים והן לגבי קבלת פרויקטים קיימים), אך מדובר בקשיים לגיטימיים וטבעיים ואין מקום להתערב במנגנוני השוק בהקשר זה.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
הוראות מעבר	משיב אחד המליץ לכלול פרק של הוראות מעבר אשר נוגע לקרנות אשר קמו לפני מועד תיקון הפקודה ומעוניינות להיכנס לתחולתה.	הוועדה מצאה לנכון לכלול במסגרת הדוח הסופי התייחסות לעניין הוראות מעבר מוצעות. <u>להלן הוראות המעבר אשר נכללו בדוח הועדה הסופי:</u> 1. על אף האמור בסעיף 3.1.1.5, לגבי חברה שהוקמה לפני כניסתו של התיקון לתוקף, תימדד התקופה בסעיף ממועד כניסת התיקון לתוקף ולא ממועד הקמת החברה. הווה אומר, התנאי יוכל להתקיים גם אם ממועד ההקמה ועד מועד הרישום למסחר חלפו למעלה מ-3 שנים, ובלבד שממועד הקמתה ועד מועד הרישום למסחר הייתה החברה עומדת בכל התנאים האחרים הנדרשים לגבי קרן תשתיות; 2. על אף האמור בסעיף 3.1.5, לגבי חברה שהוקמה ונרשמה למסחר לפני כניסתו של התיקון לתוקף, חובת החלוקה תחול רק מהמועד שבו הקרן הוגדרה כשקופה בהתאם לתיקון; 3. לאחר מועד התוקף של תיקון הפקודה, תאגיד רשום למסחר המעוניין להיכנס לתחולת התיקון יידרש להודיע תוך 3 חודשים על כך לרשות המסים, ובמידה שעשה כן, משטר המס יחול לגביו החל משנת המס העוקבת.
נושאים נוספים	הצעה להקמת 'קרן מעורבת' - משיב הציע מודל בו תתאפשר גם הקמה של קרן מעורבת אשר תשקיע בתשתיות ובמבני ציבור. קרן זו תשקיע עד 30% במבני ציבור ותשתיות, והיתר יושקעו בנדל"ן. <u>הקלות בסנקציות שנקבעו לקרן שהפרה את הכללים החלים עליה</u> - מספר משיבים הציעו לעדן את הסנקציות במצב שבו הקרן אינה עומדת בכללים החלים עליה, בדרך של הגדרת תקופה של השהיית חלק מהטבות המס של הקרן חלף ביטול מלוא ההטבות; נקיטת סנקציות בהתאם לסוג ההפרה - הבחנה בין הפרות שבשליטת הקרן לבין הפרות שאינן בשליטת הקרן; וכן, קביעת תקופת ריפוי לאי העמידה בכללים החלים עליה.	במסגרת דיוני הוועדה הוחלט שלא לקבל את ההצעה שכן היא אינה רלוונטית למטרות הפרויקט, וכן בכל הנוגע לנדל"ן קיימות קרנות הריט. בכל הנוגע לתקופת הריפוי, הוועדה מפנה את תשומת הלב לקיומה של הקלה בדרך של תקופת ריפוי במסגרת המלצותיה. מעבר לכך, למען הבהירות הוחלט להוסיף דוגמא לדוח הועדה הסופי. במסגרת דיוניה, הוועדה הבחינה כי קיים חוסר אחידות בין אפשרות הריפוי המוקנית במסגרת דוח הביניים לבין האפשרות הקיימת לגבי קרנות ריט. כך למשל, נוסח דוח הביניים המליץ לכאורה על מתן אפשרות ריפוי גם ביחס לעיתוי חלוקת הדיבידנד. בהקשר לכך, הוועדה החליטה לכלול במסגרת הדוח הסופי מתן אפשרות ריפוי ביחס למבחן הנכסים ומבחן המינוף בלבד. הוועדה לא מצאה לנכון להתייחס כחלק מפעילותה להיבטי ממשל תאגידי. לעניין זה, ראו גם התייחסות נוספת בסעיף 2.3.3.7 בדוח.
	יצירת הסדרי שליטה עם מנהל הקרן - משיב אחד הציע להבהיר במסגרת הדוח מספר נקודות הנוגעות להסדרי השליטה של מנהל הקרן, ובכללם: הסדרים, לרבות המגבלות, הנוגעים להתקשרות עם מנהל הקרן, קביעת תקופות ממושכות להתקשרות עם מנהל הקרן, קביעת ההליך לאישור הסכם הניהול, לרבות שינוי והארכה שלו וכיו"ב.	

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
נושאים נוספים	<u>מגבלות המינוף -</u> 1. משיב אחד ציין כי במגבלת המינוף קיימת אנומליה בין רמת המינוף המושגת בפרויקט המוחזק דרך תאגיד לבין רמת המינוף הקיימת בקרן המחזיקה ישירות בפרויקט בודד. הוצע להבהיר מהי מגבלת המינוף של הקרן במצב בו היא מחזיקה במישרין בפרויקט בודד. 2. משיב נוסף הציע לשנות את מגבלת שיעור המינוף המותר של הקרן ביחס לנכסי תשתיות אחרים מ- 80% ל- 85%, על מנת להתאימה למקובל בענף.	הוועדה לא מצאה לנכון להתייחס באופן מיוחד למגבלת המינוף הנדרשת במצב בו הקרן מחזיקה במישרין בפרויקט. כאמור, הוועדה מצפה שמרבית ההשקעות של הקרן יבוצעו באמצעות השקעה בתאגידים מוחזקים. עם זאת, הוועדה הבהירה כי התחייבויות תפעוליות של פרויקטים המוחזקים באופן ישיר על ידי הקרן, לא ייחשבו כחוב פיננסי לעניין מבחן המינוף. בנוסף, הוועדה לא מצאה לנכון להעלות את שיעורי המינוף המותרים בין היתר בשים לב לכך שרמת המינוף נבחנת בראיית הדוחות הנפרדים של הקרן. במילים אחרות, שיעור מינוף זה מצטרף ברמה הכלכלית למינוף פוטנציאלי נוסף של תאגידים מוחזקים. הוועדה סבורה ששיעור מינוף של עד 80% לפי הדוחות הכספיים הנפרדים של הקרן, אשר תחזיק לרוב בתאגידים ממונפים אחרים, מהווה רמת מינוף המאפשרת גמישות פיננסית ניכרת.
	משיב אחד הציע לאפשר לקרן להשקיע בפרויקטים בדרך של רכישת חוב בכיר בתחילת הפרויקט, ובשלב מאוחר יותר להמיר את החוב ברכישת ההון העצמי בפרויקט ("אינטגרציה בחלקים").	הוועדה מוצאת לנכון להבהיר כי הדוח אינו אוסר על השקעה במתווה האמור.
	משיב אחד הציע להטיל חובה על הקרנות למנות נאמן אשר יפקח על פעילותן השוטפת.	במסגרת דיוני הוועדה הוחלט שלא לקבל את ההצעה. הוועדה לא מצאה לנכון להצדיק חובה ייעודית דווקא לקרנות תשתיות למנות נאמן ביחס לחברות אחרות הנסחרות בבורסה. כמובן, שכלל שהקרן תגייס אגרות חוב, אז היא תיאלץ למנות נאמן בהתאם להוראות הדין. כאמור לעיל, הוועדה לא עסקה בנושאי ממשל תאגידי כחלק מעבודתה.
	<u>פגיעת המתווה המוצע בקרנות הריט -</u> משיב אחד ציין כי המתווה המוצע הינו מפלה, והוא צפוי לפגוע בקרנות הריט הקיימות בישראל, בכל הנוגע לנקודות הבאות: יכולת ייזום, מיזוגים ורכישות ויכולת החזקה בנכסים דרך תאגידים מוחזקים.	לעמדת חברי הוועדה, מודל קרנות הריט שונה ונפרד במהותו, מטרתו ומאפייניו ממודל קרנות ההשקעה בתשתיות, ועל כן אין להתנות את קיומו של האחד בשני. כחלק מפעילות הוועדה, חבריה לא מצאו לנכון לעסוק בתחום קרנות הריט.
	משיב אחד ציין כי הקרנות שיוקמו יהיו מסוכנות מאוד לאור אי הוודאות הגלום בתחום, ויש מקום להגביל אותן להחזקה בפרוטפוליו מגוון, או לחילופין בסוג ההשקעה שהן יבצעו (חוב או הון).	הוועדה לא מצאה לנכון לקבל את ההמלצה, שכן יצירת מגבלות החזקה בקרן צפויה לפגוע משמעותית בסיכויים להקמתן של קרנות חדשות בתחום. מעבר לכך, רמת הפיזור והסיכון מהווה החלטה עסקית של הקרן, אשר סביר שתתומחר על ידי המשקיעים. בנוסף, יש לזכור כי הוועדה הגבילה את רמת המינוף המותרת של הקרן ואת ההגדרה של נכסי תשתיות.

נושא ההערה/הצעה	הרחבה:	החלטות שהתקבלו
טיעונים כלליים נוספים הנוגעים למידת ההצלחה והנחיצות של המכשיר	משיב אחד ציין כי המנגנון המוצע של דוח הוועדה אינו מקדם פרויקטים לתשתיות חדשים בלבד, אלא מקדם גם מכירת החזקות של גופים מממנים בפרויקטים קיימים.	הוועדה מדגישה כי מטרתה אינה לעודד רק הקמת פרויקטים חדשים בתחום התשתיות, אלא לפתח ולשכלל את תחום התשתיות בישראל בכללותו. הוועדה מדגישה כי יכולתם של גופים למכור החזקות בפרויקטים קיימים בתחום התשתיות עשויה לפנות מקורות נוספים לצורך מימון של פרויקטים חדשים. בנוסף, ייתכן כי בשלבים מאוחרים יותר גם קרנות תשתיות תמצאנה לנכון להשקיע בפרויקטים בשלבים שונים של חייהם.
	משיב אחד ציין כי טענת הוועדה לכך שנכון להיום קיימים מעט שחקנים בשוק ארגון החוב לפרויקטים בתשתיות, וכי ישנו צורך להעמיק את שוק זה היא שגויה. לעמדת המשיב, היצע הפרויקטים בישראל נכון להיום הינו דל, ועל כן גופי המימון בשוק מתחרים על מעט פרויקטים ומעניקים תנאי אשראי זולים ביותר.	הוועדה מדגישה כי מטרתה צריכה להיבחן גם בראייה פרוספקטיבית הכוללת את צנרת פרויקטי התשתיות העתידיים של מדינת ישראל. דוח הוועדה הסופי כולל נתונים מעודכנים אודות ההיקף הפוטנציאלי של פרויקטים כאמור. להרחבה, ראו סעיף 2.2.1 לדוח.
	משיב אחד העלה את החשש כי המשקיעים בשוק יתמחרו בצורה בלתי נכונה את הסיכונים הרבים הכרוכים בתחום התשתיות (ככל הנראה בשל הדמיון למודל קרנות הריט). דבר זה יביא לעמדת המשיב לתמורה נחותה למשקיעים ביחס לסיכון הגלום בהשקעה.	הוועדה מוצאת לנכון לציין כי החששות המועלים בתגובות האמורות אינן ייעודיות דווקא לקרנות תשתיות. כך, בעיות אלו עשויות להיות רלוונטיות לכאורה גם לגבי תאגידים שאינם שקופים לצרכי מס ונסחרים בבורסה לניירות ערך. מעבר לכך, הוועדה סבורה כי סחירותה של ההשקעה מגלמת גם יתרונות בלתי מבוטלים ביחס להשקעה בלתי סחירה הכוללים, בין היתר, נזילות וציטוט מחיר מהימן יותר. כבכל תאגיד מדווח, הקרן תידרש למתן גילוי מידי ותקופתי, כנדרש על פי חוק ניירות ערך ותקנותיו, אשר יאפשרו את תמחורה בידי המשקיעים.
	משיב אחד ציין כי המכשיר לא יהיה אטרקטיבי לגופים מוסדיים בשל הסבירות הגבוהה כי מחיר הנייר הסחיר של הקרן צפוי להתנתק משווי הכלכלי האמיתי.	לעמדת חברי הוועדה בהחלט ייתכן שקרנות תשתיות בתחילת דרכן יתקשו להתמודד עם המתחרים הקיימים בתחום ארגון החוב. עם זאת, מדובר בקשיים לגיטימיים וטבעיים, שאין בהם כדי למנוע את הקמתן של קרנות כאמור ואת המקורות הנוספים שהן תספקנה לשוק. מעבר לכך, ייתכן כי בטווח הארוך יוכל קרנות כאמור תוכלנה לחדור גם לשוק זה.