



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**  
**מחלקת תאגידים** [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

**עמדת סגל**

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

כ"ב תמוז תשע"ד  
20 ביולי 2014

**עמדת סגל משפטית מספר 34-103: סדרת ניירות ערך**

**רקע**

סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין. תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך, לשם הגנת ציבור המשקיעים. האיסור האמור חל בקשר עם הצעה או מכירה של "ניירות ערך" כהגדרתם בסעיף 1 לחוק, וחלים בעניינו מספר חריגים המפורטים בסעיפים 15א ו-15ב לחוק. אחד החריגים העיקריים מנוי בסעיף 15א(א)(1) לחוק, העוסק בהצעת או מכירת ניירות ערך למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35. עמדה זו נוגעת למשמעות המונח "סדרה" בהגדרת "ניירות ערך", ולאופן ספירת המשקיעים בהתאם לסעיף 15א(א)(1) לחוק.

**עמדת סגל הרשות**

א. **מהי סדרת ניירות ערך**

**סעיף 1 לחוק מגדיר "ניירות ערך" באופן הבא:**

"ניירות ערך" – תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה:...."

**הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור מחייבות פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין. דרישת התשקיף משרתת בין היתר את המטרות הבאות:** מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור על מנת לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת. הגילוי עצמו מפורק על-ידי רשות ניירות ערך, וחלה בעניינו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית; הטלת חובות גילוי שוטף על התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור, כל עוד הם מצויים בידי הציבור, במטרה להקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטות

מושכלות לאחר ביצוע ההשקעה הראשונית ולאמוד את שווי זכויותיהם; והקניית הגנות רבות נוספות לציבור המשקיעים מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, כגון כללי ממשל תאגידי בחברה המציעה מניות או אגרות חוב, מינוי נאמן וזכויות להעמיד לפירעון מידי בחברה המציעה אגרות חוב, ועוד. **דרישת התשקיף קובעת את תחולת החוק, ובכך מעניקה הגנה משמעותית לציבור המשקיעים בחברות שפרסמו תשקיף, ובה בעת אוסרת על חברות שלא עמדו בחובת פרסום התשקיף (ועל כן המשקיעים בהן אינם זוכים להגנות הקבועות בדין) לגייס כספים מהציבור הרחב בדרך של הנפקת ניירות ערך.**

**לנוכח תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים, והגיוון הרב האפשרי בפעילויות בעולם העסקי, נוסחו הגדרות "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" בהרחבה וכך גם יש לפרש אותן.** באופן כללי, מטרתן של הגדרות אלו ושל האיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק היא מתן הגנה לציבור הרחב כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.

בית המשפט העליון פירש בעבר<sup>1</sup> את המונח "תעודות" בהרחבה, וקבע כי אין לפרש מונח זה כמסמך פורמלי כתעודת מניה, וכי מסמך, קרי נוסח כתוב, מצוי אף הוא בגדר ההגדרה. באותו מקרה התייחס בית המשפט העליון למונח "סדרה" באומרו כי "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום אשר יש תקרה למספרן הכוללי".<sup>2</sup>

אמירה זו של בית המשפט יש להבין על רקע העניין הפשוט שהובא לפניו באותו מקרה, ועסק בכתבי אופציה שהוצעו על פי תשקיף. ואולם, לנוכח תכליות החוק כפי שצוינו לעיל, פרשנות המונח "סדרה" לעניין הגדרת "ניירות ערך" אינה מוגבלת, הן מבחינה לשונית הן מבחינה תכליתית, למצב בו מתקיימת זהות בין התעודות וההבדל ביניהן מתמצה במספר סידורי. לצורך "סדרה" די בקיומן של מספר תעודות, אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים. הבדלים בין התעודות, אשר אינם נוגעים למהות ההשקעה, אינם מחריגים, לפיכך, את התעודות מגדר סדרה אחת, כאמור בהגדרת "ניירות ערך".<sup>3</sup>

#### ב. ספירה יחד של משקיעים בסדרות שונות

סעיף 15א(א)(1) לחוק קובע כי לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור "הצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות, ובלבד שמספר המשקיעים שלהם ימכור המציע ניירות ערך בהצעה או במכירה כאמור, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר ניירות ערך במהלך שנים עשר החודשים שקדמו לאותה הצעה או מכירה, לא יעלה על המספר שנקבע; לעניין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".

כפי שעולה מהסיפא של סעיף 15א(א)(1) לחוק, יש למנות יחד את מספר המשקיעים בסדרות שונות של ניירות ערך, תוך מיון בין שתי הקטגוריות הבאות: (1) מניות וניירות ערך המירים למניות, או (2) ניירות ערך אחרים. לאור האמור, גם בהינתן הצעה או מכירה של סדרות שונות בתכלית של ניירות ערך, ספירת

<sup>1</sup> רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זה חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5), 476, 481.

<sup>2</sup> לעיל, בעמ' 481 – 482. מאפיינים אלה לא נקבעו בלשון החוק עצמו.

<sup>3</sup> יובהר, כי פרשנות המונח "סדרה" בהקשרים אחרים, כגון זיהוי סדרת אגרות חוב שהונפקה לציבור על פי תשקיף לשם קביעת חובות שונות מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, עשויה להיות שונה ומצומצמת יותר.

**המשקיעים עשויה להיות מצרפית.** לדוגמא, המשקיעים בשתי סדרות של אגרות חוב שהוצעו במהלך שנים-עשר חודשים יימנו יחד, אף אם לאותן סדרות יש מאפיינים כלכליים שונים, כגון ריבית, מועדי פירעון ובטוחות שונים. או לדוגמא, המשקיעים בשני סוגי מניות שהוצעו במהלך שנים-עשר חודשים יימנו יחד, אף אם מדובר במניות מסוגים שונים המקנות זכויות שונות בחברה.

#### ג. סדרות הנוגעות לפרויקטים שונים

פרשנות המונח "סדרה" והדרישה לספור סדרות שונות יחד, נועדו להגשים את תכלית החוק, ולמנוע גיוסים בהיקפים משמעותיים מהציבור הרחב בדרך של הנפקת ניירות ערך, אשר לא יהיו נתונים לפיקוח ולחובות המקיפות הקבועות בדין.

**הצעת ניירות ערך שונים על-ידי חברה, כאשר התשואה על כל סוג של נייר ערך תלויה בהצלחת פרויקט אחר של אותה חברה, עשויה להיחשב אמנם כהצעת ניירות ערך מסדרות שונות, אולם עדיין מדובר יהיה בהצעות של אותו גורם, אשר יש למנותן יחד מכוח סעיף 15א(א)(1) לחוק.** הסיבה לכך אינה נעוצה רק בלשון החוק, אלא גם בעובדה כי המשקיעים (כולם) אינם תלויים בהצלחת פרויקט ספציפי בלבד, אלא גם ביציבותה של החברה המנפיקה, במצבה הפיננסי, ביכולותיה הניהוליות, וכו'.

האפשרות שלא למנות את הסדרות השונות יחד, תיתכן לדוגמא, במקרה שבו המשקיעים בכל סדרה מחזיקים בניירות ערך בחברה נפרדת שתחתיה נמצא הפרויקט, כך שלמשקיעים יש זכויות ישירות כלפיה, ומדובר למעשה בהשקעה נפרדת בחברות שונות, אשר הסיכונים והסיכויים הכרוכים בה הינם עצמאיים, ובלבד שאין מדובר בהפרדה מלאכותית לחברות שונות, שנועדה לעקוף את הוראות סעיף 15א(א)(1) לחוק.

**אנשי קשר: צפנת מזר, עו"ד חוה בינשטוק, עו"ד**

**טל': 02-6556444 , פקס': 02-6513160**